

Quinta Emisión de Obligaciones y III Papel Comercial – CARTIMEX S.A.

Comité No: 206 y 207-2018	Fecha de Comité: 28 de diciembre de 2018
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de octubre de 2018	Quito – Ecuador
Karla Torres Reyes	(593) 2323 0541
	ktorres@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Quinta Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial	AA+	Primera	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006833 SCVS-INMV-DNAR-2018-00003144

Significado de la Calificación

Categoría AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PacificCredit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"

Racionalidad

El comité de Calificación de PCR acordó por unanimidad otorgar la calificación de "AA+" a la **Quinta Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial de CARTIMEX S.A.** La calificación se fundamenta en la muy buena capacidad de pago del emisor tanto en tiempo y forma. Así como, su posicionamiento como líder comercial tecnológico, adecuada administración del capital de trabajo, diversificación de productos, cobertura nacional y experiencia en el mercado de valores. PCR considera favorable las estrategias comerciales de expansión por medio de su marca COMPUTRON, y la reestructuración de la deuda en el largo plazo que ha mejorado la liquidez general. Por otra parte, la calificación reconoce la sensibilidad al sector que pertenece y la inestabilidad de sus indicadores de rentabilidad. Adicional, se evidenció el cumplimiento de la garantía general y los resguardos de ley.

Riesgos Previsibles

- Regulaciones que puedan afectar el costo de las importaciones de los bienes comercializados, así como régimen arancelario que dificulte la adquisición de inventarios. Estos factores restarían competitividad a la compañía y dificultarían la generación de flujos.
- Las variaciones del ciclo económico repercuten directamente en el nivel de ingreso de las familias; por lo que un escenario económico desfavorable contrae el consumo de estas, las que constituyen el mercado meta de la empresa. Por otra parte, la administración considera que la revolución tecnológica que experimenta la sociedad incide en que al menos cada hogar y cada empresa cuente con portátiles y teléfonos inteligentes, convirtiendo en estos productos necesarios.
- El contrabando de productos tecnológicos desde países vecinos impacta negativamente las ventas de la empresa, esto fue producto de las salvaguardas impuestas en el 2015 y 2016. Sin embargo, a la fecha de corte este riesgo se encuentra mitigado tras el levantamiento total de estas.
- El sector comercial-tecnológico se encuentra en constante innovación, lo que ocasiona que los productos se vuelvan obsoletos con mayor facilidad. Para mitigar este riesgo, el emisor cuenta con un precio protegido, es decir, que si en el mercado baja el precio de un determinado producto el proveedor otorga una nota de crédito a favor de la empresa por la variación del precio.
- Probabilidad de impago por parte de algún cliente, para mitigar este riesgo CARTIMEX cuenta con un seguro de cartera, el cual cubre el 85% de la cartera vencida.
- Riesgo de daño en el traslado de los productos importados. Para mitigar este riesgo, la empresa mantiene protegido todo su inventario desde la salida del país extranjero hasta la entrega del producto al cliente.

Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno macroeconómico

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente.

Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando este precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se prevé un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión.¹

Análisis de la Industria:

El sector comercial ha tenido un comportamiento variable en los últimos 5 años que se alinea con la evolución de la economía. En año 2016, el sector presentó una contracción del 4,36% frente a una reducción del 1,58% del Producto Interno Bruto (PIB). Al cierre del año 2017, se refleja una recuperación del sector del 5,48% y 3,00% del PIB según los datos reportados por el Banco Central del Ecuador. El sector comercial representa el 10,16% del PIB siendo la segunda industria más representativa, superado por el sector de manufactura con 11,51%.

En este sentido, es importante mencionar que la industria comercial es sensible al comportamiento del PIB ya que presenta una alta correlación de 0,76 veces. De igual manera la dinámica de las importaciones presenta cierta relación con las ventas de la empresa, siendo así que las restricciones que podrían presentarse en este componente pueden tener efectos en los niveles de ventas de algunos productos ofertados.

A octubre 2018 según la información reportada por el Banco Central del Ecuador, las importaciones totales presentaron un crecimiento interanual del 17% y las importaciones no petroleras crecieron un 13%. El principal destino de importación es China (US\$ 3.366 millones FOB), seguido de la Unión Europea, Estados Unidos, Colombia, Brasil y otros; todos los destinos presentaron crecimientos interanuales tras las medidas tomadas durante el 2018. Adicionalmente, los principales productos no petroleros importados son: Automóviles, maquinarias industriales y sus partes, medicina, artículos electrodomésticos, teléfonos y celulares².

A nivel mundial el sector tecnológico ha ocupado gran participación dentro de la industria comercial con un comportamiento creciente, esto debido a que tanto los hogares como las empresas demandan más de recursos tecnológicos para satisfacer sus necesidades. En Ecuador, a inicios del 2015 entró en vigor varios incrementos arancelarios entre el 5% - 45% para diferentes artículos tecnológicos, lo que ocasionó una contracción en el sector, dado que los consumidores

¹ Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>

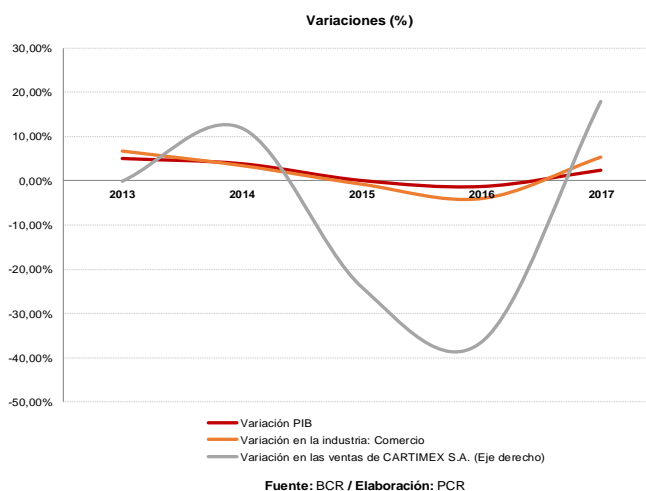
² Disponible en: <https://www.comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/2018/11/Informe-Mensual-October-2018.pdf>

optaban por viajar a países vecinos como Perú y Colombia en donde no se presentaban impuestos. El principal objetivo de los aranceles era proteger los productos nacionales y controlar el déficit de la balanza comercial frente a la caída del petróleo. Con todo lo presentado y dado que no se estaba cumpliendo el principal objetivo, se decidió en el 2016 reducir progresivamente las sobretasas hasta que a mediados de junio se levantaron completamente.

Las salvaguardias que aparecieron por decisión del anterior Gobierno debieron cesar a mediados del 2016, sin embargo, las circunstancias adversas del terremoto forzaron su extensión por uno más, llegando a su fin a mediados de junio 2017. Según las estimaciones efectuadas por la Cámara de Comercio de Quito, el impacto de la reducción de las importaciones se cifró en US\$ 3.644 millones lo que impactó en las plazas laborales, alcanzando pérdidas de 80 mil plazas de empleo.

Con todo, el sector mantiene perspectivas positivas principalmente por la valoración de la tecnología y la importancia que ha adquirido con el pasar del tiempo, sin discriminar estratos sociales. Todo esto se ve reflejado en la demanda sostenida que se evidencia en los últimos años. Si bien, la depreciación de los artículos tecnológicos se incrementa y la revolución de la inteligencia son cada vez más avanzadas.

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este caso, se observa una fuerte relación entre la industria y el PIB. Si bien, la principal afectación por parte de la empresa se evidencia en el 2015 y 2016 tras la entrada en vigor del incremento arancelario, que ocasionó que CARTIMEX generara menores ingresos en esos dos años. Luego de la eliminación progresiva de estas sobretasas se puede observar la mejora en la generación operativa de la empresa; se estima que dada la relevancia que mantiene la tecnología en la sociedad actualmente las ventas de la empresa no sean impactadas ante incrementos arancelarios.



Perfil y Posicionamiento del Emisor:

CARTIMEX S.A. es una empresa tecnológica fundada en 1996, que sigue siendo reconocida en el mercado ecuatoriano por su constante propuesta innovadora, ofreciendo la vanguardia y la calidad con flexibilidad de precios y créditos; constituyéndose como líder indiscutible de la comercialización tecnológica con la mayor cobertura en todo el Ecuador.

