

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO- CARVAGU S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 014/2026, del 30 de enero de 2026

Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2025

Analista: Ing. Adriana Espin

analista3@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

CARVAGU S.A. Es una empresa ecuatoriana que se dedica a la investigación, elaboración y distribución de productos naturales que contribuyen a mejorar la calidad de vida de las personas. Mantiene su liderazgo en ventas en la categoría de Suplementos Alimenticios y Medicina Natural en el Ecuador.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451 emitida el 24 de noviembre de 2021

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 014/2026, del 30 de enero de 2026, decidió otorgar la calificación de **"AAA-" (Triple A menos)** a la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. por un monto de diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

Categoría AAA: "Corresponde a los valores cuya evaluación de emisores, y garantes en caso de haberlos, determina una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, con una capacidad suficiente para responder, incluso ante circunstancias exógenas".

A las categorías se pueden asignar los signos (+) o (–) para indicar su posición relativa dentro de la misma categoría. La gradación de las categorías de calificación deberá realizarse conforme a los criterios que se establezcan en la metodología de calificación.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y, por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CARVAGU S.A., tiene su giro de negocio en la venta de productos farmacéuticos, naturales, suplementos alimenticios y cosméticos de calidad, creados a través de la investigación, innovación y tecnología, con infraestructura adecuada y personal altamente calificado.
- Los productos elaborados en los laboratorios de CARVAGU S.A. se comercializan tanto en el mercado nacional como en el extranjero. La empresa cerró, al 30 de noviembre de 2025, con un 23,09% en ventas al exterior; mientras que, las ventas locales se ubicaron en un 76,18% de las ventas totales y ventas por prestación de servicios representaron el 0,73%.

- CARVAGU S.A. posee un laboratorio dotado de tecnología del más alto nivel, con base en los lineamientos de BPM (Buenas Prácticas de Manufactura) y con altos estándares de calidad a lo largo de los procesos de producción en él realizados, además cuenta con tres plantas industriales, en la vía a la Costa (línea farmacéutica natural), en Pascuales (línea cosmética) y en Chongón (suplementos alimenticios). Lo que contribuye a que la compañía elabore productos confiables y de verificada efectividad, que compiten directamente con los productos de otras empresas conocidas dentro del sector farmacéutico.
- Los principales ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual se desenvuelve CARVAGU S.A., lo que representa una ventaja competitiva en el know how del negocio.
- Los ingresos pasaron de USD 13,47 millones en el año 2023 a USD 13,95 millones en el año 2024, incremento que obedece a mayores ventas en la línea de “suplemento” tanto en términos absolutos como en volumen. En el análisis interanual, los ingresos operacionales aumentaron de USD 12,61 millones en noviembre de 2024 a USD 15,84 millones en noviembre de 2025, evidenciando un crecimiento del 25,59%. Este desempeño positivo estuvo impulsado por un mayor dinamismo comercial en las líneas de negocio “Cosmético”, “Natural”, “Suplemento” y “Farmacéuticos”.
- Los ingresos ordinarios fueron suficientes para cubrir de forma adecuada los costos y gastos operativos durante el período analizado, excepto en 2023, cuando se registró una pérdida. Esto resultó en una utilidad operativa que representó el 25,14% de los ingresos en 2021, un 24,24% en 2022 y un 22,79% en diciembre de 2024. Para noviembre de 2025, la utilidad operativa registró el 27,98% de los ingresos; mientras que, en el mismo mes de 2024 fue del 22,26%. Este incremento obedece a una gestión más eficiente de los costos operativos y al crecimiento sostenido de los ingresos, reflejando una mejora en la rentabilidad del negocio principal.
- Durante el período analizado, la utilidad neta de la compañía evidenció una evolución variable, influenciada principalmente por ingresos no recurrentes y cambios en la estructura de costos financieros. En diciembre de 2023, la utilidad neta se ubicó en 15,44% sobre los ingresos, superior al 4,07% reportado en 2022, impulsada por ingresos extraordinarios por USD 15,03 millones derivados de la venta de propiedades de inversión. No obstante, al cierre de 2024, dicho indicador descendió significativamente hasta representar el 0,66% de los ingresos, reflejando la ausencia de ingresos no operacionales relevantes. En noviembre de 2025, la utilidad antes de impuestos representó el 11,84% de los ingresos, frente al 3,40% registrado en noviembre de 2024, lo que equivale a un aumento del 337,27%, comportamiento que obedece al aumento en los ingresos operacionales y un manejo más eficiente de sus costos.
- Durante el período analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, siempre mayor a 1, excepto en el año 2023 cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo. Al 30 de noviembre de 2025, el EBITDA (acumulado) significó el 32,61% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros fue de 2,09 veces.
- A diciembre de 2024, el total de activos ascendió a USD 51,71 millones, reflejando un crecimiento frente a lo reportado en su similar de 2023 (USD 48,69 millones), lo que estuvo impulsado principalmente por el incremento en cuentas por cobrar a clientes e inventarios. Para noviembre de 2025, los activos cierran en USD 64,74 millones, monto superior en 25,18% frente a lo registrado en diciembre de 2024, comportamiento dado por mayores anticipos a proveedores, inventarios, cuentas por cobrar clientes, entre otros.
- Al 30 de noviembre de 2025, la cartera por vencer junto con la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 68,40% del total de la cartera (74,50% en diciembre de 2024). Por su parte, la cartera vencida con más de 30 días alcanzó el 31,60%, porcentaje superior respecto al 25,50% registrado en diciembre de 2024. En este último corte (noviembre de 2025), la estructura de la cartera muestra un ligero deterioro frente al año 2024 incrementando la probabilidad de un posible riesgo de incobrabilidad.
- Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el año 2022, 74,97% en diciembre de 2023, 76,26% en diciembre de 2024 y 50,30% en noviembre de 2025, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último período fondeó el 43,45% de los activos (51,54% en diciembre de 2024).
- El patrimonio registró un financiamiento relativamente estable sobre los activos, manteniéndose dentro de un rango del 20% hasta el año 2024; es así que, pasaron de financiar un 22,86% en diciembre de 2022, a un 25,03% en diciembre de 2023 y 23,74% en diciembre de 2024. Para noviembre de 2025, esta relación se incrementó a 49,70%, impulsada por el registro de aportes para futura capitalización por USD 17,27 millones, junto con un aumento en las ganancias acumuladas y resultado del ejercicio.

- El capital social no mostró ninguna variación en términos absolutos durante el periodo analizado (USD 2,10 millones), y financió el 3,24% de los activos en noviembre de 2025 (4,06% en diciembre de 2024).
- El indicador de pasivo total sobre patrimonio se mantuvo por encima de 3 veces durante los períodos anuales (3,21 veces en diciembre de 2024); no obstante, para noviembre de 2025, éste descendió a 1,01 veces, comportamiento que refleja una disminución en el apalancamiento financiero y evidencia que, si bien la compañía ha financiado históricamente sus operaciones principalmente con recursos de terceros, en el último periodo se observa un aumento de la participación de capital propio en la estructura de financiamiento.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 1,80 veces, lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 07 de septiembre de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 10'000.000,00.
- Mediante escritura pública, de fecha 20 de septiembre de 2021, CARVAGU S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.
- Con fecha 17 de diciembre de 2021, METROVALORES Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 08 de febrero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 10,00 millones).
- Al 30 de noviembre de 2025, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 1,13 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna el respectivo dividendo.
- La Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos 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.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ❖ Al 30 de noviembre de 2025, el emisor cumplió con los resguardos mencionados.
- La compañía CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante la vigencia de esta Emisión, los siguientes resguardos adicionales:
 - ✓ Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior.
 - ✓ No disminuir la Cuenta por Pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión.
 - ✓ Toda vez que se apruebe la Emisión, constituir una Fianza Solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5'000.000.00
 - ❖ Al 30 de noviembre de 2025, la compañía cumplió con los resguardos mencionados.
- CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento anual referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2024, la compañía cumplió con el resguardo mencionado.
- Con fecha 30 de noviembre de 2025, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 21,57 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 17,26 millones. Dicho valor, genera una cobertura de 15,34 veces sobre el saldo de la emisión; determinando de esta manera que, la Segunda Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron, según como fueron establecidas, una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Las cifras a

noviembre de 2025 fueron comparadas con las proyecciones a diciembre de 2025, haciendo la calificadora constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos y la industria en general.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Demoras en los procesos internos de desaduanización de las entidades del estado, de los productos importados por la compañía podría generar a su vez retrasos en la entrega de productos a los clientes.
- Ingreso de productos importados con similares características y con menores precios
- Cambios en regulaciones jurídicas o sanitarias que puedan afectar los productos de CARVAGU S.A. o su operación
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los productos farmacéuticos.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con CARVAGU S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Los actuales conflictos geopolíticos, incluyendo la guerra entre Rusia y Ucrania, así como las tensiones en Medio Oriente, representan un riesgo externo para el sector industrial del Ecuador, al generar interrupciones en las cadenas de suministro globales y presionar al alza los precios de materias primas estratégicas. Estas condiciones podrían traducirse en mayores costos de producción, retrasos logísticos e inestabilidad en los mercados internacionales, afectando la competitividad y planificación operativa de las industrias locales.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial y obligan al cierre de puntos de venta.
- Debido a la crisis energética que enfrentó el Ecuador hasta diciembre de 2024, el sector comercial se vio afectado en varios aspectos como: el aumento de sus costos operativos, impacto en la cadena de suministros y un posible cambio en los hábitos de consumo. Lo mencionado podría afectar los resultados del sector empresarial en general, en caso de que la crisis energética se reanude.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia, resulta importante señalar que, los activos que respaldan la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo son los activos libres de gravamen consistentes en cuentas por cobrar comerciales y otras, e inventarios, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar comerciales que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con las pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a cuentas por cobrar comerciales que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

La empresa registró dentro de la garantía general, al 30 de noviembre de 2025, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Cabe mencionar que, la compañía certificó que, las cuentas por cobrar que respaldan la emisión no incluyen cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Actas de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión
- Prospecto de oferta pública.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2021, 2022, 2023 y 2024 de CARVAGU S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 30 de noviembre de 2024 y al 30 de noviembre de 2025.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- Cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes;
- Provisión de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión;
- Posición relativa de la garantía general frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos;
- Capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones, tanto autorizadas como actuales, del emisor y las condiciones del mercado;
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación;
- Conformación accionaria y presencia bursátil;
- Consideración de los riesgos previsibles en el futuro, en escenarios económicos y legales desfavorables;
- Consideración de riesgos inherentes cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a compañías vinculadas;
- Consideración de los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados; y,
- Cuando exista garantía específica, incluir la evaluación de al menos su capacidad de ser ejecutada y de cubrir las obligaciones en caso de incumplimiento.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante.
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor.
- Estructura administrativa y gerencial.
- Posicionamiento del valor en el mercado.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que, CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que

circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que, esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 07 de septiembre de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 10'000.000,00.

Mediante escritura pública, de fecha 20 de septiembre de 2021, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.

CUADRO 1: EMISIÓN DE OBLIGACIONES

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CARVAGU S.A.					
Emisor	CARVAGU S.A.				
Capital a Emitir	USD 10'000.000,00				
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Tipo de Emisión	Desmaterializada, con valor nominal múltiplo de USD 1,00.				
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.				
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.				
Tipo de Oferta	Pública				
Monto	El monto colocado por cada Clase será de acuerdo a la solicitud del Mercado, al momento de la colocación de la emisión.				
Clase, plazo, tasa		Clase	Plazo	Tasa de Interés	
		Clase A	1,080 días	Fija anual del 6,00%	
		Clase B	1,440 días	Fija anual del 6,50%	
		Clase C	1,800 días	Fija anual del 7,00%	
Agente Estructurador y colocador	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.				
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)				
Tipo de Garantía	Garantía General conforme lo dispone el art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Destino de los recursos	Un 70%, para cancelar pasivos con costo reduciendo cargas financieras, y con el 30% restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa (materias primas), pago a proveedores, pago de impuestos, pago de sueldos y salarios y pago a empresas y personas no vinculadas.				
Fecha de la Emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de cada clase.				
Representante de Obligacionistas	Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A.				
Pago Intereses	Cada 180 días				
Forma de Cálculo	Base comercial 30/360				
Amortización de Capital	Clase A: El capital se pagará en 4 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase B: El capital se pagará en 6 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase C: El capital se pagará en 8 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días.				
Sistema de Colocación	Bursátil				
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: - Los activos reales sobre los pasivos 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. - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. - Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				

Resguardo Adicional	Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior. No disminuir la Cuenta por Pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión. Toda vez que se apruebe la Emisión, constituir una Fianza Solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5'000,000.00.
Límite de Endeudamiento	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), la compañía CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento anual referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Fuente: Acta General Extraordinaria y Universal de Accionista / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses de la Segunda Emisión de Obligaciones:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A						
Periodo	Vencimiento	Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
17/12/2021	-	-	-	135	135	7.000
17/06/2022	1	180	-	210	210	7.000
17/12/2022	2	180	1125	210	1.335	5.875
17/06/2023	3	180	1750	176	1.926	4.125
17/12/2023	4	180	1750	124	1.874	2.375
17/06/2024	5	180	1750	71	1.821	625
17/12/2024	6	180	625	19	644	-
Total		1080	7.000	945	7.945	

CLASE C						
Periodo	Vencimiento	Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
8/12/2021	-	-	-	-	-	3.000
8/6/2022	1	180	-	105	105	3.000
8/12/2022	2	180	-	105	105	3.000
8/6/2023	3	180	375	105	480	2.625
8/12/2023	4	180	375	92	467	2.250
8/6/2024	5	180	375	79	454	1.875
8/12/2024	6	180	375	66	441	1.500
8/6/2025	7	180	375	53	428	1.125
8/12/2025	8	180	375	39	414	750
8/6/2026	9	180	375	26	401	375
8/12/2026	10	180	375	13	388	-
Total		1800	3.000	683	3.683	

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2025)

Con fecha 24 de noviembre de 2021, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la II Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 10'000.000,00, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 01 de diciembre de 2021. Determinando, además que, el plazo de oferta pública de dicha emisión venció el 24 de agosto de 2024.