El enfoque de negocios como grupo empresarial con visión social, está dedicado a cubrir toda la red de distribución de hardware, partes, piezas y componentes de computación y electrónica. CARTIMEX cuenta con sus centros principales de atención y logística en las ciudades de Guayaquil y Quito, permitiendo gestionar negocios efectivos con sus clientes, bajo el concepto de sistema de atención descentralizado en el país.

Miles de metros cuadrados hoy día; y, creciendo más para áreas de bodega y tránsito, unido a un eficiente sistema de transportación privada otorga una eficaz y oportuna entrega a nivel nacional. El entorno tecnológico del Grupo CARTIMEX está integrado por varias empresas, instalaciones como ITTEK CORP (empresa americana, ubicada en Miami, USA), encargada de las operaciones de compras y negociaciones con proveedores internacionales. El compromiso de servicio de garantía lo realiza SERVITECH, otorgándoselos a todos los productos comercializados por CARTIMEX. Intellicom, el componente comercial más tradicional del Grupo CARTIMEX sigue enfocando sus metas en la atención corporativa.

Para atender las ventas minoristas, la compañía introdujo hace varios años el supermercado de tecnología llamado COMPUTRÓN, compuesto por un grupo de profesionales convencidos que la tecnología es un pilar fundamental para el desarrollo humano y social de todo individuo.

Comprendiendo la velocidad con que la tecnología se renueva, a través de estos almacenes la compañía tiene, en forma directa, la capacidad de asesorar a sus clientes en los constantes cambios de este tipo de productos. Mantiene un personal entrenado para brindar la más completa asesoría, en funciones de las inquietudes de las personas interesadas en adquirir bienes de tecnología, a fin de que sus productos se adapten a sus necesidades.

Las tiendas están provistas con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología.

COMPUTRÓN se considera la mayor y mejor propuesta tecnológica para el segmento de venta minorista en el Ecuador.

Las políticas de precio son fijadas por cada canal, siendo los productos vendidos a través de la cadena retail COMPUTRON, los que mayores márgenes producen, lo cual se complementa con el volumen de ventas al por mayor. Para el caso del canal Corporativo, en la mayoría de los casos, los precios dependen de la oportunidad y negociaciones que se logren con las marcas (descuentos especiales para este tipo de negocios).

CARTIMEX S.A. mantiene la representación de más de 45 marcas internacionales, entre las cuales se encuentran como principales: HP, EPSON, SAMSUNG, LG, DELL, MICROSOFT, INTEL, etc.

Respecto a la capacidad instalada, cuenta con 4 bodegas, 2 en Guayaquil, 1 en Durán y otra en la ciudad de Quito, las cuales en total suman más de 4.000 metros cuadrados. Esta capacidad le permite tener la expansión necesaria para un inventario en bodegas de aproximadamente USD14 millones. Como plan de crecimiento se cuenta con un terreno disponible en Durán por 10.000 metros cuadrados. Adicional, cuentan con bodegas en cada local que mantienen de Computron donde la mercadería es exhibida y de igual forma se encuentra

Respecto con el posicionamiento del emisor en el mercado, la administración mencionó que el 70% lo componen 4 empresas:

1. CARTIMEX S.A.
2. INTCOMEX (Multinacional)
3. Electrónica Siglo 21
4. TECNOMEGA

Con ello, a la fecha de corte CARTIMEX S.A. lidera en cuanto a nivel de ventas con una participación de alrededor el 21%.

Estrategias:

A octubre de 2018 la empresa cuenta con cobertura total a nivel nacional, por medio de sus 400 distribuidores. Por otra parte, Computron cuenta con 32 tiendas a nivel nacional. Si bien, durante el 2018 se inauguraron 8 tiendas de las cuales 3 no han alcanzado el punto de equilibrio. Se debe mencionar, que la empresa tiene como política que, si un local no alcanza su punto de equilibrio en el primer año, este es cerrado. Por otra parte, dentro de las estrategias establecidas por la empresa sobresalen:

1. Mejoraron la cobertura con los clientes de provincia del mayoreo, enfocándose a las principales cuentas con ánimo de hacer una gestión cuenta a cuenta y no simplemente de despacho de pedido.
2. Realizaron reestructuración en la ciudad de Quito, de su operación mayorista, ampliando las oficinas y bodegas a una mayor capacidad a fin de generar la debida cobertura al norte del Ecuador.
3. También tuvo un crecimiento de cuentas retail a nivel de mayoreo; la meta final de CARTIMEX S.A. fue de hacer crecer las ventas en grandes retails a través de mejores coberturas de crédito y disponibilidad de producto. Así como soporte comercial especializado.
4. Incrementaron locales de Computron: a. Crecimiento en Crédito Directo: dado a que dieron mayor énfasis a nivel de Retail en las ventas con crédito directo, en las tiendas de COMPUTRON lo que generan ventas sólidas.

Productos

Segmento Informática. - Esta línea siempre ha estado en crecimiento a lo largo de los últimos 10 años. Se compone de productos de mucho cambio tecnológico, y actualmente la principal demanda está en productos móviles. Esta línea se comercializa por los 3 canales de venta de la compañía.

Segmento Electrónica. - Este segmento es el que contiene artefactos para el hogar y entretenimiento, los cuales tienen una alta demanda, en especial en fechas pico como Día de la Madre y Navidad. Los productos de este segmento se comercializan por dos canales: mayoreo y retail. En esta línea la empresa cuenta con proveedores locales y productos importados. Los productos locales vienen en ascenso debido al incremento en los últimos meses de ensamblaje local de televisores principalmente.

Segmento Suministros. - Este segmento se compone en más de un 80% de tintas y toners para impresión, y constituye una línea de crecimiento constante desde los inicios de la compañía. Los productos de esta línea se comercializan a través de los canales de mayoreo y retail. Todos los suministros son importados y originales.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que CARTIMEX S.A., tiene un nivel de desempeño Aceptable (Categoría GC4, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

CARTIMEX S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías. El capital accionario se encuentra dividido de la siguiente forma:

Nombres	Participación	País
REYHANSA S.A.	81,38987%	Ecuador
BANART LLC	18,61000%	Estados Unidos
Furoiani Villagomez José Antonio	0,00003%	Ecuador
Furoiani Zambrano José Luis	0,00003%	Ecuador
Luna Jijon José Antonio	0,00003%	Ecuador
Mortola Bernhard Fernando Andre	0,00003%	Ecuador
Zambrano Poggi Jorge Emilio	0,00003%	Ecuador

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración: PCR

El Directorio está compuesto por personas con diferente área de especialización acorde al cargo que desempeñan y todos los miembros cuentan con una experiencia superior a los 25 años. Adicional, el emisor también cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Directorio. No obstante, no existe control de potenciales conflictos de interés al interior del Directorio; no cuenta con reglamento de Directorio; y no existen criterios para la selección de directores independientes.

Por otra parte, la empresa cuenta con una política de información aprobada formalmente que es publicada en todas las áreas de la empresa. Adicional cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, designada formalmente, que se efectúa por medio del departamento de Recursos Humanos.

Empleados y Sistema Informático

CARTIMEX S.A. cuenta a octubre 2018, con 478 empleados y Computron S.A. cuenta con 290 empleados. En este sentido, la empresa efectúa evaluaciones a sus empleados al finalizar el año. Por otra parte, la plana gerencial cuenta con una vasta experiencia en los cargos que desempeñan y su formación profesional va acorde al perfil requerido. Respecto al sistema contable empleado por la empresa se denomina "DROBA"

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa CARTIMEX S.A., con un nivel de desempeño Bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

CARTIMEX S.A. realiza algunas acciones que promueven la eficiencia energética. Si bien, la administración efectúa charlas y seminarios orientados a la concientización energética. Por otra parte, mediante disposición del Ministerio del Ambiente la entidad cuenta con campañas y ánforas en cada una de sus tiendas con el fin de reciclar celulares. Respecto con el consumo racional del agua, CARTIMEX S.A. realiza mantenimiento mensual a sus edificios con el fin de monitorear fugas del líquido vital.

Se debe destacar que la empresa evalúa a sus proveedores bajo criterios ambientales con el fin de obtener productos que sean eco amigables con el sistema. CARTIMEX S.A. cuenta con un código de ética y conducta, además cuenta con políticas formales que promueven la igualdad de oportunidades.

Calidad de Activos:

Los activos de CATIMEX S.A. ascienden a US\$ 60,011 millones, concentrados principalmente en el corto plazo un 88,44% y la diferencia en el largo plazo. Este comportamiento se observa durante todo el periodo de estudio. En este sentido los principales rubros del activo son: inventarios (33,80%), cuentas por cobrar comerciales (30,49%), otras cuentas por cobrar (7,91%), propiedad planta y equipo (7,34%), cuentas por cobrar relacionadas (7,15%) y la diferencia en pagos anticipados, activos intangibles, otros activos e inversiones. Composición que va acorde al giro del negocio de la empresa.

A partir de octubre 2018, CARTIMEX se dedica 100% a la distribución mayorista dejando independiente el segmento *retail*. Con ello, nace COMPUTRONSA S.A. empresa constituida con el objetivo de atender al mercado minorista. A pesar de esta estructura CARTIMEX se encarga completamente de la administración del inventario, con el fin de mantener una buena gestión de los productos.

Los inventarios a octubre 2018 contabilizaron US\$ 20,28 millones, siendo el valor más alto durante todo el periodo de estudio. Si bien, se observó un crecimiento del 42,89% a nivel interanual, este comportamiento obedece a que la empresa necesita el stock suficiente para cubrir la demanda del *Black Friday* y las fiestas navideñas. Dentro del inventario se contabilizan los productos que están en bodegas, en tránsito e importaciones. Toda la mercadería cuenta con una cobertura total para daños hasta la entrega del producto al cliente. El inventario es 98% del extranjero y un 2% a nivel local, la empresa cuenta con el almacenamiento necesario para sus productos y en caso de necesitar espacio extra, este es alquilado provisionalmente hasta que la mercancía sea distribuida a todas las tiendas. La empresa cuenta con un departamento encargado de la logística y análisis de stock para contar con los insumos necesarios.

Por otra parte, las cuentas por cobrar comerciales alcanzaron los US\$ 18,3 millones a octubre 2018 y cuyo crecimiento corresponde al 38,44% respecto con su similar periodo anterior. Dentro de este rubro se registran el pago con cheque,

crédito directo y provisiones. En este sentido, el crédito directo representa alrededor del 90% de las cuentas por cobrar comerciales (US\$ 17,32 millones) de los cuales mantiene una morosidad del 6,97%; la cartera de difícil recuperación (+90 días) representa el 27,26% de la cartera vencida y un 1,90% de la cartera total. Es importante destacar que CARTIMEX mantiene diferentes metodologías de crédito, actualmente se manejan 3 niveles para la aprobación de créditos:

1. Jefatura de Crédito y Jefatura de Cobranza
2. Gerencia Financiera
3. Gerencia General y Presidencia

Los créditos son clasificados en base: al monto, tipo de producto y garantías, por lo general es necesario un cheque de respaldo previo al despacho de la mercancía. Por otra parte, CARTIMEX S.A. mantiene un seguro sobre la cartera de difícil recaudo, con una cobertura del 85%. El principal cliente de CARTIMEX representó en octubre un 12,75% del total de las ventas, el resto de los clientes mantiene una participación menor al 6%; por lo que PCR considera que la entidad mantiene una buena gestión crediticia y no refleja concentración de clientes.

Es importante mencionar que CARTIMEX S.A. mantiene a la fecha de corte un total de US\$ 33.053 como efectivo restringido, esta cuenta representa una garantía con las obligaciones financieras contraídas y contribuye a bajar el margen por cobro de tarjeta de crédito. Los pagos anticipados de US\$ 3,255 millones corresponden a los anticipos por impuesto a la renta, crédito tributario, depósitos en garantía y seguros pagados.

Por su parte, los activos fijos de la empresa contabilizaron US\$ 4,404 millones. Si bien, en este rubro se registran los terrenos, muebles y enseres.

Pasivos:

A la fecha de corte, el 78,14% del activo se encuentra financiado por pasivos de corto plazo, siendo su principal fuente de fondeo los proveedores con quien mantiene plazos de pagos hasta 90 días, así también se financian con préstamos con instituciones financieras, mismos que se encuentran al día con sus obligaciones.

La mayoría de los proveedores de CARTIMEX provienen del exterior, esto debido a que en Ecuador no se producen gran parte de los productos que comercializa la empresa. Entre los principales países de donde provienen están Estados Unidos, Panamá, Perú, Hong Kong, entre otros. En este sentido, entre sus principales proveedores se encuentran Samsung, Epson, DELL y Hewlett Packard.

Durante el 2018, se dio apertura a 8 tiendas nuevas de COMPUTRON y las fiestas de noviembre y diciembre obligaron a que la empresa adquiriera un mayor inventario. Por tal motivo, las cuentas por pagar a proveedores a la fecha de corte alcanzaron los US\$ 30,141 millones siendo la más alta del periodo analizado, de los cuales un 95,94% corresponde a proveedores del exterior y la diferencia a proveedores locales. Es importante destacar, que este rubro representa el 56,11% del total de los pasivos, siendo el de mayor representatividad a nivel histórico.

Es importante destacar, que debido a la alta rotación de los productos tecnológicos; CARTIMEX cuenta con un precio protegido, es decir, en caso de que no se venda algún producto los proveedores emiten una nota de crédito a favor de la empresa.

En cuanto a la deuda financiera, se registra un valor de US\$ 16,12 millones (30,01% del pasivo) del cual se concentra 74,84% en el largo plazo y la diferencia en el corto plazo. Las obligaciones contraídas por la empresa corresponden al financiamiento con 5 bancos locales, 1 banco extranjero y mercado de valores (43,42%). El destino de estos fondos es exclusivamente para capital de trabajo. El emisor se encuentra al día con sus obligaciones en el sistema financiero y con el mercado de valores.

Soporte Patrimonial:

El principal accionista de la empresa es REYHANSA S.A. con el 81,38% de participación, el 18,61% le pertenece a BANART LLC, empresa de procedencia estadounidense; el porcentaje restante corresponde a otros 5 accionistas minoritarios.

Históricamente el patrimonio de CARTIMEX S.A. ha presentado un comportamiento variable. En este sentido, entre el 2013 y 2015 presentó un comportamiento decreciente; con ello, en el 2015 este rubro se contrajo un 51,12%. Este comportamiento obedece a que en ese año se destinó US\$ 5,89 millones para el pago de glosas tributarias de años anteriores. A partir del 2016 hasta la fecha se aprecia un crecimiento continuo del patrimonio (2,98% oct18)

La empresa a octubre 2018 cuenta con un patrimonio de US\$ 6,297 millones, distribuidos en 61,84% en capital social, utilidad del ejercicio (19,37%), reserva legal (17,66%) y la diferencia en resultados acumulados. El capital social se ha mantenido durante todo el periodo de estudio, mientras que las reservas han mostrado un comportamiento creciente (promedio 2013-2017 7,75%)

Es importante destacar que la empresa no mantiene una política de dividendos dado que en los últimos periodos no se han efectuado pagos de dividendos.

Por otra parte, considerados los resultados de CARTIMEX en conjunto con los activos libres de gravamen, estos cubren ampliamente la totalidad de los pasivos. Por lo tanto, en un caso extraordinario la empresa contaría con la capacidad de atender sus pagos.

Desempeño Operativo:

CARTIMEX S.A. es una empresa tecnológica reconocida en el mercado ecuatoriano por su constante propuesta innovadora, flexibilidad de precios y créditos; constituyéndose como líder en la comercialización tecnológica con una cobertura total a nivel nacional. En este sentido, CARTIMEX comercializa por medio de 400 distribuidores mayoristas. Para abarcar las ventas minoristas, la compañía introdujo hace varios años el supermercado de tecnología llamado COMPUTRÓN.

CARTIMEX cuenta con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología.

Históricamente, las ventas de CARTIMEX presentaron un comportamiento creciente hasta el 2014; en el 2015 y 2016 las ventas fueron afectadas por las salvaguardas implementadas a los productos tecnológicos, la situación económica que atravesaba el país y el contrabando de tecnología de países vecinos. Si bien, en el 2017 se observa una recuperación de las ventas (+18%) debido a la disminución progresiva de arancel y los tratados con otros países. A octubre 2018, las ventas presentaron un crecimiento del 52,85% respecto con su similar periodo anterior y contabilizaron US\$ 69,40 millones.