Colocación de los Valores

Con fecha 17 de diciembre de 2021, METROVALORES Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 08 de febrero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 10,00 millones).

Saldo de Capital

Al 30 de noviembre de 2025, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 1,13 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna el respectivo dividendo.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- Los activos reales sobre los pasivos 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.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

✓ Al 30 de noviembre de 2025, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que, el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Resguardo Adicional

- Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior.
- No disminuir la Cuenta por Pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión.
- Toda vez que se apruebe la Emisión, constituir una Fianza Solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5'000,000.00.

✓ Al 30 de noviembre de 2025, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.

Límite de Endeudamiento

Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), la compañía CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento **anual** referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

✓ Al 31 de diciembre de 2024 el emisor cumplió con el límite de endeudamiento.

En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	dic-24	nov-25	Cumple
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,95	Sí
Activos depurados / Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	-	2,51	Sí
Pasivos afectos al pago de intereses / Activos totales	Hasta el 80%	51,54%	-	Sí

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por CARVAGU S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, al 30 de noviembre de 2025, el activo total de la compañía alcanzó la suma de USD 64,74 millones, de los cuales el 72,22% corresponde a activos libres de gravamen de acuerdo con el siguiente detalle:

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN. NOVIEMBRE 2025

	Libres	%
Disponibles	1.349.555	2,89%
Exigibles	6.088.954	13,02%
Realizables	24.115.646	51,59%
Otros activos	15.194.857	32,50%
TOTAL	46.749.012	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de noviembre de 2025, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que, la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2025, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 21,57 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 17,26 millones. Dicho valor, genera una cobertura de 15,34 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente, se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que, para el 30 de noviembre de 2025, los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 3,45 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

¹ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (NOVIEMBRE 2025)

Descripción	USD
Total Activos	64.735.252
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	959.763
(-) Activos Gravados	17.986.240
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	233.557
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	12.436.020
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	11.546.808
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	21.572.864
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	17.258.291
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	1.125.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	19,18
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	15,34

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de noviembre de 2025, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que, el monto en circulación en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,08 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de noviembre de 2025, la empresa ha otorgado garantías por USD 17,99 millones; lo cual determina que, la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 46,75 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan, de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, además del monto en circulación como aceptante de facturas comerciales negociables, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio. De excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que, el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación representa el 21,07% del 200% del patrimonio, al 30 de noviembre de 2025, y el 42,15% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO. NOVIEMBRE 2025⁷

Descripción	USD
Patrimonio	32.174.381
200% del Patrimonio	64.348.763
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	1.125.000
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	3.633.520
Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	6.302.500
Primer Programa de Papel Comercial	2.500.000
Total Emisiones Vigentes	13.561.020
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	21,07%
Saldo Emisiones / Patrimonio	42,15%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁴ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁶ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

⁷ Según lo reportado por la compañía, “Carvagu S.A.” no registra en sus EEFF facturas comerciales negociables como aceptante.

Proyecciones del Emisor

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	16.017.375	16.818.244	17.659.156	18.542.114	19.469.220	20.442.681
Costo de ventas	5.087.145	5.341.503	5.608.578	5.889.007	6.183.457	6.492.630
Utilidad bruta	10.930.230	11.476.742	12.050.579	12.653.108	13.285.763	13.950.051
Gastos operacionales	6.657.465	6.990.338	7.339.855	7.706.848	8.092.190	8.496.800
Depreciación y amortización	164.662	172.896	181.540	190.617	200.148	210.156
Utilidad operativa	4.108.103	4.313.508	4.529.183	4.755.643	4.993.425	5.243.096
Gastos financieros	2.313.558	2.429.236	2.550.698	2.678.233	2.812.145	2.952.752
Otros ingresos	304.654	323.530	348.727	370.338	370.338	370.338
Otros egresos	518.456	544.379	571.598	600.177	630.186	661.696
Utilidad antes de impuestos	1.580.743	1.663.423	1.755.615	1.847.570	1.921.432	1.998.986
Participación trabajadores	237.111	249.513	263.342	277.135	288.215	299.848
Impuesto a la renta	335.908	353.477	373.068	392.609	408.304	424.785
Utilidad neta	1.007.723	1.060.432	1.119.204	1.177.826	1.224.913	1.274.354

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

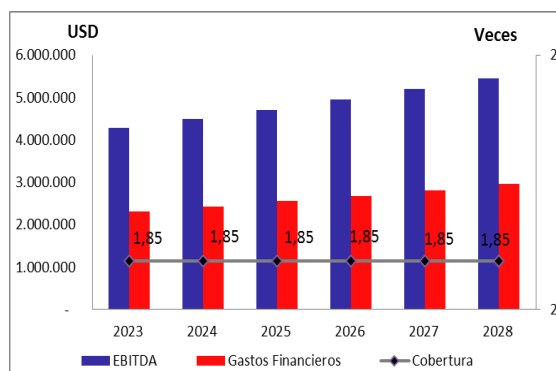
La estructuración financiera prevé un aumento del 12,00% en ventas para el año 2023, en comparación con el ejercicio previo de 2022. Posteriormente, para los años siguientes (2024-2028) se espera una tasa de crecimiento del 5,00%. Por su parte, los costos de ventas representarían el 31,76% de los ingresos durante todo el periodo proyectado (2023-2028), lo que generaría un margen bruto que representaría en promedio el 68,24% del total de ingresos.

Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojaría una utilidad operacional constante positiva en los años proyectados, misma que representaría (2023-2028) el 25,65% de los ingresos. Por su parte los gastos financieros reflejarían un comportamiento estable que no sobrepasaría el 14,44% sobre el total de ingresos durante los periodos proyectados.

Una vez descontados los rubros de otros ingresos y egresos, el impuesto a la renta y participación a trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que significaría el 6,29% de los ingresos en el año 2023 y un 6,23% al cierre del año 2028.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo, una cobertura constante de 1,85 veces durante el periodo proyectado, denotándose que el emisor gozaría en todos los ejercicios económicos analizados de una capacidad de pago adecuada.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador que relaciona el EBITDA/Pago Deuda Total, demostró una relación de 0,20 veces a diciembre de 2023, y para 2028 de 5,11 veces. Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Pago Deuda Total, significaría 1,07 veces en 2023 y 1,62 veces en diciembre de 2028.

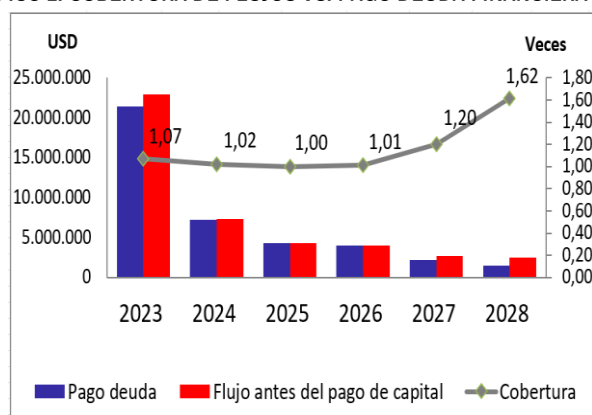
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia considera las actividades de operación, el mismo que parte de cobros a clientes, y sigue con los pagos a proveedores, pagos operativos y otros cobros y pagos. Posteriormente está el flujo correspondiente a actividades de inversión en donde, a partir del año 2024 no se evidencia movimientos generados por actividades de inversión y, finalmente, está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de la emisión y sus respectivas cancelaciones, además de préstamos bancarios y sus correspondientes pagos. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones.

CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Cobros a Clientes en Efectivo	7.667.975	8.951.215	9.398.776	9.868.715	10.362.151	10.880.258
Cuentas por Cobrar (1 a 90 días)	6.596.477	7.826.142	8.217.449	8.628.322	9.059.738	9.512.725
Cuentas por Cobrar (91 a 120 días)	37.369	40.154	42.161	44.269	46.483	48.807
Pagos a Proveedores (Bienes y Servicios)	(9.121.852)	(5.341.503)	(5.608.578)	(5.889.007)	(6.183.457)	(6.492.630)
Pagos Operativos (Empleados)	(5.914.149)	(9.592.470)	(10.072.093)	(10.575.698)	(11.104.483)	(11.659.707)
Otros Pagos por Actividades de Operación	(7.114.528)	(544.379)	(571.598)	(600.177)	(630.186)	(661.696)
Otros Cobros por Actividades de Operación	15.377.688	323.530	348.727	370.338	370.338	370.338
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	7.528.980	1.662.689	1.754.844	1.846.762	1.920.584	1.998.095
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Ingresos/Egresos por Venta de Propiedad, Planta y Equipo	(371.634)	-	-	-	-	-
Inversiones Temporales (Pólizas de Acumulación)	2.453.900	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	2.082.266	-	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Ingresos 3era. Emisión de Obligaciones	5.000.000	-	-	-	-	-
Ingresos Prést. Bancarios u Otros Financiamientos	6.633.900	4.200.000	2.400.000	2.200.000	700.000	-
Pagos Prést. Bancarios u Otros Financiamientos	(16.626.702)	(2.200.000)	(1.270.000)	(1.171.000)	(1.148.000)	(1.068.000)
Pagos Capital 2da. Emisión Clase A	(3.500.000)	(3.500.000)	-	-	-	-
Pagos Interés 2da. Emisión Clase A	(367.500)	(157.500)	-	-	-	-
Pagos Capital 2da. Emisión Clase C	(750.000)	(750.000)	(750.000)	(750.000)	-	-
Pagos Interés 2da. Emisión Clase C	(196.875)	(144.375)	(91.875)	(39.375)	-	-
Pagos Capital 3era. Emisión	-	-	(1.805.000)	(1.805.000)	(972.333)	(417.667)
Pagos Interés 3era. Emisión	-	(425.000)	(387.165)	(235.825)	(101.152)	(28.223)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	(9.807.177)	(2.976.875)	(1.904.040)	(1.801.200)	(1.521.485)	(1.513.890)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	-	-	-	-	-	-
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	(195.931)	(1.314.186)	(149.196)	45.562	399.099	484.205
Saldo inicial de efectivo	1.662.443	1.466.512	152.326	3.130	48.692	447.791
SALDO DE EFECTIVO AL FIN DEL AÑO	1.466.512	152.326	3.130	48.692	447.791	931.996

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La rentabilidad esperada, medida por la utilidad neta/ventas, arrojaría resultados positivos a lo largo de los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando la variable “ventas” del estado de resultados, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es una contracción del 6,00% para el periodo 2023-2028. Con este condicionamiento se evidenció que la compañía continuaría generando una utilidad al final de cada periodo positivo. Por su parte, al flujo de efectivo se afectó los cobros a clientes en efectivo con una disminución del 0,01% durante el periodo (2023-2028). Cabe mencionar que, esta afectación generaría flujos de efectivo positivos durante el periodo proyectado.