Acorde a las líneas que mantiene la empresa actualmente, se observa un crecimiento en todos los rubros exceptuando la línea de accesorios y suministros en general. A continuación, un detalle de ingresos:

Ingresos CARTIMEX S.A. por la línea de negocio (US\$)		
Línea de negocio	Total Oct 2018	Total 2017
NOTEBOOKS	19.458.427,26	9.079.425,45
Electrónica	10.142.165,52	7.131.097,95
Impresión	9.188.842,31	7.322.715,63
Componentes	7.503.498,94	4.936.224,91
Computo	5.322.513,95	4.663.537,14
Celulares	3.635.401,28	1.209.326,16
Accesorios	3.552.293,12	3.738.262,67
Suministros en General	2.867.848,83	3.174.431,23
Monitores	2.120.371,65	1.619.902,06
Corporativo	1.839.525,58	163.216,67
Redes	1.700.909,30	1.082.676,30
Video	1.463.577,24	992.541,03
Software y juegos	490.010,88	181.927,38
Seguridad	118.369,42	112.840,79
Merchandising	2.350,96	266,48
Total	69.406.106,24	45.408.391,85

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Respecto con los costos de la empresa, estos han presentado el mismo comportamiento que los ingresos. A la fecha de corte alcanzaron los US\$ 56,07 millones.

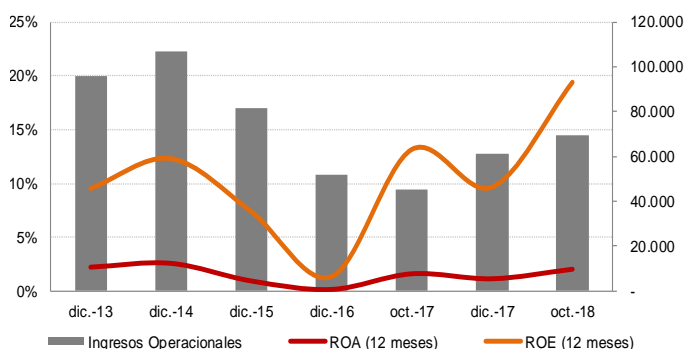
Por su parte, los gastos operacionales presentaron un crecimiento interanual del 34,57%. Este comportamiento obedece a la apertura de 8 tiendas en lo que va del 2018. De las nuevas tiendas solo 3 no han alcanzado su punto de equilibrio. Si bien, la administración tiene como política cerrar el punto si este no alcanza su punto de equilibrio en el primer año. En total se cuenta con 24 tiendas localizadas en 10 ciudades del Ecuador.

Vale acotar que las ventas claves de la empresa son en las siguientes festividades:

1. Día de la Madre
2. Día del Niño
3. Día del Padre
4. Black Friday
5. Navidad

Respecto con los márgenes, durante el periodo de estudio se han ubicado en promedio 79,84% y a la fecha de corte se ubicó en 80,79%, mientras el margen bruto se ubica en 19,21%. Por su parte, el margen operacional alcanzó los 3,30%.

Gráfico No. 2
Márgenes



Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Con todo, CARTIMEX S.A. alcanzó un resultado integral de US\$ 1,22 millones lo que representa un incremento interanual del 52,02%. Es importante acotar que dentro de los estados financieros falta considerar dos eventos importantes para la empresa (*Black Friday* y Navidad). La rentabilidad sobre el patrimonio a octubre 2018 es de 19,37% y sobre los activos 2,03%.

Cobertura con EBITDA:

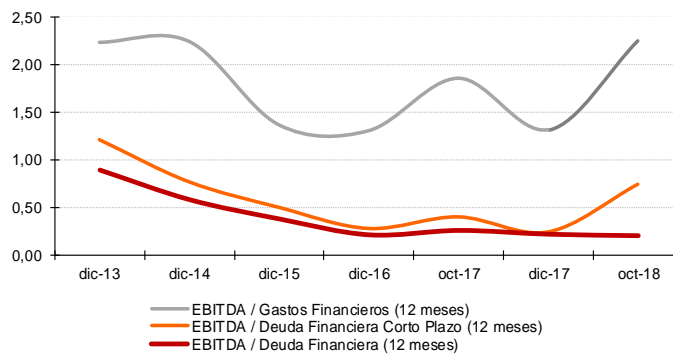
La generación de EBITDA está estrechamente relacionada con la variación de los ingresos y la participación de los gastos administrativos. A octubre 2018, el EBITDA acumulado se recupera frente a lo registrado en el año 2015, pero no supera al evidenciado durante el 2013 y 2014. En este sentido, este rubro alcanzó los US\$ 2,8 millones superior al evidenciado en su similar periodo anterior (US\$ 2,6 millones).

Las mejoras presentadas son el resultado del levantamiento total de las salvaguardas efectuado a mediados del 2018.

CARTIMEX S.A. históricamente ha presentado una cobertura total de sus gastos financieros respecto a su generación EBITDA. A octubre 2018, esta cobertura llega a 2,34 veces mientras que su promedio ha sido de 1,70 veces. Este indicador mejora por la disminución del fondeo que tiene la empresa con instituciones financieras. En este sentido, el nivel de cobertura de la deuda financiera es de 0,21 veces, cobertura que se ubica por debajo de su promedio (0,46 veces); esto se debe a que la empresa ha recurrido al mercado de valores para financiarse y poder cubrir la alta demanda para los meses de noviembre y diciembre.

Gráfico No. 3

Cobertura



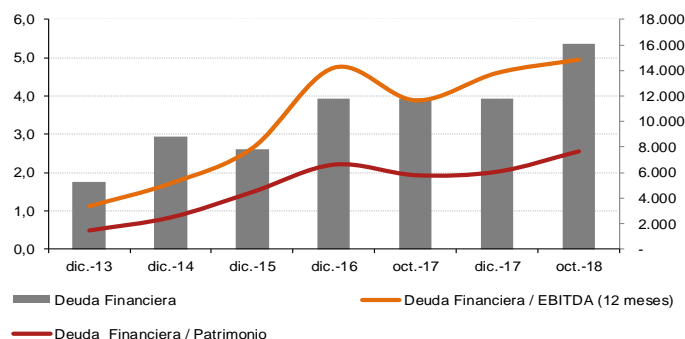
Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Endeudamiento:

A octubre 2018 la deuda financiera registra el mayor valor durante el periodo analizado contabilizando US\$ 16,120 millones, misma que se concentraba en el corto plazo durante periodos anteriores. Sin embargo, a la fecha de corte se puede apreciar la reestructuración de la deuda en el largo plazo. En este sentido, a octubre, la deuda financiera se compone 27,16% a corto plazo y 72,84% en el largo plazo. Es importante destacar, que dentro del total de la deuda constan US\$ 7,00 millones correspondiente al III Papel Comercial y la V Emisión de Obligaciones, vigentes en el mercado de valores.

Gráfico No. 4

Endeudamiento



Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

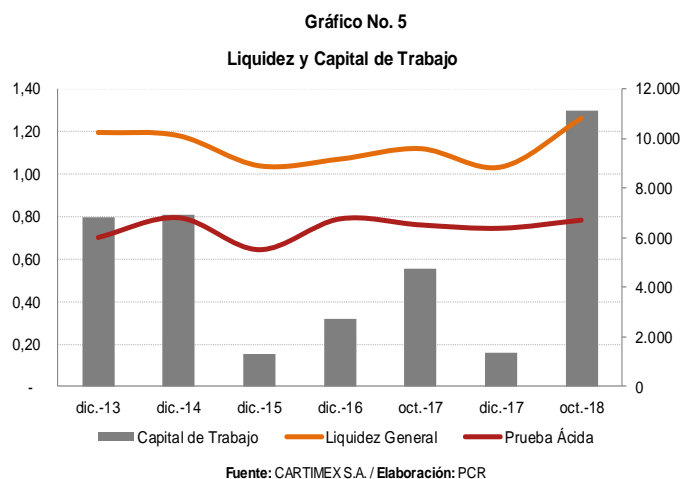
A la fecha de corte, la empresa tuvo un apalancamiento de 8,53 veces, siendo este el más alto del periodo analizado (promedio 2013-2017 5,82 veces).

Respecto con la capacidad de pago de CARTIMEX S.A., la generación de flujos EBITDA permitirían cubrir la deuda financiera a octubre 2018 en 4,78 años. Si bien, este indicador se ubica superior al promedio histórico de 2,97 años. El incremento de este indicador obedece a que el emisor ha recurrido a contratar deuda financiera para cubrir con la alta demanda de diciembre.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

En el periodo analizado, el emisor ha mantenido adecuados niveles de liquidez al tener un promedio de los últimos 5 años de 1,10 veces. A la fecha de corte, este indicador se ubica en 1,26 veces replicando el comportamiento histórico. Esta conducta se explica por, la mayor concentración de sus activos en los activos corrientes, aspecto que beneficia a los niveles de liquidez. Dado el giro del negocio la cuenta más representativa es inventarios, por lo cual el indicador de prueba ácida se ve afectado, en promedio llega a 0,73 veces mientras que a octubre 2018 a 0,78 veces.

En este sentido, el capital de trabajo ha sido positivo en todo el periodo de análisis, y se ha mantenido estable con un promedio de US\$ 3,83 millones, a octubre 2018 este rubro llega a los US\$ 11,10 millones soportando adecuadamente la operación del negocio.



En cuanto al flujo de efectivo, las actividades operativas presentaron un saldo negativo de US\$ 3,72 millones esto debido a que CARTIMEX S.A. adquirió un gran stock de inventarios para cubrir la demanda prevista para el *black friday*, las actividades netas de inversión un saldo negativo de US\$ 155 mil y el financiamiento neto positivo de US\$ 1,79 millones. La suma de estos valores junto al saldo inicial del periodo de US\$ 1,79 millones respaldan el saldo final del periodo que se ubica en los US\$ 2,201 millones.

Situación de la Emisión:

La Quinta Emisión de Obligaciones de CARTIMEX S.A. US\$ 4,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es para la primera clase 540 días, para la segunda clase 720 días, para la tercer clase 900 días y para la cuarta clase 1.080 días. El pago de los intereses es trimestral y el pago del capital es al vencimiento para las tres primeras clases y semestralmente para la cuarta clase.

Instrumento Calificado

V Emisión de Obligaciones

Con fecha 08 de mayo de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CARTIMEX S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar la Quinta Emisión de Obligaciones con garantía general por un monto de US\$ 4'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores V Emisión de Obligaciones						
Emisor:	CARTIMEX S.A.					
Monto de la Emisión:	US\$ 4.000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América					
Series, monto y plazo	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Amortización de capital	Pago de interés	Tasa
	1	800.000,00	540	Al Vencimiento	Trimestral	8,00%
	2	800.000,00	720	Al Vencimiento	Trimestral	8,25%
	3	800.000,00	900	Al Vencimiento	Trimestral	8,50%
	4	1.600.000,00	1.080	Semestral	Trimestral	8,50%
Contrato de Underwriting:	La presente emisión no tiene contrato de underwriting.					
Rescates anticipados:	El presente Emisión de Obligaciones no considera rescates anticipados ni sorteos para su redención anticipada.					
Sistema de Colocación:	La colocación de las obligaciones se podrá realizar en el mercado primario y en el mercado secundario solamente a través del mercado bursátil.					
Agente Pagador:	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.					
Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.					
Resguardos de ley:	1) a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores: y, b) Los activos reales sobre los pasivos					

	exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
	2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora,
	3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones. La relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, del Título III de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.
Límite de Endeudamiento	La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.
Fecha de Autorización	03 de Agosto del 2018
Fecha de Vencimiento:	La emisión culmina el 14 de Agosto del 2021

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores se inició el 14 de agosto de 2018; de los que se vendió el 100% de las obligaciones emitidas el 03 de agosto de 2018. A continuación, se muestran los pagos efectuados de las distintas series y los valores pendientes a redimir, acorde a la tabla de amortización que se muestra en los anexos:

Saldo de Capital (US\$)					
Serie	Monto	Colocado	Capital Pagado	Interés Pagado	Total Pagado
1	800.000,00	800.000,00	-	16.000,00	16.000,00
2	800.000,00	800.000,00	-	16.500,00	16.500,00
3	800.000,00	800.000,00	-	17.000,00	17.000,00
4	1.600.000,00	1.600.000,00	-	34.000,00	34.000,00
Total	4.000.000,00	4.000.000,00	-	83.500,00	83.500,00

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.

DESTINO	MONTO US\$
Capital de Trabajo	4.000.000,00
TOTAL	4.000.000,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;

Resguardo de liquidez								
Descripción	I Semestre						Semestral	Límite \geq 1
	sep.-18	oct.-18	nov.-18	dic.-18	ene.-18	feb.-18		
Indicador de Liquidez	1,18	1,26					1,22	Cumple

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte no han transcurrido los seis meses respectivos desde la colocación de los valores, por lo cual, no se puede evaluar el cumplimiento de este resguardo. Sin embargo, el indicador de liquidez correspondiente a oct-18 se ubica en 1,26.

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de liquidez		
Activos Reales/ Pasivos Exigibles ³	oct.-18	Límite \geq 1
	1,26	Cumple

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

³ Activos Reales= Activos exigibles + inversiones; Pasivos exigibles= Pasivos a corto plazo.

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte no se han repartido dividendos, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

Situación de la Emisión:

El Tercer Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de CARTIMEX S.A. de hasta US\$ 3,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es de 720 días con amortización de capital al vencimiento y cupón cero.

III Papel Comercial

Con fecha 19 de diciembre de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CARTIMEX S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar el Tercer Papel Comercial con garantía general por un monto de US\$ 3'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores III Papel Comercial				
Emisor:	CARTIMEX S.A.			
Monto de la Emisión:	Hasta US\$ 3.000.000,00			
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América			
Series, monto y plazo	Monto (US\$)	Plazo (días)	Amortización de capital	Tasa
	3.000.000,00	Hasta 359	Al Vencimiento	Cupón cero
Plazo del programa	720 días contados a partir de la fecha de la resolución aprobatoria del proceso			
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial no contempla contrato de underwriting.			
Rescates anticipados:	El presente programa de papel comercial no contempla sistema de sorteos ni rescates anticipados.			
Sistema de Colocación:	La colocación de las Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial descritos en el presente documento se realizará a través del mercado bursátil.			
Agente Pagador:	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.			
Resguardos de ley:	1) a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.			
	2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora,			
	3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones. La relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, del Título III de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.			
Límite de Endeudamiento	La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.			
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.			
Fecha de Autorización	10 de Abril del 2018			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

A continuación, se detalla los saldos por amortizar de la colocación:

Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Plazo	Emitido
5/12/2018	5/12/2018	29/11/2019	359	50.000
4/12/2018	4/12/2018	28/11/2019	359	90.000
21/12/2018	21/12/2018	19/6/2019	180	400.000

4/12/2018	4/12/2018	2/6/2019	180	100.000
21/11/2018	21/11/2018	20/5/2019	180	100.000
15/11/2018	15/11/2018	14/5/2019	180	39.900
19/11/2018	19/11/2018	14/5/2019	176	150.000
14/11/2018	14/11/2018	13/5/2019	180	200.000
11/5/2018	11/5/2018	3/5/2019	357	30.000
31/10/2018	31/10/2018	29/4/2019	180	9.000
31/10/2018	31/10/2018	29/4/2019	180	1.100
24/10/2018	24/10/2018	22/4/2019	180	50.000
16/10/2018	16/10/2018	15/4/2019	181	200.000
18/4/2018	18/4/2018	12/4/2019	359	100.000
18/4/2018	18/4/2018	12/4/2019	359	300.000
10/5/2018	10/5/2018	5/4/2019	330	30.000
14/11/2018	14/11/2018	14/3/2019	120	250.000
9/11/2018	9/11/2018	11/3/2019	122	100.000
8/11/2018	8/11/2018	8/3/2019	120	100.000
19/4/2018	19/4/2018	13/2/2019	300	100.000
18/4/2018	18/4/2018	12/2/2019	300	200.000
18/4/2018	18/4/2018	13/1/2019	270	400.000
Total				3.000.000

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.

DESTINO	MONTO US\$
Capital de Trabajo	3.000.000,00
TOTAL	3.000.000,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

4. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 3. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;

Resguardo de liquidez									
Descripción	I Semestre							Semestral	Límite ≥ 1
	may.-18	jun.-18	jul.-18	ago.-18	sep.-18	oct.-18			
Indicador de Liquidez	1,06	1,04	1,04	1,17	1,18	1,26	1,12	Cumple	

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el indicador de liquidez semestral correspondiente (1,12%). A oct-18 se ubica en 1,26.

4. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de liquidez		
Activos Reales/ Pasivos Exigibles ⁴	oct.-18	Límite ≥ 1
		1,26

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1.

5. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte no se han repartido dividendos, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

6. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

⁴ Activos Reales= Activos exigibles + inversiones; Pasivos exigibles= Pasivos a corto plazo.