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos	14.645.795	15.378.085	16.146.989	16.954.339	17.802.056
Costo de Ventas	4.651.529	4.884.106	5.128.311	5.384.726	5.653.963
Utilidad Bruta	9.994.266	10.493.979	11.018.678	11.569.612	12.148.093
Gastos Operativos	6.633.106	6.832.099	7.037.062	7.248.174	7.465.619
Utilidad Operacional	3.361.160	3.661.880	3.981.616	4.321.438	4.682.474
Gastos financieros	3.111.963	2.983.088	2.586.349	2.596.181	2.674.066
Otros ingresos / egresos, neto	191.529	197.275	203.193	209.289	215.567
Utilidad Antes de Participaciones e Impuesto a la renta	440.726	876.067	1.598.460	1.934.546	2.223.975
Participación Trabajadores	66.109	131.410	239.769	290.182	333.596
Impuesto a la Renta	93.654	186.164	339.673	411.091	472.595
Utilidad Neta	280.963	558.492	1.019.018	1.233.273	1.417.784

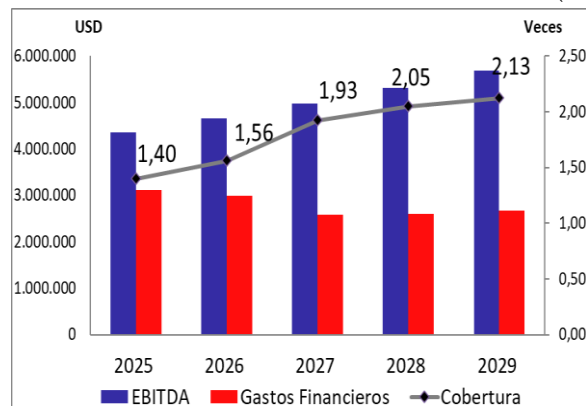
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La estructuración financiera contempla un aumento del 5,00% en las ventas para el año 2025 en comparación con el ejercicio previo de 2024, manteniendo esta misma tasa de crecimiento para los años siguientes (2026-2029). Asimismo, los costos de ventas representarían el 31,76% de los ingresos a lo largo de todo el periodo proyectado (2025-2029). Como resultado, el margen bruto promedio alcanzaría el 68,24% del total de ingresos.

Luego de descontar los gastos operativos, la compañía generaría una utilidad operacional positiva, equivalente en promedio al 24,64% de los ingresos durante el periodo analizado (2025-2029). Por otro lado, los gastos financieros mantendrían un comportamiento descendente, representando en promedio el 17,40% del total de ingresos (2025-2029). Una vez descontados los rubros de otros ingresos y egresos, el impuesto a la renta y participación a trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que significaría el 1,92% de los ingresos en el año 2025 y un 7,96% al cierre del año 2029.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo, una cobertura de 1,40 veces en el año 2025 y de 2,13 veces al cierre del año 2029, denotándose que el emisor gozaría en todos los ejercicios económicos analizados de una capacidad de pago adecuada.

GRÁFICO 3: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador que relaciona el EBITDA/Pago Deuda Total, demostró una relación de 0,60 veces a diciembre de 2025, y para 2029 sería de 1,44 veces. Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Pago Deuda Total, significaría 0,34 veces en 2025 y 0,44 veces en diciembre de 2029.

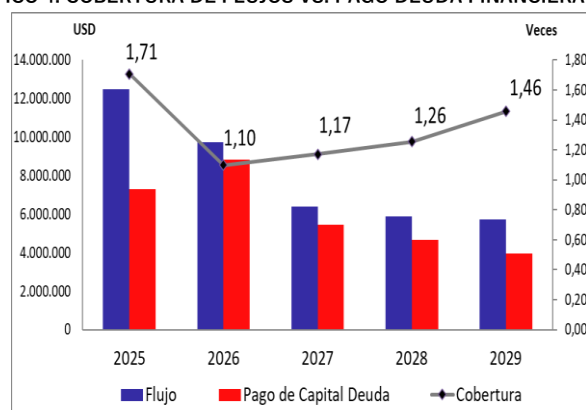
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, en primer lugar, considera las actividades de operación, el cual parte de cobros a clientes y considera variaciones en inventarios, cuentas por pagar, otros activos y otros pasivos. Posteriormente está el flujo de inversión en donde no se evidencia movimientos generados durante el periodo analizado y finalmente el flujo de financiamiento incluye los recursos provenientes de emisiones y sus respectivas cancelaciones, así como los préstamos bancarios y sus pagos correspondientes. Además, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, lo que permitiría a la compañía contar con liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones financieras.

CUADRO 10: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028	2029
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad neta	280.963	558.492	1.019.018	1.233.273	1.417.784
Cambio en cuentas por cobrar neto	(327.183)	(299.942)	(314.939)	(330.686)	(347.220)
Cambio en inventario	(346.593)	(1.244.079)	(411.763)	(700.707)	939.246
Cambio en cuentas por pagar	402.376	266.250	161.229	169.290	(96.216)
Cambio en otros activos	31.510	(211.747)	(639.210)	(671.170)	(1.830.763)
Cambio en otros pasivos	411.990	1.484.067	696.248	731.061	460.568
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	453.063	553.041	510.583	431.061	543.399
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
II Emisión de Obligaciones Pago	(750.000)	(750.000)	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Pago	(1.366.480)	(2.266.480)	(1.367.040)	-	-
I Emisión de Papel Comercial Colocación	2.500.000	-	-	-	-
I Emisión de Papel Comercial Pago	(2.252.872)	(2.252.872)	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Colocación	7.500.000	-	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Pago	(937.500)	(1.875.000)	(1.875.000)	(1.875.000)	(937.500)
Aumento en obligaciones financieras	-	4.000.000	5.000.000	4.500.000	4.000.000
Disminución en obligaciones financieras	(2.000.000)	(1.700.000)	(2.200.000)	(2.800.000)	(3.000.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	2.693.148	(4.844.352)	(442.040)	(175.000)	62.500
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO					
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	3.146.210	-4.291.311	68.543	256.061	605.899
Saldo inicial de efectivo	2.016.076	5.162.286	870.975	939.518	1.195.579
SALDOS AL FIN DEL AÑO	5.162.286	870.975	939.518	1.195.579	1.801.478

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 4: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La rentabilidad esperada, medida por la utilidad neta/ventas, arrojaría resultados positivos a lo largo de los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés sobre el modelo, impactando los ingresos en el estado de resultados para evaluar la capacidad de resistencia de la operación del negocio. Se determinó que, entre 2025 y 2027, el modelo podría soportar una contracción máxima del 1,90%, seguida de un 1,85% en 2028 y un 3,40% en 2029. En el escenario expuesto, se proyectan utilidades netas positivas en todos los periodos analizados, así como flujos netos de efectivo favorables.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se efectuó un análisis comparativo entre el estado de resultados real al cierre de noviembre de 2025 y lo proyectado para diciembre del mismo año. El estudio evidenció que, los ingresos superaron lo presupuestado en un 108,13%, al igual que el costo de ventas, que alcanzó el 104,51%. Como consecuencia, la utilidad bruta registró una ejecución del 109,82%. Tras descontar los gastos operativos, que registraron una ejecución de 98,67%, la compañía obtuvo una utilidad operacional por encima de lo proyectado, con un 131,81%. Finalmente, al deducir los gastos financieros junto con otros ingresos y egresos no operacionales, la utilidad antes de participación e impuestos se ubicó en un 425,42% respecto a lo presupuestado.

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Rubro	Proyectado	Real	Avance
	IV TRIM 2025	nov-25	
Ingresos	14.645.795	15.836.442	108,13%
Costos	4.651.529	4.861.193	104,51%
Utilidad Bruta	9.994.266	10.975.249	109,82%
Gastos Operacionales	6.633.106	6.544.921	98,67%
Utilidad Operacional	3.361.160	4.430.329	131,81%
Gastos Financieros	3.111.963	2.474.238	79,51%
Otros ingresos/egresos	191.529	(81.164)	-42,38%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	440.726	1.874.926	425,42%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de noviembre de 2025, registró un flujo procedente de actividades de operación por un valor de USD 0,71 millones; además, registró flujo procedente de actividades de financiamiento por un valor de USD -1,41 millones, lo que generó un flujo de efectivo y equivalentes al final del periodo, de USD 1,35 millones, monto que significó el 8,52% de los ingresos y el 2,08% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró ligeramente su proyección de crecimiento del PIB de Ecuador para 2025, elevándola de 1,7% a 3,2%. El Banco Mundial mantiene una perspectiva optimista para 2025, estimando un rebote con un crecimiento cercano al 2,3%. Por su parte, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta una recuperación económica más robusta, con un crecimiento del PIB para 2025 superior al 3,8%.⁸ Las cifras del FMI y del Banco Mundial, coinciden en una tendencia de recuperación tras la recesión del 2024, mientras que el BCE mantiene expectativas más elevadas, lo que sugiere una posible revisión al alza conforme avance el año.

Para Estados Unidos, el FMI proyecta un crecimiento de 2% para el año 2025 y 2,1% para el año 2026. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2025 y 1,1% para el año 2026), mientras que las economías emergentes y en desarrollo de Asia (China e India) continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo a nivel global, con un crecimiento previsto del 4,08% para el año 2025 y 4,2% en el año 2026.⁹ Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,5% para el año 2025.¹⁰

Ecuador enfrenta un conjunto de desafíos que limitan sus perspectivas de crecimiento económico. Entre los más relevantes están la volatilidad de los precios del petróleo y las materias primas, factores críticos para una economía dependiente de los hidrocarburos, además de unas condiciones de financiamiento externo más estrictas que elevan los costos de acceso al crédito internacional. La seguridad interna se destaca también como factor de riesgo: el país registró en 2024 uno de los mayores deterioros regionales en el índice de paz (puesto 130 en el GPI, puntaje 2.572), y desafíos de gobernanza agregan presión al ambiente de inversión y crecimiento. Según el FMI, Ecuador proyecta un crecimiento del PIB real de 3,2% en 2025, pero ese dinamismo está condicionado a la implementación de reformas estructurales, a la mejora de la seguridad, al fortalecimiento del sistema energético y a la estabilidad de los mercados externos. En este contexto, riesgos como la guerra comercial global o las condiciones de mercado en China siguen presentes como factores externos, pero las prioridades más inmediatas para Ecuador se concentran en su entorno nacional (mejora de la institucionalidad, la diversificación del crecimiento y el manejo de vulnerabilidades externas).

Por otro lado, en un contexto donde persisten las tensiones arancelarias impulsadas por la administración de Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) advierte que, pese a una reciente relajación parcial de esos aranceles, los riesgos para las economías globales siguen latentes. El organismo elevó su proyección de crecimiento mundial para 2025 al 3%, desde el 2,8% estimado en abril, pero subraya que la continua incertidumbre sobre la política comercial y los shocks arancelarios podrían frenar el intercambio internacional y encarecer los precios al consumidor.¹¹ En cuanto a los precios internacionales, se mantiene la expectativa de que continúen a la baja durante 2025, lo que afectará negativamente a países exportadores como Ecuador, al reducir sus ingresos fiscales derivados del petróleo.¹² El FMI prevé una caída del precio del petróleo en torno al 16%, mientras que anticipa un incremento del 23% en los precios del gas natural, impulsado por una demanda mayor por condiciones más frías y posibles interrupciones del suministro ruso.¹³

La caída del precio del petróleo perjudicaría a países como Ecuador, debido a que las exportaciones de crudo financian parte de su Presupuesto General del Estado y enteramente la importación de combustibles.

Por su parte, la guerra arancelaria sigue planteando interrogantes sobre lo que ocurrirá con el dólar. No obstante, hasta el momento el dólar se ha debilitado. Las razones están relacionadas con un aumento de la aversión al riesgo, temores sobre los cambios arancelarios y proyecciones de menos crecimiento para la economía de Estados Unidos. El FMI advierte que una depreciación desordenada y considerable del dólar estadounidense podría conducir a una mayor volatilidad en los mercados financieros.

⁸ Economía de Ecuador creció 4,3% en segundo trimestre del 2025 | Economía | Noticias | El Universo

⁹ <https://www.aa.com.tr/en/economy/imf-raises-global-growth-forecast-to-32-for-2025/3717126>

¹⁰ <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/c50bc3c87bc2666b9e5fa6699b0b2849-0050012025/related/GEP-Jan-2025-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

¹¹ https://www.aljazeera.com/economy/2025/7/29/imf-nudges-up-2025-growth-forecast-but-says-tariff-risks-still-dog-outlook?utm_source=https://mexicobusiness.news/policyandeconomy/news/imf-raises-2025-global-growth-forecast-despite-tariff-tensions?utm_source=

¹² https://www.primicias.ec/economia/petroleo-dolar-impacto-guerra-aranceles-fmi-94524/?utm_source=

¹³ <https://www.primicias.ec/economia/petroleo-dolar-impacto-guerra-aranceles-fmi-94524>

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en noviembre de 2025 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 12: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD) 2024	124.676	Variación anual PIB (t/t-4) año 2024	-2,0%
Deuda Pública Total / PIB (septiembre/2025)	46,77%	Inflación mensual (noviembre - 2025)	-0,44%
Balanza Comercial Total (millones USD) sept 2025	4.690,7 (Superávit)	Inflación anual (noviembre - 2025)	1,05%
Reservas Internacionales (millones USD octubre 2025)	9.324,8	Inflación acumulada (noviembre - 2025)	2,06%
Riesgo país, 07 de diciembre de 2025 (puntos)	551	Remesas (millones USD) II T 2025	2.000,47
Precio Barril Petróleo WTI (USD nov. 2025)	58,55	Tasa de Desempleo nacional (octubre - 2025)	3,21%

Fuente: Banco Central del Ecuador - Ministerio de Finanzas - INEC / Elaboración: Class International Rating

A diciembre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) nominal de Ecuador alcanzó aproximadamente USD 124.676 millones, registrando una contracción anual del 2,0 % respecto al año anterior (USD 121.147 millones), de acuerdo con información del Ministerio de Economía y Finanzas¹⁴. En términos reales, el PIB se redujo un 0,9 % en el cuarto trimestre, acumulando una caída del 2,0 % en todo el año, según cifras del Banco Central del Ecuador. Esta contracción respondió principalmente a una combinación de choques internos, como la histórica sequía que generó cortes energéticos, la caída del consumo e inversión privada, y el incremento del IVA implementado en abril de 2024. A pesar de este escenario adverso, para 2025 se prevé una recuperación económica, con una proyección de crecimiento del 3,8 % según el Banco Central, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una expansión más moderada de 3,2%, apoyada en el financiamiento multilateral y la implementación del programa SAF.

El **Riesgo País** registró 551 puntos al 07 de diciembre de 2025¹⁵. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁶.

La **calificación de deuda** al 08 de diciembre de 2025 de Moody's¹⁷ para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para la misma fecha mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-" (estable), calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para el 08 de diciembre de 2025, S&P confirmó la calificación crediticia de Ecuador en "B-" (estable).

Hasta diciembre de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 27.743,8 millones, mostrando una reducción de USD 1.387,76 millones, lo que equivale a un descenso de 4,76% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.¹⁸ Mientras que, para septiembre de 2025, arrojó un valor de USD 22.645,8, lo que equivale a un incremento del 11,6% frente a septiembre de 2024.¹⁹

Las exportaciones totales en valores FOB diciembre de 2024 ascendieron a USD 34.420,8 millones, lo que representó un incremento del 10,58% con respecto al mismo período de 2023. Para septiembre de 2025 arrojaron una suma de USD 27.336,5 millones. Las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 6,93% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 12,06% entre los años 2023 y 2024²⁰ (-20% y +18,9% entre septiembre de 2024 y septiembre de 2025).

Hasta diciembre de 2024, la **Balanza Comercial** Total mostró un superávit de USD 6.677,0 millones (USD 4.690,7 millones en septiembre de 2025), lo que representó un incremento del saldo en USD 4.682,10 millones en comparación con el mismo periodo de 2024. Para diciembre de 2024, la Balanza Comercial Petrolera registró un

¹⁴ <https://ire.finanzas.gob.ec>; <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica>

¹⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/indicadores/general/RiesgoPaís.html>

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁷ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

¹⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

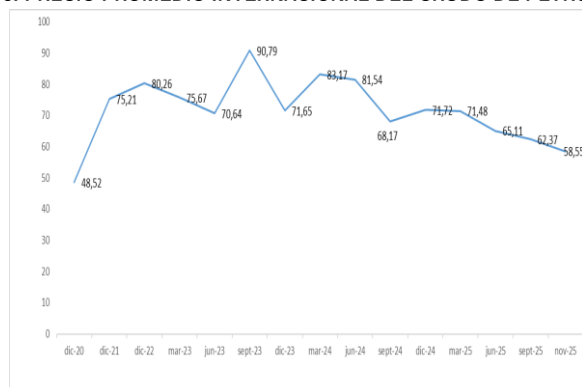
¹⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

²⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

superávit de USD 2.960,7 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 3.716,4 millones²¹ (para septiembre de 2025 arrojó un déficit de USD -1.584,25 y un superávit de 1.155,72 en ese mismo orden).

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento a la baja debido a la guerra comercial de Estados Unidos frente a otros países, cerrando en USD 58,55 por barril al 30 de noviembre de 2025²² (USD 71,72 al 31 de diciembre de 2024 y USD 62,37 al 30 de septiembre de 2025). La proforma presupuestaria para el año 2025 contempló un valor de USD 63,7 por barril para las exportaciones de petróleo²³.

GRÁFICO 5: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Banco Central del Ecuador/ finance.yahoo.com / Elaboración: Class International Rating

Durante el año 2024, la producción acumulada de crudo en el país alcanzó 174,0 millones de barriles de crudo y 117,7 millones de barriles en septiembre de 2025. EP Petroecuador contribuyó 139,7 millones barriles lo que implicó una caída del 1,1% en comparación con el mismo periodo de 2023²⁴ (93,4 millones de barriles en septiembre de 2025, esto reflejó una caída de 11,1% en comparación con su similar de 2024). En contraste las empresas privadas generaron 34,3 millones de barriles, experimentando un incremento de 6,1% (24,3 millones de barriles en septiembre de 2025, con una reducción de 4,2% frente a su similar de 2024)²⁵. Para diciembre de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 126,31 millones de barriles, lo que representó un incremento del 9,80% en comparación con el año 2023, Para septiembre de 2025 las exportaciones de petróleo del Ecuador totalizaron apenas 9,7 millones de barriles, debido a la suspensión de la actividad de los oleoductos SOTE y OCP, evidenciando una disminución del 2,5% frente a septiembre de 2024. Del total exportado, EP Petroecuador contribuyó con 8,5 millones de barriles, el Ministerio de Energía y Minas con el 0,8 millones y compañías privadas con 0,4 millones²⁶.

Para este año 2025 el Ministerio de Hidrocarburos proyecta que se reducirán otros 15.000 barriles diarios más, según el plan de cierre progresivo, que tiene una proyección de cinco años, es decir, hasta el 2028. El plan para el bloque ITT prevé el cierre de 246 pozos petroleros, de los cuales ya se han cerrado 10 en 2024. A partir de este año 2025, se cerrarán 48 pozos por año hasta el 2029. Y en 2029 se cerrarán los últimos 44²⁷.

Entre enero y diciembre de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 20,131,40 millones, es decir existió un crecimiento de 15,57% respecto al mismo período de 2023, mientras que para el periodo enero y octubre de 2025 la recaudación fue de USD 17.281,20 millones²⁸, registrando un incremento de 10,50% frente a su similar de 2024. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación entre enero y diciembre de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 6.638,92 millones (USD 5.676,50 millones a

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202502.pdf>

²² <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history/?p=CL%3DF> <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history/?p=CL%3DF>

²³ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2025/01/informe_t%E2%80%99Acnico_prorrogado_2025_vf.pdf

²⁴ <https://www.primicias.ec/economia/produccion-petroleo-sacha-privadas-caida-proyeccion2025-86626/>

²⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_EntornoMacroeconomico.html

²⁶ Desde mayo de 2022 varias empresas privadas cambiaron la modalidad de contrato pasando de la modalidad de prestación de servicios a la modalidad de participación;

https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_EntornoMacroeconomico.html

²⁷ <https://www.primicias.ec/economia/plan-hidrocarburifero-inversiones-petroleo-gobierno-noboa-88061/>

²⁸ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri#estad%C3%ADsticas>

octubre de 2025), el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.384,32 millones (USD 6.712,33 millones en octubre de 2025), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.272,02 millones (USD 1.057,04 millones en octubre de 2025).

De acuerdo con el Servicio de Rentas Internas, este dinamismo comercial ha influido directamente en el fortalecimiento de las finanzas públicas a través de una mayor recaudación tributaria. El director general del SRI señaló que el país mantiene una tendencia positiva en materia económica y fiscal durante el primer cuatrimestre del año reflejo de una mayor actividad comercial y del impacto directo de la política tributaria implementada por el Gobierno.²⁹

La **inflación mensual** en noviembre de 2025 registró una variación de -0,44%, mientras que la variación **anual** fue de 1,05% y la **acumulada** fue de 2,06%³⁰. La división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue del grupo de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas³¹.

En referencia al **salario nominal promedio**, para octubre 2025, se fijó en USD 548,26³²; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 470,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 476,22 para octubre de 2025³³. En cuanto al costo de la **canasta básica familiar** en noviembre de 2025, se ubicó en USD 821,06, mientras que la canasta familiar vital alcanzó un costo de USD 575,86. Este registro implica que el ingreso familiar promedio situado en noviembre de 2025 de USD 877,33, cubre 106,85% del costo total de la canasta familiar básica tasada por el INEC. Por su parte, la Canasta Vital tuvo un excedente en el consumo de USD 301,47 del ingreso familiar³⁴.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,2% en septiembre de 2025 a 3,21% en octubre de 2025. La tasa de **empleo adecuado** pasó de 37% a 37,4% en ese mismo periodo, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,6% a 20%.³⁵

A junio de 2025, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 24,0% y la pobreza extrema en 10,4%. En el área urbana la pobreza llegó al 15,7% y la pobreza extrema a 3,5%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,7% y la pobreza extrema el 25,1%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁶, se ubicó en 0,444 a junio de 2025. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2025 se ubicó en USD 91,98 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 51,83 mensuales per cápita (a diciembre de 2024 se ubicó en USD 91,43 y USD 51,53 respectivamente)³⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual es de 5,65% para noviembre de 2025, mientras que la tasa activa referencial anual es de 7,84%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,19%³⁸. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para diciembre de 2024 alcanzó la suma de USD 88.484,9 millones y USD 96.558,3 millones para septiembre de 2025, por su parte, la oferta monetaria a septiembre de 2025 fue de USD 32.981,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 21.111,2 millones³⁹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para octubre de 2025, el 46,5% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 40,6% al consumo, el 7,1% en Microcrédito, el 5,4% a Vivienda y el 0,3% a Educativo⁴⁰. Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a octubre de 2025, la rentabilidad (ROE) aumentó a 12,79% frente

²⁹ SRI reporta incremento de ventas en Ecuador del 7,4% en el primer trimestre de 2025 y eso impulsa la recaudación de impuestos | Economía | Noticias | El Universo

³⁰ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-al-consumidor/>

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2025/Marzo/Boletin_tecnico_03-2025-IPC.pdf

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202506.pdf>

³³ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/2025/Abril/1.Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_sep_2025.pdf

³⁵ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas-laborales-enemdu/>

³⁶ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2025/Junio/202506_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

³⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

⁴⁰ <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

a su similar de 2024 (9,72%), es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene 12 centavos de utilidad. Asimismo, en octubre de 2025, las cooperativas cerraron con una rentabilidad del 3,1%, es decir, por cada dólar en el patrimonio, se obtenía 3 centavos de utilidad⁴¹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país en diciembre de 2024 totalizó USD 6.539,8 millones⁴², cifra que representó un aumento del 20,05% en comparación con el monto registrado de 2023 (USD 5.447,49 millones), mientras que para el segundo trimestre del año 2025 registró USD 2.000,47 millones (USD 1.611,14 en el IIT 2024). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴³, además del incremento en la tasa migratoria ocasionado por la crisis económica que atraviesa el país.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para diciembre de 2024 fueron de USD 232 millones; menos que la mitad del año 2023, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁴. El país con la mayor inversión fue China, con USD 116 millones, es decir, el 50% del monto total de IED en 2024. Además, la inversión de la nación asiática en Ecuador creció 58% con relación a 2023. Las actividades en las que más invirtió fueron minería e industria manufacturera⁴⁵. La inversión extranjera directa (IED) en Ecuador llegó a 275,95 millones de dólares en el primer semestre de 2025, según el Banco Central del Ecuador (BCE). Esto significa un aumento del 48,5% frente al mismo período de 2024, cuando se registraron 185,73 millones.⁴⁶

Para septiembre de 2025, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 48.201,68 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para septiembre de 2025 fue de USD 13.463,75 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 879,99 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2025, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 46,77% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴⁷.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así como para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones, USD 6.899,5 millones para diciembre de 2024⁴⁸ y de USD 9.324,8 millones en octubre de 2025. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

CARVAGU S.A. fue constituida en el año 1997, y se dedica a la investigación, elaboración y distribución de productos naturales, que benefician la calidad de vida de todas las personas. Mantiene el liderazgo en ventas en la categoría Suplementos Alimenticios y Medicina Natural en el país. Se caracteriza por su estricto control en la elaboración, almacenamiento, distribución y transporte de los productos.

Es una empresa que cuida la salud de los consumidores y clientes, generando bienestar y confianza con productos farmacéuticos, naturales, suplementos alimenticios y cosméticos de calidad, creados a través de la investigación, innovación y tecnología, con infraestructura adecuada y personal altamente calificado.

CARVAGU S.A., se enorgullece de contar con una amplia presencia en el mercado. No solo opera en Ecuador, sino que también ha expandido las operaciones a otros países, esta expansión ha sido posible gracias al compromiso con la calidad y la efectividad de sus productos. Para respaldar y demostrar su compromiso con la

⁴¹ <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

⁴² <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>

⁴³ <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>; Boletín Analítico de la Evolución Anual de Remesas Año:2024

⁴⁴ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/bi_menuIED.html

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm/>

⁴⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-inversion-extranjera-directa-caso-loma-larga-presion/>

⁴⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁸ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

excelencia, cuenta con 200 registros sanitarios a nivel nacional y 163 a nivel internacional. Adicionalmente, para su distribución mantiene 5 establecimientos.