Limitaciones de Endeudamiento

La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

El total de la deuda financiera en relación con el total de los activos representa 0,26. En este sentido, el emisor cumple con el resguardo estipulado.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

Históricamente, las ventas de CARTIMEX presentaron un comportamiento creciente hasta el 2014; en el 2015 y 2016 las ventas fueron afectadas por las salvaguardas implementadas a los productos tecnológicos, la situación económica que atravesaba el país y el contrabando de tecnología de países vecinos. Si bien, en el 2107 se observa una recuperación de las ventas (+18%) debido a la disminución progresiva de arancel y los tratados con otros países. A octubre 2018, las ventas presentaron un crecimiento del 52,85% respecto con su similar periodo anterior y contabilizaron US\$ 69,40 millones.

CARTIMEX cuenta con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología. En este sentido, las líneas que presentan mayor representatividad sobre sus ingresos son: Notebooks (28,04%), electrónica (14,61%), impresión (13,24%) y componentes (10,81%), la diferencia cuenta con una participación inferior al 10%.

Con todo, el emisor presenta un sobresaliente cumplimiento de las proyecciones. En este sentido, los ingresos presentaron un avance del 89,07%, los costos un 88,60% lo cual generaron un cumplimiento de la utilidad bruta del 90,17%. Considerando los gastos, estos se han mantenido cercano a las proyecciones estipuladas; lo cual permitió un cumplimiento de la utilidad neta superior al 100%. Es importante destacar que a la fecha de corte no se están considerando dos eventos importantes para el emisor (*Black Friday* y *Navidad*).

ESTADO DE RESULTADOS	Proyección 2018	oct-18	Cumplimiento %	2019	2020	2021
Ingresos	78.071.823	69.537.028	89,07%	81.975.414	84.434.676	86.967.717
Costo de ventas	63.284.106	56.072.215	88,60%	66.448.311	68.441.760	70.495.013
Utilidad bruta en ventas	14.787.717	13.333.891	90,17%	15.527.103	15.992.916	16.472.704
Gastos de administración y ventas	11.506.383	11.041.950	95,96%	12.021.293	12.320.023	12.626.175
Depreciación	506.281	419.159	82,79%	529.936	554.695	580.612
Gastos financieros	1.023.940	1.202.952	117,48%	1.293.363	1.251.643	1.164.854
Utilidad antes de impuestos y participación	1.751.113	1.219.912	69,66%	1.682.510	1.866.555	2.101.062
Participación trabajadores	262.667		0,00%	252.377	279.983	315.159
Impuesto a la renta	372.111		0,00%	357.533	396.643	446.476
Utilidad neta	1.116.334	1.219.912	109,28%	1.072.600	1.189.929	1.339.427

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Con todo, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones, y mantener trayectoria y experiencia en el mercado de valores.

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte 31 de octubre de 2018. La emisión en circulación presenta una relación porcentual del 11,90%; frente a la Garantía General por lo que cumple con lo establecido por la Ley.

CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	60.011.419,14
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	3.442.115,92
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-

(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	6.710.100,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	197.314,00
Total de Activos Libres de Gravamen	49.661.889,22
80% Activos Libres de Gravamen	39.729.511,38
Saldo no redimido de Valores Bursátiles en Circulación / (ALG+Saldo no redimido de Valores Bursátiles en Circulación)	11,90%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Activos en Litigio

A octubre 2018, CARTIMEX S.A., no mantiene activos en litigio que presenten una exposición de riesgo para la empresa, según información del Consejo de la Judicatura del Guayas, la compañía no registra ningún proceso legal.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de octubre de 2018, los valores en circulación y por emitir que mantiene CARTIMEX S.A., en el mercado de valores por los procesos de Emisión de Obligaciones y Papel Comercial, son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Octubre de 2018	
Detalle	Valor
Patrimonio	6.297.216,88
200% Patrimonio	12.594.433,76
Monto no redimido de obligaciones en circulación	6.710.100,00
Valores por emitir	-
Total Valores en Circulación y por Emitirse	6.710.100,00
Total Valores en Circulación / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	53,28%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago Segunda, mismo que está respaldada por la Garantía General en 6,37 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General a octubre 2018				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	2.138.686,71	6.710.100,00	9.409.618,56	30.141.188,99
Pasivo Acumulado	2.138.686,71	8.848.786,71	18.258.405,27	48.399.594,26
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	2.201.000,80			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	56.371.989,22			
Cobertura Fondos Líquidos	1,03	0,25	0,12	0,05
Cobertura ALG	26,36	6,37	3,09	1,16

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

Los inventarios a octubre 2018 contabilizaron US\$ 20,28 millones, siendo el valor más alto durante todo el periodo de estudio. Si bien, se observó un crecimiento del 42,89% a nivel interanual, este comportamiento obedece a que la empresa necesita el stock suficiente para cubrir la demanda del *Black Friday* y las fiestas navideñas. Dentro del inventario se contabilizan los productos que están en bodegas, en tránsito e importaciones. Toda la mercadería cuenta con una cobertura total para daños hasta la entrega del producto al cliente.

Por otra parte, las cuentas por cobrar comerciales alcanzaron los US\$ 18,3 millones a octubre 2018 y cuyo crecimiento corresponde al 38,44% respecto con su similar periodo anterior. Dentro de este rubro se registran el pago con cheque, crédito directo y provisiones. En este sentido, el crédito directo representa alrededor del 90% de las cuentas por cobrar comerciales (US\$ 17,32 millones) de los cuales mantiene una morosidad del 6,97%; la cartera de difícil recuperación (+90 días) representa el 27,26% de la cartera vencida y un 1,90% de la cartera total. Es importante destacar que CARTIMEX mantiene diferentes metodologías de crédito, actualmente se manejan 3 niveles para la aprobación de créditos. Por otra parte, CARTIMEX S.A. mantiene un seguro sobre la cartera de difícil recaudo, con una cobertura del 85%.

PCR considera que los activos que respaldan la emisión son de calidad al contar con los seguros correspondientes y cuentan con la capacidad de ser liquidados en un caso extraordinario.

Activos que respaldan la emisión (US\$ Miles)				
Activos	Valor en libro al 31 octubre 2018	Valor que respalda los activos de la Emisión	Valor que respalda los activos del Papel Comercial	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes	18.299,80			
Inventarios	20.281,15			
Total	38.580,95	4.000,00	3.000,00	100%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados Financieros de CARTIMEX S.A. para los periodos 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017; estos últimos auditados por la firma Paez, Florencia & CO. Cía. Ltda. con una opinión favorable. Además de Estados Financieros Internos con corte de información octubre 2017 y 2018.
- Acta de la Junta General de Accionistas de la V Emisión de Obligaciones y del III Papel Comercial.
- Prospecto de Oferta Pública de la V Emisión de Obligaciones.
- Prospecto de Oferta Pública del III Papel Comercial.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen al 31 de octubre de 2018.
- Otros papeles de trabajo.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores, como alternativa de financiamiento, no se ha logrado desarrollar en el país, ya que en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario, esto explicado por la competencia de las instituciones financieras y la escasa cultura bursátil.

En el año 2017 el monto negociado entre las bolsas de Quito y Guayaquil fue de US\$ 6.617 millones, que significó una disminución del 20,63% frente al año anterior, debido principalmente a las menores emisiones del sector público. Al relacionar el volumen de transacciones negociado con el Producto Interno Bruto del país, en el año 2017 fue de 6,6% (8,3% en el 2016; 5,8% promedio 2012-2016).

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones, otros) aportaron con el 36,76%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, otros) lo hicieron con el 63,24%. Dentro del total de emisores del sector privado, las provincias de Guayas y Pichincha concentran el 87,41% del total, siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores⁵.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable⁶. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para la emisión de obligaciones de CARTIMEX S.A., el indicador se ubicó en 0,05 según información de la Bolsa de Quito, ya que solo realizaron 2 negociaciones en el mercado secundario, que significaría una liquidez baja del valor. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario. Por otra parte, respecto al indicador de presencia bursátil del III Papel Comercial, la Bolsa de Quito informó que no existieron negociaciones en el mercado secundario para dichos valores hasta el 31 de octubre del 2018.