CUADRO 13: LÍNEAS DE PRODUCTOS

Línea	Marcas
Productos	Alimento
	Cosméticos
	Farmacéuticos
	Natural
	Suplementos
	Otros

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Propiedad Administración y Gobierno Corporativo

Al 30 de noviembre de 2025, el capital social de CARVAGU S.A., se mantiene en USD 2,10 millones, el mismo que está conformado por 2.100.000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de valor nominal de un dólar cada una. Adicionalmente se debe indicar que el capital se encuentra conformado por el aporte de cuatro personas naturales y una persona jurídica, con una concentración del 43,75%, en el Sr. Carlos Valarezo.

CUADRO 14: ACCIONISTAS

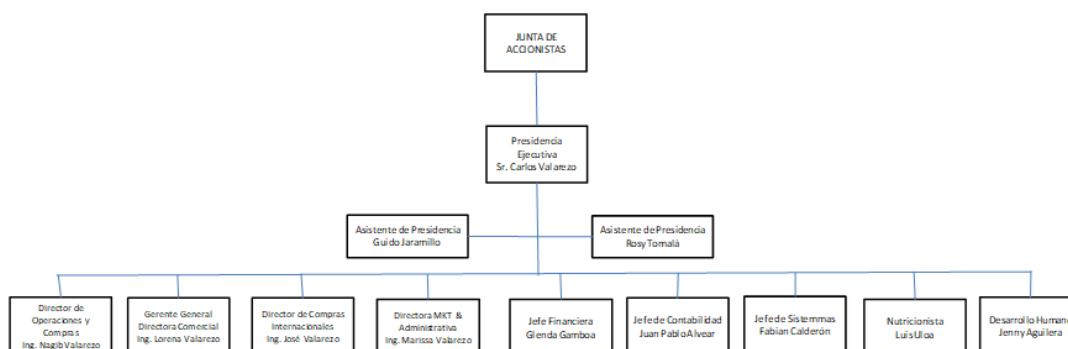
Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
ISNAVA NAVASA S.R.L.	295.302,00	14,06%
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	918.750,00	43,75%
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	295.302,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	295.323,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LORENA	295.323,00	14,06%
Total	2.100.000,00	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas, administrada por el Gerente General, el presidente y los gerentes, quienes toman las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos eficientes.

Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados en tiempos adecuados.

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: CARVAGU S.A.

La empresa basa sus fortalezas en el recurso humano y cuenta con un staff competente y confiable que brinda todo el soporte acerca de los servicios y productos de la compañía. Es por esto que los principales ejecutivos de la compañía cuentan con personal altamente capacitado, motivado y con la experiencia suficiente en el campo que desempeñan, con el fin de cumplir con las expectativas y propósitos establecidos por la compañía. El

compromiso de los accionistas se evidencia en la conformación de la plana gerencial, pues 3 de ellos desempeñan cargos importantes.

CUADRO 15: PRINCIPALES EJECUTIVOS⁴⁹

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Carlos Valarezo
Gerente General y directora Comercial	Lorena Valarezo
Directora Administrativa y Marketing	Marissa Valarezo
Director de Compras y Operaciones	Nagib Valarezo
Director de Compras Internacionales	José Abraham Valarezo

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La compañía no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, cuenta con una estructura organizada que le permite comunicar e integrar la dirección de la empresa, además de cumplir con lo requerido por la normativa en materia de gestión de Juntas de accionistas.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, lo que demuestra que la compañía posee una adecuada transparencia en todos los procesos y una adecuada divulgación de información financiera.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 30 de noviembre de 2025, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 209 empleados (213 en agosto de 2025), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de la compañía, y se distribuyen en distintas áreas, como comercial y logística (34,93%), producción (30,62%), administrativo financiero (17,22%) y servicios de planta (17,22%). Adicionalmente, se debe indicar que, la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones. Es importante mencionar que, el 100% de los colaboradores cuenta con contrato indefinido. Adicionalmente, CARVAGU S.A. no posee sindicatos ni contratos colectivos y mantiene buenas relaciones con todos sus colaboradores.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación; además, expresa que, se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros.

Empresas Vinculadas o Relacionadas

CUADRO 16: RELACIONADAS POR ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

NOMBRE	COMPAÑÍAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
ISNAVA NAVASA S.R.L.	CARVAGU S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORT & EXPORT WORLD LIVE S.A. IMPORTWL	Accionista	ACTIVA
	ISNAVA S.A.	Accionista	ACTIVA
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	PHARMAHEALTH S.A.	Administrador / Accionista	ACTIVA
	IMPORTMIRAMAR S.A.	Administrador	ACTIVA
	SERVGLUM S.A.	Administrador	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Administrador / Accionista	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	Administrador	ACTIVA

⁴⁹ El comportamiento de los órganos administrativos es estable

	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	Administrador / Accionista	ACTIVA
	EXPORTGREEN S.A.	Administrador	ACTIVA
	CARVAGU S.A.	Administrador / Accionista	ACTIVA
	IMPORTADORA NAGIB S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	Accionista	ACTIVA
	MEDICINA TOTAL TOTALMEDICA S.A.	Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	CREDIMEDIC S.A.	Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	EXPORTGREEN S.A.	Accionista	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	Accionista	ACTIVA
	RECIGUAYAS S.A.	Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	SERVLUM S. A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORTMIRAMAR S.A.	Accionista	ACTIVA
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	NATURAL HERBS S.A. NATUHERB	Administrador	ACTIVA
	EXPORTGREEN S.A.	Administrador	ACTIVA
	IMPORVARELLANO S.A.	Administrador / Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	LABORATORIOS ABRAHAM S.A. ABRAMLAB	Administrador / Accionista	ACTIVA
	VISABUSINESS S.A.	Administrador / Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	RECIGUAYAS S.A.	Administrador / Accionista	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	Administrador	ACTIVA
	IMPORTADORA NAGIB S.A.	Administrador	ACTIVA
	CARVAGU S.A.	Accionista	ACTIVA
	EXPORTGREEN S.A.	Accionista	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	Accionista	ACTIVA
	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	SERVLUM S. A.	Accionista	ACTIVA
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LOREN	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	Accionista	ACTIVA

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes⁵⁰

CARVAGU S.A., al ser una compañía retail, mantiene una extensa variedad de clientes dentro de su portafolio, lo que reduce la probabilidad de un posible riesgo de concentración en su cartera. El cliente más representativo dentro del total de las ventas brutas a noviembre de 2025 representó el 9,23%. Por su parte, los 5 principales clientes, a noviembre de 2025, en conjunto aportaron el 42,36% de las ventas; mientras que, la diferencia está compuesta por clientes con representaciones individuales por debajo del 6,00%.

⁵⁰ La Compañía posee una adecuada capacidad de negociación con sus clientes.

Las políticas de CARVAGU S.A., claramente definidas, fomentan una relación estable con sus clientes y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía. Es importante mencionar que, la compañía mantiene una política de crédito en la cual se estudia el historial crediticio del cliente para cerciorarse de que este no se encuentre reportado en ninguna entidad crediticia, así mismo, CARVAGU S.A. solicita información diversa con la finalidad de medir la capacidad de pago de los solicitantes, establecer las condiciones del crédito y su límite.

De igual manera, es importante destacar que, la empresa ofrece un límite de crédito a sus nuevos clientes que varía entre 30 y 60 días, dependiendo del monto. Además, para incentivar las ventas mediante “pronto pago” a clientes nuevos, el plazo se fijará de acuerdo con la negociación realizada por el asesor comercial. Asimismo, los porcentajes de descuentos pueden oscilar entre el 3% y el 7%, dependiendo de los días de pronto pago acordados.

Según informó la empresa, a noviembre de 2025, las ventas al contado representaron el 3,00% del total de las ventas; mientras que, las ventas a crédito suman el 97,00%.

Al 30 de noviembre de 2025, la cartera por vencer junto con la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 68,40% del total de la cartera (74,50% en diciembre de 2024). Por su parte, la cartera vencida con más de 30 días alcanzó el 31,60%, porcentaje superior respecto al 25,50% registrado en diciembre de 2024. En este último corte (noviembre de 2025), la estructura de la cartera muestra un ligero deterioro frente al año 2024 incrementando la probabilidad de un posible riesgo de incobrabilidad.

CUADRO 17: ANTIGÜEDAD DE CARTERA

CARTERA TOTAL	2023	2024	nov-25
Por Vencer	56,83%	61,00%	62,36%
Vencida de 1 a 30 días	16,63%	13,50%	6,04%
Vencida de 31 a 60 días	11,40%	5,85%	11,41%
Vencida de 61 a 90 días	6,79%	8,25%	7,44%
Vencida más de 90 días	8,35%	11,39%	12,74%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida más de 30 días con el nivel de provisiones constituidas fue de 1,74% en noviembre de 2025 (2,83% en diciembre de 2024); aspecto que se debe reforzar con el propósito de cubrir adecuadamente la cartera en riesgo de la Compañía.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre el cierre de 2022 y 2023, pues en 2023 la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). Para noviembre de 2025, la provisión para incobrables se ubicó en USD 33.659,00, valor que decrece en comparación de diciembre de 2024 (USD 41.524,00).

Proveedores

CARVAGU S.A. mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas de prestigio en el mercado nacional e internacional; es así como, en noviembre de 2025, su principal proveedor alcanzó el 8,37% del costo de ventas, la diferencia corresponde a aquellos con participaciones inferiores al 7,40%, lo que evidencia la ausencia de un posible riesgo por concentración.

Al 30 de noviembre de 2025, las cuentas por pagar a proveedores vigentes representaron el 51,25% del total de las cuentas por pagar; mientras que, el 48,75% restante corresponde a cuentas por pagar vencidas.

La compañía maneja políticas en sus cuentas por pagar para establecer los lineamientos bajo los que debe ejecutarse las adquisiciones locales de bienes y prestaciones de servicios a través de una adecuada selección de proveedores que cumplan con los términos de objetividad, transparencia, aprovechamiento de las mejores ofertas del mercado en cuanto a calidad y precio. El manejo, control y aprobación de estos pagos está a cargo

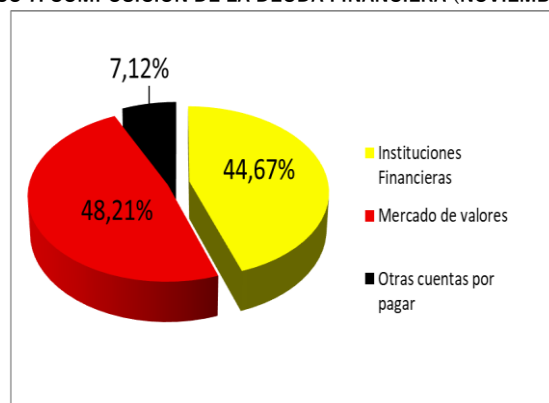
de los departamentos de compras y financiero. Se destaca que, dada la dispersión de los proveedores sobre los costos de ventas, la compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus proveedores.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, mercadería, aranceles, entre otros.

Política de Financiamiento

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y desde el año 2023, por otras cuentas por pagar, mismas que están conformadas por créditos concedidos por terceros y generan intereses. Al 30 de noviembre de 2025, la deuda con costo ascendió a USD 28,13 millones y financió el 43,45% de los activos (USD 26,65 millones, 51,54% de los activos en diciembre de 2024). Se debe acotar que, la compañía también financió sus operaciones, pero en menor proporción, con proveedores, en noviembre de 2025, el peso de este rubro dentro del activo cerró en 1,79% (1,06% en diciembre de 2024).

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (NOVIEMBRE 2025)



Fuente: CARVAGU S.A./ Elaboración: Class International Rating

Políticas de Precios

Es importante señalar que, aparte de su manufactura, infraestructura de ventas y marketing, es precisamente su política de precios, enfocada a brindar a sus clientes productos accesibles, el factor que le ha permitido a la Compañía convertirse en líder del mercado de productos naturales.

Entre las estrategias más relevantes para el desarrollo del negocio la compañía se ha trasado las siguientes estrategias:

- Incremento de la presencia del portafolio de productos en mercados internacionales establecidos y expansión de cobertura de Nature's Garden hacia nuevos países.
- Desarrollo de estrategias especializadas de distribución y *retail* sobre "cliente ideal", "portafolio ideal", "Punto de venta ideal", utilizando mecanismos tecnológicos que permitan la ejecución de dichas estrategias (Aplicativos para personal de campo, plataformas de información en tiempo real).
- Exhaustivo seguimiento de estrategias Comerciales y Marketing para incremento de *sell in* (llenado de canal) y *sell out* (evacuación del canal) de portafolio de productos según los distintos canales de distribución y dimensión de clientes.

Políticas de Inversiones

CARVAGU S.A. tiene como política que todas las inversiones que realice la empresa deben ser analizadas por la Presidencia, para luego ser aprobadas por la Junta de Accionistas, ya sea esta una inversión en Propiedades y Activos Fijos, en Instrumentos Financieros e incluso si se trata de Reinversión de Utilidades.

Sus políticas de inversión están enfocadas en mejorar la capacidad instalada y expandirse al mercado internacional, actualmente tiene cubierto la zona de Centroamérica como El Salvador, Panamá, Guatemala, Costa Rica y tiene como objetivos abrir mercado en Europa. Cabe recalcar que también tiene una pequeña participación en el mercado norteamericano y también se está trabajando para crecer en este país.