Indicador de Presencia Bursátil										
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
CARTIMEX S.A.	OBLIGACIONES 5	4.000.000	QUITO	2	5.000,00	1	octubre de 2018	1	22	0,05

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

⁵ Bolsa de Valores de Quito, <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/INFORME> PULSO MENSUAL, consultado febrero 2018

⁶ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Es por esto que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A octubre 2018, la emisión de obligaciones y el papel comercial son los únicos instrumentos financieros que la compañía mantiene en el mercado de valores. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que la colocación de los valores inició el 03 de agosto del 2018 para la Emisión de Obligaciones y el 10 de abril para el III Papel Comercial, el total del Papel Comercial se terminó de colocar el 5 de diciembre del 2018 y la Emisión de Obligaciones el 14 de agosto del 2018.

Presencia Bursátil a octubre 2018 (US\$)					
Nombre	Monto Emisión	Monto Colocado	Saldo de Capital	Resolución Aprobatoria SIC	Calificación
V Emisión de Obligaciones CARTIMEX S.A.	4.000.000,00	4.000.000,00	4.000.000,00	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006833	AA+ Class Internationa Ratings (abr-18)
III Papel Comercial CARTIMEX S.A.	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	SCVS-INMV-DNAR-2018-00003144	
Total	7.000.000,00	7.000.000,00	7.000.000,00		

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Hechos de Importancia

- La administración de CARTIMEX S.A. el 25 de junio del 2018 constituyó la empresa COMPUTRONSA S.A., el principal objetivo de esta estrategia es dividir sus líneas de retail y distribuidores.
- A noviembre 2018, la empresa efectuó el primer pago del dividendo correspondiente a los intereses de todas las clases.

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene relación con las siguientes empresas:

DETALLE DE EMPRESAS VINCULADAS POR PROPIEDAD			
RAZÓN SOCIAL	ACTIVIDAD O LINEA DE NEGOCIO	Nacionalidad	Porcentaje de Participación
MURZALIGHT S.A.	Actividades de producción y comercialización de bebidas alcohólicas	ECUADOR	96,90%
RESANCO S.A.	Venta al por menor de computadoras en establecimientos especializados	ECUADOR	99,97%
SULTANSA S.A.	Actividades de capacitación académica	ECUADOR	50,00%
M3TROPOLI S.A.	Actividades de alquiler de bienes inmuebles a cambio de una retribución o por contrato (locales comerciales)	ECUADOR	99,50%
PACIFIEXPORT S.A.	Fabricación de productos alimenticios a partir de (un solo componente) frutas, legumbres y hortalizas; incluso snacks de plátano (chifles), yuca, frutas, etcétera, excepto papa.	ECUADOR	99,88%
COMPUTRONSA S.A.	Venta al por mayor de computadoras y equipo periférico	ECUADOR	99,88%

Es importante destacar que las cuentas por cobrar que mantiene CARTIMEX S.A. con sus empresas relacionadas son exclusivamente por el giro de Negocio, CARTIMEX provee de productos tecnológicos generando una cuenta por pagar. En el caso de los préstamos, estos obedecen a anticipos efectuados previo a la entrega de la mercancía.

Cuentas por cobrar comerciales	2018
Sultansa S.A.	98.087,00
Ciavinpro S.A.	397.815,00
Intellicom Informatica y afines Cia. Ltda.	143,00
Temaxa S.A.	127.511,00
Romaleasing S.A.	112.000,00
Murzaligh S.A.	97.572,00
Ediciones Digateles Edictal S.A.	113.331,00
Xtratech & Asociados S.A.	138,00
Xtratech computer S.A.	1.724,00
Bebidas Durán S.A.	3.036,00
Servigeeko S.A.	84.432,00
Valores entregados por préstamos	
intellicom informatica y afines Cia. Ltda.	6.413,00
temaxa S.A.	399.985,00
Cicerone S.A.	1.237.096,00
Romaleasing S.A.	190.096,00
Resanco S.A.	14.198,00
Murzaligh S.A.	445.131,00

Metropoli S.A.	143,00
Ediciones Digitales edictal S.A.	120.683,00
Xtratech SAC	25.035,00
Xtratech & Asociados S.A.	2.375.086,00
Xtratech Compute S.A.	1.049,00
Bebidas Duran S.A.	142.055,00
Yanasi S.A.	-
Reyhansa S.A.	111.015,00
Servigeeko	73.076,00
Devilecsa S.A.	910.163,00
Furiaspro S.A.	
Pacifiexport S.A.	751,00
Seconcia S.A.	-
Computronsa S.A.	18.016,00
Total	7.180.257,00

Por su parte, la glosa generada de las cuentas por pagar corresponde de igual forma a las transacciones propias de la generación operativa. Mientras que los préstamos corresponden a los anticipos efectuados previo a la entrega de mercadería.

Cuentas por Pagar	2018
Bebidas duran bebiduransa S.A.	520,00
Resanco S.A.	1.538,00
Servigeeko S.A.	31.874,00
Ediciones Digitales Edictal S.A.	32.625,00
Metropoli S.A	398.733,00
Xtratech & asociados S.A. xtrasocia	1.365.954,00
Xtratech computers S.A.	2.723.232,00
Ciavinpro S.A.	400.185,00
Xtratech SAC	800.107,00
Intellicom Cia Ltda	285.430,00
cuentas por pagar- Préstamos	
metropolis	193.447,00
reyhansa S.A.	43.088,00
Total	235.535,00
Total cuentas por pagar	6.275.733,00

Miembros de Comité

Econ. Ximena Redín

Econ. Yoel Acosta

Econ. Raí Rivera

Anexos

Tabla de Amortización Clase 1					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/08/2018				800.000,00	
14/11/2018	16.000,00	-	16.000,00	800.000,00	Cancelado
14/02/2019	16.000,00	-	16.000,00	800.000,00	Vigente
14/05/2019	16.000,00	-	16.000,00	800.000,00	Vigente
14/08/2019	16.000,00	-	16.000,00	800.000,00	Vigente
14/11/2019	16.000,00	-	16.000,00	800.000,00	Vigente
14/02/2020	16.000,00	800.000,00	816.000,00	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 2					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/08/2018				800.000,00	
14/11/2018	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Cancelado
14/02/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/05/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/08/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/11/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/02/2020	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/05/2020	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/08/2020	16.500,00	800.000,00	816.500,00	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 3					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/08/2018				800.000,00	
14/11/2018	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Cancelado
14/02/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/05/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/08/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/11/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/02/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/05/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/08/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/11/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/02/2021	17.000,00	800.000,00	817.000,00	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 4					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/08/2018				1.600.000,00	
14/11/2018	34.000,00	-	34.000,00	1.600.000,00	Cancelado
14/02/2019	34.000,00	266.666,67	300.666,67	1.333.333,33	Vigente
14/05/2019	28.333,33	-	28.333,33	1.333.333,33	Vigente
14/08/2019	28.333,33	266.666,67	295.000,00	1.066.666,67	Vigente
14/11/2019	22.666,67	-	22.666,67	1.066.666,67	Vigente
14/02/2020	22.666,67	266.666,67	289.333,33	800.000,00	Vigente
14/05/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/08/2020	17.000,00	266.666,67	283.666,67	533.333,33	Vigente
14/11/2020	11.333,33	-	11.333,33	533.333,33	Vigente
14/02/2021	11.333,33	266.666,67	278.000,00	266.666,67	Vigente
14/05/2021	5.666,67	-	5.666,67	266.666,67	Vigente
14/08/2021	5.666,67	266.666,67	272.333,33	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Cartera Comercial (US\$) miles		
Descripción / Periodo		01-10-18
Cartera Por Vencer		16.113.694,42
Cartera Vencida	Total 0-30	284.893,11
	Total 31-60	291.022,56
	Total 61-90	301.898,17
	Total mas 90	329.024,01
Total Cartera Vencida		1.206.837,85
Morosidad		6,97%
Provisión cuenta incobrable		1.562.163,23

Total Cartera Comercial	17.320.532,27
--------------------------------	----------------------

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Nombres	Participación	País
REYHANSA S.A.	81,38987%	Ecuador
BANART LLC	18,61000%	Estados Unidos
Furoiani Villagomez José Antonio	0,00003%	Ecuador
Furoiani Zambrano José Luis	0,00003%	Ecuador
Luna Jijon José Antonio	0,00003%	Ecuador
Mortola Bernhard Fernando Andre	0,00003%	Ecuador
Zambrano Poggi Jorge Emilio	0,00003%	Ecuador