Estrategias

La compañía ha establecido las siguientes estrategias:

- Cumplimiento presupuesto sell in / sell out al 100%.
- Definición de la estrategia internacional.
- Desarrollar un plan de marketing adaptada a cada mercado internacional.
- Estandarizar estructura comercial.
- Beneficios tributarios y ahorro financieros.
- Entre otras.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

CARVAGU S.A., es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y los organismos de control de comercio exterior (importaciones y exportaciones), entre otras, a más de leyes específicas como las de defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

La empresa cuenta con varias certificaciones:

- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM).** Nature's Garden se ha constituido en una empresa de sólido liderazgo y posicionamiento, convirtiéndose actualmente en un referente excepcional en el mercado de productos naturales y farmacéuticos, gracias a la implementación de exitosas estrategias y alianzas de integración comercial.
- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Almacenamiento (BPA).** CARVAGU S.A. aplica las buenas prácticas de almacenamiento (BPA) para el fiel cumplimiento en distribución, expendio e importación de nuestros productos farmacéuticos y afines. Con una capacidad instalada y procedimientos operativos destinados a garantizar el mantenimiento de las características y propiedades de los productos.
- ✓ **Certificación Business Alliance for Secure Commerce (BASC).** Alianza empresarial internacional que promueve un comercio seguro en cooperación con gobiernos y organismos internacionales. La iniciativa BASC refleja el compromiso de las empresas por mejorar las condiciones de su entorno.

Responsabilidad Social y Ambiental

La compañía manifestó que mantiene los siguientes programas de Responsabilidad Social y Ambiental.

- ✓ **Comprometidos en la salud y el deporte ecuatoriano:** Nature's Garden entregó un incentivo económico a la primera mujer ecuatoriana en obtener una medalla de oro en la historia de los Juegos Olímpicos, para que pueda continuar con su preparación.
- ✓ **Donación:** El 1 de junio en el día del niño, donó 1.500 unidades de Triple C Kids a la Fundación Casa Ronald McDonald.
- ✓ **Reconocimiento:** Recibieron un reconocimiento por las buenas prácticas ambientales en beneficio de la ciudad de Guayaquil, otorgado por la Alcaldía de Guayaquil y la Dirección de Ambiente y Preservación de Áreas Verdes.
- ✓ **Cambios tecnológicos:** La compañía contribuye al medio ambiente al reducir su consumo de energía y emisiones de CO2 en sus plantas.
- ✓ **Carbono Neutro:** CARVAGU S.A., consecuente con el cuidado responsable del medio ambiente, está iniciando un proceso de Certificación de Carbono Neutro. Esto permite tener acceso a nuevos mercados internacionales y en especial a países pertenecientes a la Comunidad Europea.

Eventos Importantes

CARVAGU S.A. se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar la marca Natures Garden en los países centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU. A nivel local, debido a la inestabilidad política y económica del Ecuador, la empresa ha decidido restringir los gastos en publicidad y otros rubros comerciales, ya que tiene controlado el mercado local.

Riesgo Legal

Al 30 de noviembre de 2025, según información del Consejo de la Judicatura, la Compañía registra un proceso en calidad de actor/ofendido y tres procesos en calidad de demandado/procesado. La calificadora no ha podido medir el impacto sobre la operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

Con fecha 17 de diciembre de 2021, METROVALORES Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 08 de febrero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 10,00 millones).

Al 30 de noviembre de 2025, CARVAGU S.A. registra las siguientes emisiones en el Mercado de Valores:

CUADRO 18: EMISIONES REALIZADAS

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado (USD)	Estado
Inscripción Genérica	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00007915	-	Vigente
Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451	10.000.000,00	Vigente
Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00042185	5.000.000,00	Vigente
Papel Comercial	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00013334	2.500.000,00	Vigente
Emisión de Obligaciones	2025	SCVS-INMV-DNAR-2025-00003353	7.500.000,00	Vigente

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Durante el último semestre, junio 2025 – noviembre 2025 no existen negociaciones de la Segunda Emisión de Obligaciones.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

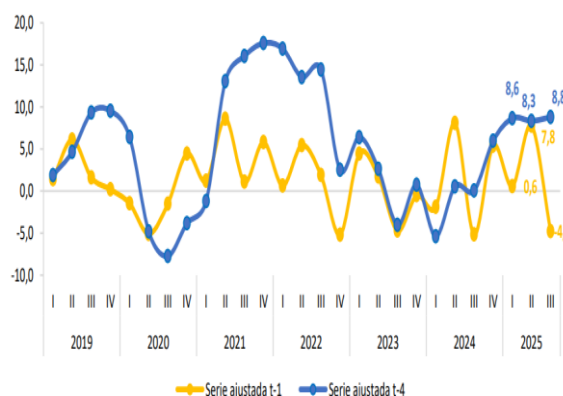
CARVAGU S.A. es una empresa ecuatoriana dedicada a la elaboración y distribución de productos naturales a nivel nacional, enfocándose principalmente en los sectores de manufactura de productos alimenticios y farmacéuticos a nivel nacional. La empresa opera bajo la marca Nature's Garden para la comercialización de sus productos, los que son distribuidos en farmacias, supermercados, micromercados y en importantes centros de autoservicio a nivel nacional. La marca Nature's Garden ha ganado un interesante reconocimiento en el mercado local.

En los últimos años, las tendencias en el mercado de productos naturales y orgánicos han ganado un impulso importante, promovidas por una creciente conciencia sobre la salud y el bienestar. Los consumidores buscan cada vez más alternativas sostenibles y saludables, lo que ha llevado a un aumento en la demanda de alimentos, cosméticos, medicinas y productos de limpieza libres de químicos agresivos y compuestos sintéticos. De hecho, un estudio revela que el 58% de los consumidores busca activamente productos orgánicos y naturales, especialmente en sectores como la alimentación y los cosméticos al percibirlos como más saludables.⁵¹ El estudio también revela que las nuevas generaciones compran más de estos productos, siendo un 85% de millennials y 89% de generación Z que compraron productos naturales en los 6 meses previos. Esta tendencia refleja el interés por productos que no solo mejoren la salud, sino que también respeten el medio ambiente. La demanda de alimentos y productos de cuidado personal sin químicos nocivos seguirá en alza.⁵²

Además, la innovación juega un papel decisivo en este sector, con el lanzamiento de nuevos productos que combinan ingredientes naturales y funcionales, como superalimentos y suplementos nutricionales. Las marcas están adoptando estrategias de marketing digital para conectar con un público más amplio, utilizando plataformas de redes sociales para educar y atraer a consumidores interesados en un estilo de vida saludable. Esta evolución no solo está transformando la oferta de productos, sino que también está estableciendo un nuevo estándar en el consumo responsable y consciente.⁵³

En línea con estas tendencias, el desempeño reciente de la manufactura de productos alimenticios en Ecuador ha sido favorable. De acuerdo con el Banco Central del Ecuador, en el tercer trimestre de 2025 el Valor Agregado Bruto (VAB) de la manufactura de productos alimenticios registró un crecimiento interanual de 8,8% en su serie ajustada por estacionalidad, constituyéndose en uno de los principales impulsores del crecimiento económico y aportando 0,60 puntos porcentuales a la variación interanual del PIB.⁵⁴ El dinamismo de esta actividad estuvo impulsado principalmente por el buen desempeño de la mayoría de sus ramas industriales, entre las cuales destacan la Elaboración de productos lácteos, Preparación y conservación de pescado, Procesamiento y conservación de camarón, y Elaboración de productos de cacao, chocolate y productos de confitería.⁵⁵

GRÁFICO 8: VAB DE MANUFACTURA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS (DE 2019-I A 2025-III)⁵⁶



Fuente y Elaboración: Banco Central del Ecuador.

En contraste, en términos trimestrales, el VAB de la manufactura de productos alimenticios presentó una contracción del 4,8% respecto al segundo trimestre de 2025. Este comportamiento se explicó principalmente por el decrecimiento observado en la industria de Procesamiento y conservación de camarón, cuyo VAB cayó en 17,5%, en línea con la disminución en el volumen exportado de camarón en 18,1%, debido a una menor demanda externa de sus principales socios como China (25,9%), EE.UU. (9,8%), Rusia (43,2%), e Italia (18,5%).⁵⁷

⁵¹ <https://www.proecuador.gob.ec/estudio-revela-importantes-hallazgos-sobre-el-consumo-de-productos-naturales-y-organicos/>

⁵² <https://lacaja.company/blog/tendencias-de-consumo-2025-como-sera-el-comportamiento-de-los-consumidores/>

⁵³ <https://idi-a.es/tendencias-en-el-mercado-de-productos-naturales-y-organicos/>

⁵⁴ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

⁵⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

⁵⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

⁵⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

En cuanto al sector farmacéutico, que también forma parte de la actividad de la compañía, en Ecuador existen 172 empresas farmacéuticas registradas a diciembre de 2025, con una fuerte concentración de negocios en ciudades principales como Quito y Guayaquil, donde Quito representa casi la mitad de estas compañías (45,9%).⁵⁸ De hecho, según la Cámara de la Industria Farmacéutica, el sector farmacéutico registró un crecimiento del 11% en los primeros dos meses de 2025 comparado con el mismo periodo de 2024, lo que fue interpretado como una señal positiva para la industria. Se destacó además que los medicamentos producidos localmente mantienen precios promedio más bajos que otros países de la región, gracias al esfuerzo de las empresas nacionales por elevar la producción y competitividad en el mercado.⁵⁹

Dentro de las cadenas de farmacias presentes en Ecuador se encuentran Fybica y Sana Sana, operadas por la empresa mexicana FEMSA, que ha incrementado su presencia en el país. Tras alcanzar su farmacia número 1.000, la compañía proyecta abrir 40 nuevas farmacias en lo que resta de 2025 y 250 locales adicionales en 2026, concentrándose principalmente en la región Costa. Este crecimiento refleja la consolidación del mercado farmacéutico y la elevada participación de operadores nacionales e internacionales en el país.⁶⁰

Pese a la consolidación del sector farmacéutico, este también se enfrenta a desafíos estructurales que impactan el abastecimiento y la competitividad del mercado. Según Freddy Zeballos, representante del sector, los precios de los medicamentos han aumentado hasta un 300%, lo cual estaría afectando gravemente el acceso de la población a productos esenciales; por ello, esperan reunirse con el presidente electo para plantear políticas que estabilicen el mercado, reduzcan estos costos y normalicen la economía⁶¹. Asimismo, se destaca que alrededor del 80% de los medicamentos que se consumen en el país son importados, mientras que apenas 1% de los dispositivos médicos se produce localmente,⁶² lo que evidencia una fuerte dependencia de las importaciones y limita la capacidad productiva nacional. Esta situación plantea retos en términos de abastecimiento, competitividad y fortalecimiento de la producción local, así como en la necesidad de mejorar la cadena de suministro y la regulación para garantizar el acceso a productos de calidad en el sistema de salud ecuatoriano.

La orientación del tipo de productos que comercializa CARVAGU S.A. coloca a esta empresa dentro de las alternativas de medicina natural. Dado que, actualmente, la tendencia del mercado se ha inclinado a una mayor demanda de productos naturales que ayudan a mejorar la salud y bienestar de las personas, los productos de mayor demanda son los multivitamínicos, antioxidantes y productos para combatir el estrés; así también, como productos que contengan vitamina C, A y D, y productos para quemar grasa y reducir el apetito. La diferencia de precio entre los medicamentos naturales y los químicos es quizá uno de los factores determinantes para que haya clientes fijos de este tipo de medicina. De manera complementaria, la industria de productos cosméticos, otro segmento al cual está dirigida la actividad de la compañía, comprende aquellas sustancias que se orientan a limpiar el cuerpo humano y mantener la piel en condiciones saludables.

Cabe destacar, que el sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos, aranceles, entre otros; sin olvidar que la compañía desarrolla sus actividades en un mercado con precios regulados. Adicionalmente, el alto nivel de especialización y desarrollo permite a las empresas del sector, generar o adquirir nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes.

Finalmente, también es importante mencionar las barreras de entrada y salida que presenta el sector donde desarrolla sus actividades la empresa. Por un lado, entre sus principales barreras de entrada destacan la necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para cada uno de los productos, registros sanitarios, fijación de precios, los cuales son sometidos a una revisión y control por las entidades pertinentes, la necesidad de profesionales especializados y con experiencia en las actividades desarrolladas por la compañía, la necesidad de fuertes inversiones de capital en infraestructura y tecnología, patentes y licencias, distribución y almacenamiento, nuevos productos y publicidad, etc., el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el *know-how* necesario para incursionar en este sector. Por otro lado, la principal

⁵⁸ <https://www.poidata.io/report/pharmaceutical-company/ecuador?>

⁵⁹ <https://www.elnacional.com/2025/04/sector-farmacautico-crecio-11-en-comparacion-con-2024/>

⁶⁰ <https://www.eldiario.ec/negocios/femsa-planea-abrir-250-farmacias-en-ecuador-para-2026-02082025/>

⁶¹ <https://ahoradigital.net/economia/06/11/2025/sector-farmacautico-denuncia-un-incremento-del-300-en-el-precio-de-los-medicamentos/>

⁶² <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/industria-farmacautica-dispositivos-medicos-desafios-ecuador/>

barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

Expectativas

El sector de manufactura de productos alimenticios y farmacéutico al que pertenece CARVAGU S.A. mantiene perspectivas positivas, impulsado por la creciente demanda de productos saludables y naturales, así como por la consolidación de canales de distribución. La innovación en alimentos funcionales y la diversificación de productos naturales seguirán impulsando la actividad del sector, mientras que en el farmacéutico el crecimiento será moderado, condicionado por desafíos estructurales como la competencia internacional y la dependencia de importaciones.

Con visión a futuro, se anticipa que el sector de la manufactura alimenticia continuará su expansión, particularmente en el ámbito de los alimentos funcionales y saludables. Según un informe, se proyecta que el mercado global de alimentos funcionales crecerá a una tasa compuesta anual (CAGR) del 7,9% entre 2025 y 2030. Este crecimiento estará impulsado por una mayor conciencia de los consumidores sobre la salud y el bienestar, lo que incrementará la demanda de productos que no solo satisfacen necesidades nutricionales básicas, sino que también ofrecen beneficios adicionales, como el fortalecimiento del sistema inmunológico y la regulación del peso.⁶³

En cuanto al sector farmacéutico global, las proyecciones recientes indican una expansión sostenida en los próximos años, con estimaciones de crecimiento anual compuesto (CAGR) que reflejan una demanda robusta de medicamentos y tratamientos a nivel mundial. Según proyecciones de mercado, la industria farmacéutica global se expandirá con una CAGR de aproximadamente 7,6% en el periodo 2026-2035, impulsada por factores como el envejecimiento de la población, la mayor prevalencia de enfermedades crónicas y el acceso ampliado a servicios de salud en mercados emergentes. Estas tasas de crecimiento muestran que, aunque el ritmo puede variar según segmentos específicos y regiones, el sector mantiene perspectivas positivas y resilientes frente a desafíos estructurales.⁶⁴

En resumen, el sector presenta perspectivas estables y favorables, impulsadas por la creciente demanda de productos orientados a la salud y el bienestar. Sin embargo, el entorno competitivo y regulatorio continúa siendo exigente, lo que condiciona el desempeño del sector en el mediano plazo.

Posición Competitiva de la Empresa

CARVAGU S.A. participa activamente en el sector farmacéutico, a través de la elaboración y comercialización de productos naturales y medicinales.

Entre las ventajas comparativas que demuestra la compañía frente a su competencia, se puede señalar que presenta un portafolio de productos de marcas reconocidas a nivel nacional, así como una adecuada capacidad de negociación, además de un direccionamiento estratégico, lo que le permite mantener un adecuado posicionamiento dentro del mercado en el cual se desenvuelve. Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU C2100.01.

Entre los principales productos que comercializa CARVAGU S.A. se encuentran Gel analgésico Garden, Ecuamiel, Inmunolive y Triple C, los cuales se posicionan dentro de los tres primeros lugares frente a su competencia. Esto se explica por la alta calidad y valor agregado que tienen los productos elaborados por la compañía, lo cual le permite obtener una mayor rentabilidad en su producción, compitiendo con otros productos de marca de similares aplicaciones.

⁶³ <https://www.fortunebusinessinsights.com/es/functional-foods-market-102269>

⁶⁴ <https://www.researchnester.com/es/reports/pharmacy-market/4435>

En cuanto a comercialización de los productos cosméticos que realiza la compañía, se debe destacar que una gran parte se realiza a través de venta directa, sin embargo, cabe señalar la existencia de grandes cadenas de supermercados del país donde tiene una notable presencia.

El sector en el cual se desenvuelve la compañía determina un número importante de competidores, registrando en la actualidad el primer lugar de ventas en la categoría Medicina Natural en Ecuador S.A., además posee un gran número de locales comerciales, mayor accesibilidad a los créditos otorgados a los clientes y puede realizar ventas online.

La empresa tiene estructura suficiente para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos, según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario. En lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de CARVAGU S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo con su origen:

CUADRO 19: FODA

Fortalezas	Debilidades
Personal consciente y comprometido. Personal capacitado en su actividad. Reconocimiento de la marca. Custodia de la mercadería y circuito de monitoreo video grabado. Alta dirección comprometida con el SG. Cumplimiento de requisitos legales. Estrategias Comerciales con asociados de negocio. Certificación BASC. Confianza de actuales y nuevos Clientes por la actual Certificación BASC.	Costos altos en los procesos productivos. Costos altos en el sistema de distribución y exportación. Auditorías a Asociados de negocios. Retraso en el abastecimiento de inventario de empaque. Posición geográfica de la planta de fabricación.
Oportunidades	Amenazas
Demanda de diversificación de productos suplementos en el mercado internacional. Facilidades de préstamos por entidades financieras a las empresas Aperturas de mercados internacionales. Reactivación económica de los países por mejora en la situación pandémica. Nuevas alianzas estratégicas con Asociados de Negocios.	Regulaciones más estrictas. Narcotráfico-Contaminación de la carga. Mayores requisitos legales. Competencia desleal. Delincuencia organizada. Desabastecimiento de Contenedores. Hackeo de la información. Retrasos de pagos de clientes. Incremento de la inseguridad del país. Disminución de la demanda.

Fuente/Elaboración: CARVAGU S.A.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, competencias técnicas, procesos, la tecnología que utiliza, sucesos naturales, el manejo de la información, entre otros.

Entre los principales riesgos a los que está expuesta la compañía de acuerdo con la actividad que desempeña, se encuentra la posibilidad de que se presenten incendios y otros accidentes propios de trabajo, para lo cual la compañía con la finalidad de mitigar este riesgo creó un departamento de seguridad industrial, que se encarga de monitorear a diario el funcionamiento de maquinarias. Es oportuno indicar que CARVAGU S.A. mantiene asegurados tanto sus laboratorios como las instalaciones correspondientes a las bodegas y plantas procesadoras de materia prima, y materia prima. Para esto CARVAGU S.A. mantiene contratadas pólizas de seguros con vigencia hasta mayo de 2026.

Otro hecho que podría suscitarse en la compañía es el deterioro de sus productos, que se podría dar como resultado de no producir con alta calidad esto en perjuicio al consumidor, lo que sin duda implicaría una pérdida de credibilidad en la marca y, por lo tanto, reducción en el nivel de ventas. Para disminuir este riesgo, CARVAGU S.A. trabaja bajo estándares BPM e incluso mantiene un departamento de control de calidad, que se encarga de revisar y estudiar la materia prima antes de procesarla y estudiar por muestreo los productos que salen de cada lote, documentando cada una de estas revisiones, las mismas que se realizan por técnicos en el área que cuentan con la experiencia de haber trabajado en laboratorios de renombre internacional.

En cuanto a posibles riesgos en lo que concierne a la provisión de materia prima, CARVAGU S.A. no registra inconvenientes, pues dado que la mayor cantidad de materia prima es de índole natural, se produce en un 60% por la compañía misma, no obstante, en los últimos años su demanda ha sido cada vez mayor como resultado del lanzamiento de nuevos productos, lo cual obligó a la compañía a suscribir acuerdos con ciertos proveedores. En sí, al tratarse de este tipo de materia prima natural, no existirían problemas en lo que respecta a su adquisición, pues sería posible para la compañía proveerse de ellos en cualquier territorio local o extranjero, siendo poco probable su extinción. Asimismo, en caso de déficit de los productos que se cosechan en el país, el riesgo también se mitigaría, pues la compañía pasaría a producirlos en sus propios terrenos. Adicionalmente se debe mencionar que existen acuerdos comerciales con proveedores de materia prima a largo plazo.

Otro factor preponderante es la innovación de los productos comercializados, puesto que los avances en temas farmacéuticos se dan a diario, por lo que uno de los puntos importantes para la continuidad del negocio es mantenerse a la vanguardia, ofertando productos que satisfagan los gustos y necesidades de los clientes en cada momento.

Por otro lado, está el riesgo que podría ocasionarse por la entrega de crédito por parte de la compañía; no obstante, este riesgo es mitigado, dado que CARVAGU S.A. mantiene políticas de otorgamiento de créditos.

Resulta importante señalar que respecto al manejo de información, sus respaldos y resguardos, la compañía como acción preventiva y mitigante ante posibles hechos que conlleven la pérdida de información, a través de su departamento de sistemas, realiza respaldos de todos sus servidores, adicionalmente, como política informática posee entre sus contingencias, dar protección a los recursos informáticos vitales de la empresa, como son los equipos, software de la compañía, bases de datos y la infraestructura tecnológica con el fin de garantizar la integridad y confidencialidad de la información.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CARVAGU S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2021, 2022, 2023 y 2024, y Estados de Situación Financiera internos no auditados, al 30 de noviembre de 2024 y al 30 de noviembre de 2025.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Durante el periodo analizado, los ingresos de CARVAGU S.A., experimentaron una tendencia fluctuante pasando de USD 15,06 millones en diciembre de 2021 a USD 14,30 millones en diciembre de 2022, USD 13,47 millones al cierre de 2023 y USD 13,95 millones en el año 2024.

Entre los factores que afectaron el comportamiento de los ingresos se tiene que: Durante los años 2021 y 2022 debido a la vacunación masiva disminuyeron los ingresos de la compañía, por lo tanto, los productos que tuvieron un auge en el año 2020 empezaron a disminuir su volumen de comercialización, pues los efectos por COVID bajaron, sus clientes quedaron sobrestockeados por lo cual disminuyeron los pedidos y posteriormente su facturación fue afectada por las devoluciones que se comenzaron a recibir, además, la contracción económica que sufrió el país debido al paro del mes junio 2022, afectó no solo al sector donde se desenvuelve la compañía sino a nivel general. Para el año 2023 la situación política, económica y la inseguridad afectó las ventas de la compañía ya que muchos de sus clientes de cobertura comenzaron a cerrar sus negocios por las vacunas, además, los clientes Vip no cumplieron con los acuerdos comerciales ya que ellos también se vieron afectados

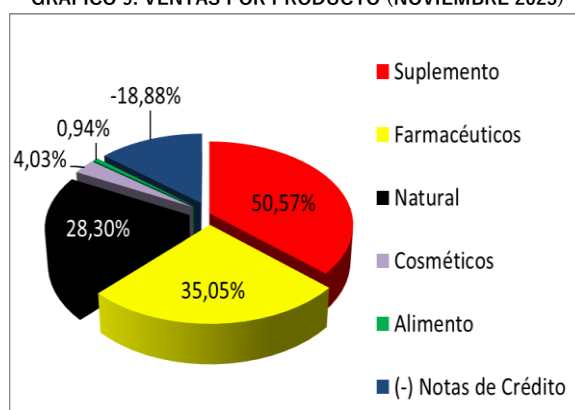
por la baja en sus ventas. Finalmente, para el año 2024, el incremento obedece a mayores ventas en la línea de “suplemento” tanto en términos absolutos como en volumen.

En el análisis interanual, los ingresos operacionales aumentaron de USD 12,61 millones en noviembre de 2024 a USD 15,84 millones en noviembre de 2025, evidenciando un crecimiento del 25,59%. Este desempeño positivo estuvo impulsado por un mayor dinamismo comercial en las líneas de negocio “Cosmético”, “Natural”, “Suplemento” y “Farmacéuticos”. Adicionalmente, la Administración de CARVAGU S.A., se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar las marcas NATURES GARDEN en los países Centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU.

La empresa cerró, al 30 de noviembre de 2025, con un 23,09% en ventas al exterior; mientras que, las ventas locales se ubicaron en un 76,18% de las ventas totales y ventas por prestación de servicios representaron el 0,73%.

La línea de productos que lidera las ventas de la compañía es suplementos pues, en noviembre de 2025, significó el 50,57% del total de ventas, le siguen las líneas de farmacéuticos y natural con el 35,05% y 28,30%, respectivamente, dentro de las más importantes. Sus principales canales de venta o distribución son los autoservicios, distribuidores, mayoristas, ventas en línea, tiendas naturistas y exportación.