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO A OCTUBRE 2018	
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	PARCIAL
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	66.294.011,26
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(68.820.162,77)
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	-
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	(2.526.151,51)
gastos financieros (intereses pagados)	(1.202.951,59)
(Otros pagos por actividades de operación)	-
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	-
	(1.202.951,59)
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES OPERATIVAS	(3.729.103,10)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	496.200,00
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(650.154,26)
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-
Compras de activos intangibles	-
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	(799,00)
Compras de otros activos a largo plazo	-
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(154.753,26)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	
Otras entradas, salidas de efectivo	-
Pagos de préstamos	(141.300,17)
Financiación por préstamos a largo plazo	4.430.838,37
EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	4.289.538,20
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	405.681,84
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	1.795.318,96
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO	2.201.000,80

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Balance General y Estado de Pérdidas y Ganancias							
CARTIMEX S.A.							
Estados Financieros							
(Miles de US\$)	dic.-13	dic.-14	dic.-15	dic.-16	oct.-17	dic.-17	oct.-18
BALANCE GENERAL							
Efectivo y Equivalentes	2.537	2.491	1.165	1.410	1.332	1.795	2.201
Cuentas por cobrar comerciales	10.667	12.590	9.296	10.878	13.218	12.593	18.300
Cuentas por cobrar Compañías Relacionadas	899	4.800	5.602	8.098	6.685	9.022	4.291
Otras Cuentas por cobrar	9.412	9.947	5.694	10.222	6.309	7.856	4.747
Inventario	17.195	14.860	13.343	11.066	14.294	12.180	20.281
Pagos Anticipados	854	412	171	139	2.559	158	3.255
Total Activo Circuante	41.563	45.100	35.271	41.812	44.397	43.605	53.075
Propiedades y Equipo	4.350	4.437	4.197	3.896	4.152	4.640	4.404
Activos Intangibles	231	231	231	231	328	230	230
Otros Activos	1.042	1.293	1.392	909	802	316	251
Inversiones Permanentes	-	-	-	235	236	270	198
Cuentas por cobrar a largo plazo	-	-	-	-	-	-	1.853,74
Total Activo No Corriente	5.624	5.961	5.819	5.270	5.518	5.457	6.937
ACTIVO TOTAL	47.186	51.061	41.090	47.082	49.914	49.062	60.011
Obligaciones Financieras	3.882	6.676	5.942	9.053	7.659	10.802	4.378
Proveedores	19.972	24.831	26.376	28.346	29.931	26.291	35.262
Cuentas por pagar relacionadas	6.137	4.058	193	193	193	3.805	193
Pasivos Acumulados	2.826	2.612	1.452	1.474	1.862	1.334	2.139
Porción corriente deuda largo plazo	1.912	-	-	-	-	-	-
Total Pasivo Corriente	34.729	38.176	33.963	39.068	39.645	42.232	41.972
Préstamos y Obligaciones Financieras	1.401	2.150	1.879	2.698	4.154	999	11.742
Total Pasivo No Corriente	1.401	2.150	1.879	2.698	4.154	999	11.742
TOTAL PASIVO	36.130	40.326	35.842	41.765	43.799	43.230	53.714
Capital Social	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894
Aportes para Futuras Capitalizaciones	42	42	42	42	42	-	-
Reserva legal	830	935	1.067	1.067	1.067	1.112	1.112
Superávit por fusión	110	110	110	110	110	110	-
Resultados Acumulados	4.777	4.084	(622)	(236)	(171)	(217)	(193)
Resultados Acumulados por adopción por primera vez †	352	352	371	371	371	371	264
Utilidad del Ejercicio	1.050	1.317	386	69	802	561	1.220
TOTAL PATRIMONIO	11.056	10.735	5.248	5.317	6.115	5.831	6.297
Deuda Financiera	5.283	8.825	7.821	11.751	11.813	11.800	16.120
Corto Plazo	3.882	6.676	5.942	9.053	7.659	10.802	4.378
Largo Plazo	1.401	2.150	1.879	2.698	4.154	999	11.742
ESTADO DE RESULTADOS							
Ventas Netas	95.712	107.177	81.594	51.880	45.408	61.219	69.406
(-)Costo de Ventas	77.910	87.170	64.690	40.170	35.122	48.820	56.072
Utilidad Bruta	17.803	20.007	16.904	11.710	10.286	12.399	13.334
(-)Gastos Operacionales	13.531	15.370	14.703	9.833	8.205	10.404	11.042
Resultado de Operación	4.271	4.637	2.201	1.876	2.081	1.995	2.292
Gastos Financieros, neto	2.104	2.277	2.165	1.900	1.360	1.946	1.203
Otros ingresos (egresos), neto	18	127	1.113	693	81	883	131
Participación Trabajadores	328	373	-	-	-	-	-
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	1.857	2.113	1.148	669	802	931	1.220
Impuesto a la Renta	808	796	763	600	-	370	-
Resultado Integral del Año	1.050	1.317	386	69	802	561	1.220

Fuente: CARTIMEX S.A./ Elaboración: PCR

Indicadores							
CARTIMEX S.A.	dic.-13	dic.-14	dic.-15	dic.-16	oct.-17	dic.-17	oct.-18
Márgenes							
Costo de Ventas/ Ingresos	81,40%	81,33%	79,28%	77,43%	77,35%	79,75%	80,79%
Margen Bruto	18,60%	18,67%	20,72%	22,57%	22,65%	20,25%	19,21%
Gastos Operacionales/Ingresos	14,14%	14,34%	18,02%	18,95%	18,07%	17,00%	15,91%
Margen Operacional	4,46%	4,33%	2,70%	3,62%	4,58%	3,26%	3,30%
Gastos Financieros/Ingresos	2,20%	2,12%	2,65%	3,66%	2,99%	3,18%	1,73%
Margen Neto	1,10%	1,23%	0,47%	0,13%	1,77%	0,92%	1,76%
Margen EBITDA	4,93%	4,79%	3,63%	4,77%	5,58%	4,18%	3,91%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	450	494	758	601	451	567	419
EBITDA acumulado	4.721	5.131	2.958	2.477	2.532	2.561	2.711
EBITDA (12 meses)	4.721	5.131	2.958	2.477	3.038	2.561	3.253
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,24	2,25	1,37	1,30	1,86	1,32	2,25
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	1,22	0,77	0,50	0,27	0,40	0,24	0,74
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,89	0,58	0,38	0,21	0,26	0,22	0,20
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,13	0,13	0,08	0,06	0,07	0,06	0,06
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,96	0,95	0,95	0,94	0,91	0,98	0,78
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,15	0,22	0,22	0,28	0,27	0,27	0,30
Deuda Financiera / Patrimonio	0,48	0,82	1,49	2,21	1,93	2,02	2,56
Deuda Financiera CP / Deuda Total	0,73	0,76	0,76	0,77	0,65	0,92	0,27
Pasivo Total / Patrimonio	3,27	3,76	6,83	7,86	7,16	7,41	8,53
Pasivo Total / Capital Social	9,28	10,36	9,20	10,72	11,25	11,10	13,79
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1,12	1,72	2,64	4,74	3,89	4,61	4,95
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,65	7,86	12,12	16,86	14,42	16,88	16,51
Rentabilidad (%)							
ROA (12 meses)	2,22%	2,58%	0,94%	0,15%	1,61%	1,14%	2,03%
ROE (12 meses)	9,49%	12,27%	7,35%	1,30%	13,12%	9,62%	19,37%
Liquidez							
Liquidez General	1,20	1,18	1,04	1,07	1,12	1,03	1,26
Prueba Ácida	0,70	0,79	0,65	0,79	0,76	0,74	0,78
Capital de Trabajo	6.833	6.924	1.308	2.744	4.752	1.373	11.102
Flujo de efectivo/Deuda de corto plazo	0,64	0,37	0,20	0,16	0,17	0,17	0,50
Rotación							
Días de cuentas por cobrar	40	42	41	75	87	74	79
Días de cuentas por pagar	92	103	147	254	256	194	189
Días de inventario	79	61	74	99	122	90	109
Ciclo de conversión de efectivo	27	1	(32)	(79)	(46)	(30)	(1)
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	1.358	(1.021)	136	(3.160)	390	1.332	(3.729)
Flujo de Inversión	(195)	(442)	(464)	(84)	(548)	(866)	(155)
Flujo de Financiamiento	(826)	1.417	(997)	3.489	80	(80)	4.290
Saldo al Inicio del Periodo	2.157	2.537	2.491	1.165	1.410	1.410	1.795
Saldo al Final del Periodo	2.495	2.491	1.165	1.410	1.332	1.795	2.201

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
PCR Pacific Credit Rating



Karla Torres Reyes
Analista