GRÁFICO 9: VENTAS POR PRODUCTO (NOVIEMBRE 2025)



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

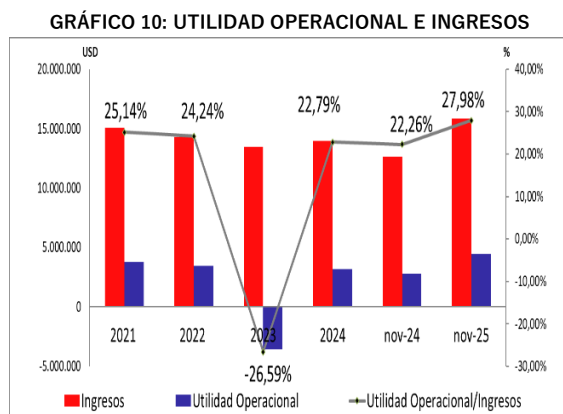
El costo de ventas, que en su composición estuvo conformado principalmente por costos de suministros, materiales y repuestos, entre otros, presentó un comportamiento fluctuante en cuanto a su peso dentro de los ingresos ordinarios, pues pasó de significar el 31,76% en diciembre de 2022. Para diciembre de 2023, la participación del costo de ventas sobre los ingresos sube a un inusual 79,78% debido al incremento en el costo indirecto de fabricación derivado del mantenimiento de las maquinarias de producción, que se realiza cada 5 años. Para diciembre de 2024, la participación del costo de ventas se redujo nuevamente al 30,25%. Estos resultados impactaron el margen bruto, que disminuyó del 69,88% en diciembre de 2021 al 68,24% en 2022, sufrió una caída significativa al 20,22% en 2023 y posteriormente se recuperó hasta alcanzar el 69,75% en 2024.

Para los periodos interanuales, el costo de ventas disminuyó su participación sobre los ingresos, pasando de representar el 31,49% en noviembre de 2024 a 30,70% en noviembre de 2025, lo que aumentó el margen bruto, desde un 68,51% de los ingresos en noviembre de 2024 a un 69,30% en noviembre de 2025.

Por su parte, los gastos operacionales, que estuvieron compuestos de sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales, publicidad, y otros gastos, pasaron de 44,00% de los ingresos en diciembre de 2022 a 46,81% en el año 2023 y 46,96% en diciembre de 2024. En noviembre de 2024, estos gastos representaron el 46,25% de los ingresos y 41,33% en noviembre de 2025.

Los ingresos ordinarios fueron suficientes para cubrir de forma adecuada los costos y gastos operativos durante el período analizado, excepto en 2023, cuando se registró una pérdida. Esto resultó en una utilidad operativa que representó el 25,14% de los ingresos en 2021, un 24,24% en 2022 y un 22,79% en diciembre de 2024.

Para noviembre de 2025, la utilidad operativa registró el 27,98% de los ingresos; mientras que, en el mismo mes de 2024 fue del 22,26%. Este incremento obedece a una gestión más eficiente de los costos operativos y al crecimiento sostenido de los ingresos, reflejando una mejora en la rentabilidad del negocio principal.



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, con una tendencia creciente, pasaron de representar el 14,44% de los ingresos ordinarios en 2022 a un 15,79% en 2023 y un 21,06% en 2024, comportamiento que está atado al desempeño de sus obligaciones con costo. Para los cortes interanuales la tendencia cambia, como efecto de menores gastos de intereses emisión de obligaciones y comisiones bancarias, es así que significaron el 20,61% de los ingresos en noviembre de 2024 y el 15,62% en noviembre de 2025.

Tras deducir los gastos financieros, otros ingresos y egresos netos, participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía presentó una utilidad neta con un comportamiento variable a lo largo del período analizado. En diciembre de 2021, esta representó el 7,98% de los ingresos, mientras que al cierre de 2022 disminuyó al 4,07 %. Posteriormente, en diciembre de 2023, alcanzó el 15,44%, impulsada por otros ingresos no operacionales de USD 15,03 millones provenientes de la venta de propiedades de inversión⁶⁵. Sin embargo, para diciembre de 2024, el resultado al cierre del ejercicio se redujo a 0,66% de los ingresos.

En noviembre de 2025, la utilidad antes de impuestos representó el 11,84% de los ingresos, frente al 3,40% registrado en noviembre de 2024, lo que equivale a un aumento del 337,27%, comportamiento que obedece al aumento en los ingresos operacionales y un manejo más eficiente de sus costos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

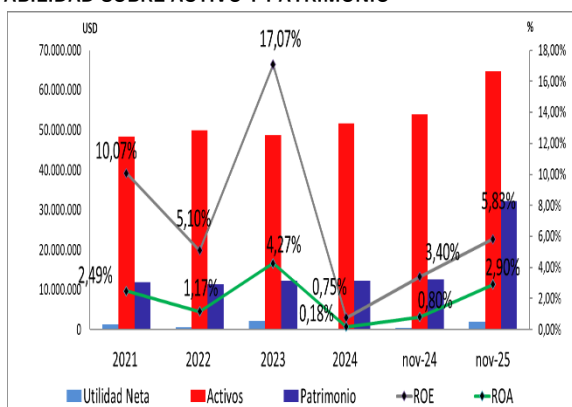
Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) fueron positivos; no obstante, presentaron un comportamiento fluctuante durante el periodo sujeto a análisis, conducta ligada a los movimientos en la utilidad del ejercicio. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

⁶⁵ Con fecha 02 de febrero de 2023 se realizó la venta de terrenos y edificios entre CARVAGU S.A. y HOMECENTERS ECUATORIANOS S.A.S. por un monto de USD 15,03 millones, dicha venta fue aprobada previamente por la Junta de Accionistas realizada el 30 de septiembre de 2022.

CUADRO 20 / GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2021	2022	2023	2024
ROA	2,49%	1,17%	4,27%	0,18%
ROE	10,07%	5,10%	17,07%	0,75%

Ítem	nov-24	nov-25
ROA	0,80%	2,90%
ROE	3,40%	5,83%



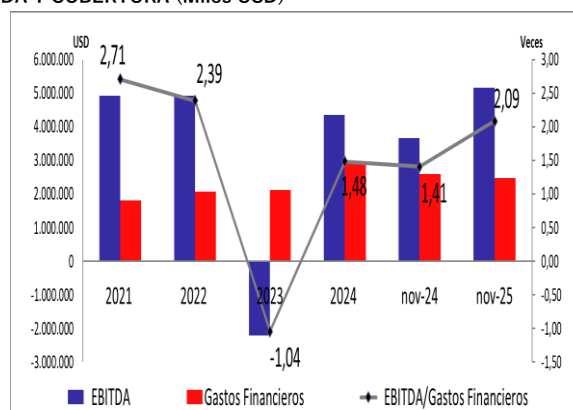
Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, siempre mayor a 1, excepto en el año 2023 cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo. Al 30 de noviembre de 2025, el EBITDA (acumulado) significó el 32,61% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros fue de 2,09 veces.

CUADRO 21, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
EBITDA	4.928	4.935	-2.211	4.356
Gastos Financieros	1.819	2.066	2.128	2.938
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,71	2,39	-1,04	1,48

Ítem	nov-24	nov-25
EBITDA	3.652	5.165
Gastos Financieros	2.599	2.474
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,41	2,09



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos mostraron un comportamiento variable en el periodo analizado, crecieron de USD 48,29 millones en el año 2021 a USD 49,93 millones en diciembre de 2022, lo que estuvo determinado por el incremento en sus inventarios. Mientras que para el año 2023, los activos totales decaen a USD 48,69 millones, debido a la disminución de propiedades de inversión. Para diciembre de 2024, los activos vuelven a crecer hasta registrar USD 51,71 millones como efecto del aumento en cuentas por cobrar clientes e inventarios, principalmente. Es relevante mencionar que, el 50% de la materia prima que utiliza la compañía es importada, por lo tanto, CARVAGU S.A. decidió abastecerse de la misma en caso de una posible alza en los precios internacionales o problemas logísticos como lo que sucedió con la crisis de los contenedores.

Finalmente, para noviembre de 2025, los activos cierran en USD 64,74 millones, monto superior en 25,18% frente a lo registrado en diciembre de 2024, comportamiento dado por mayores anticipos a proveedores, inventarios, cuentas por cobrar clientes, entre otros.

Al analizar la estructura de los activos se evidencia que, históricamente, los activos corrientes fueron los que prevalecieron, aunque su tendencia fue decreciente, es así como pasaron de 75,02% de los activos totales en el año 2022 a 78,66% en diciembre de 2023, 65,38% en diciembre de 2024 y 52,76% en noviembre de 2025; para

este último corte estuvieron representados mayormente por inventarios con el 38,81% del total de activos (47,49% en diciembre de 2024), seguido por cuentas por cobrar clientes con el 9,08% en noviembre de 2025 (11,05% en diciembre de 2024), efectivo y sus equivalentes con el 2,08% (3,88% en diciembre de 2024), entre los principales.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, pues para este último año la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). Para diciembre de 2024 la provisión para incobrables se ubicó en USD 41.524,43; mientras que, en noviembre de 2025 se redujo a USD 33.659,00 reflejando una disminución de 18,94% en el saldo destinado a cubrir posibles cuentas incobrables.

Los activos no corrientes representaron el 21,34% de los activos totales en diciembre de 2023, mientras que en diciembre de 2024 lo hicieron en un 34,62%, y 47,24% en noviembre de 2025, siendo sus cuentas más relevantes para este último periodo, propiedad, planta y equipo con el 18,79% de los activos (9,21% en diciembre de 2024), cuentas por cobrar largo plazo relacionadas⁶⁶ con el 9,18% de los activos (10,57% en diciembre de 2024), cuentas por cobrar largo plazo no relacionadas⁶⁷ con el 8,66% (5,26% en diciembre de 2024) y propiedades de inversión⁶⁸ que corresponde a terrenos ubicados en Mucho Lote y Chongón, con el 7,43% (4,82% en diciembre de 2024).

Pasivos

Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el año 2022, 74,97% en diciembre de 2023, 76,26% en diciembre de 2024 y 50,30% en noviembre de 2025, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo fondeó el 43,45% de los activos (51,54% en diciembre de 2024).

En cuanto a su estructura, se evidencia que, los pasivos de tipo no corriente tuvieron mayor peso en el financiamiento de los activos, fondeando el 41,68% en diciembre de 2024 y 38,23% en noviembre de 2025; en donde la cuenta más representativa en este último corte es préstamos con instituciones financieras con el 18,73% (12,69% en diciembre de 2024), le sigue obligaciones con el Mercado de Valores con el 15,68% de los activos (8,48% en diciembre de 2024) y otras cuentas por pagar con el 3,09% (3,52% en diciembre de 2024).

A noviembre de 2025, de acuerdo con la información reportada por la compañía, no se registran cuentas por pagar relacionadas a largo plazo; esta situación se explica porque el pasivo correspondiente a uno de sus accionistas fue reclasificado como un aporte destinado a futuras capitalizaciones, conforme a su decisión.

Los pasivos corrientes por su parte financiaron el 34,58% de los activos en diciembre de 2024 y el 12,07% para noviembre de 2025; en este último corte, obligaciones con el mercado de valores constituye la cuenta contable más representativa y, financió el 5,27% de los activos totales (8,93% en diciembre de 2024), le siguen proveedores locales y del exterior con el 1,79% (1,06% en diciembre de 2024) y pasivos por impuestos corrientes que significó el 1,61% (1,55% en diciembre de 2024).

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y, desde el año 2023, por otras cuentas por pagar, mismas que están conformadas por créditos concedidos por terceros. Al 30 de noviembre de 2025, la deuda con costo ascendió a USD 28,13 millones y financió el 43,45% de los activos (USD 26,65 millones, 51,54% de los activos en diciembre de 2024). Se debe indicar que, a noviembre de 2025, la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 86,39% y 87,43%, respectivamente (67,58% y 217,08% en diciembre de 2024).

⁶⁶ Entre las principales compañías relacionadas se encuentran Frabba S.A., Import y Export World Live S.A., Inmobiliaria del Río S.A. INMORIO entre otras.

⁶⁷ La Administración indica que, el aumento significativo de CXC largo plazo, entre noviembre 2025 y diciembre 2024, se debe a préstamos comerciales otorgado a su relacionada INMORIO.

⁶⁸ Según lo reportado por la compañía, la variación percibida entre noviembre 2025 y diciembre 2024 se debe al revalúo de los bienes inmuebles que realizó CARVAGU S.A. en el mes de junio.

Patrimonio

El patrimonio registró un financiamiento relativamente estable sobre los activos, manteniéndose dentro de un rango del 20% hasta el año 2024, es así que pasaron de financiar un 22,86% en diciembre de 2022, a un 25,03% en diciembre de 2023 y, 23,74% en diciembre de 2024. Para noviembre de 2025, esta relación se incrementó a 49,70%, impulsada por el registro de aportes para futura capitalización por USD 17,27 millones, junto con un aumento en las ganancias acumuladas y resultado del ejercicio.

Dentro de su estructura, las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos, para noviembre de 2025, fueron los aportes para futura capitalización⁶⁹ con el 26,68% (sin registro en diciembre de 2024), las ganancias acumuladas con el 15,05% de los activos (17,20% en diciembre de 2024), de lejos le sigue el capital social con 3,24% (4,06% en diciembre de 2024), mismo que no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 2,10 millones).

Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo. Finalmente, la Junta General tendrá las atribuciones que le confiere la Ley de compañías, especialmente en todo lo relacionado al reparto de las utilidades, reservas, derechos y obligaciones de los accionistas.

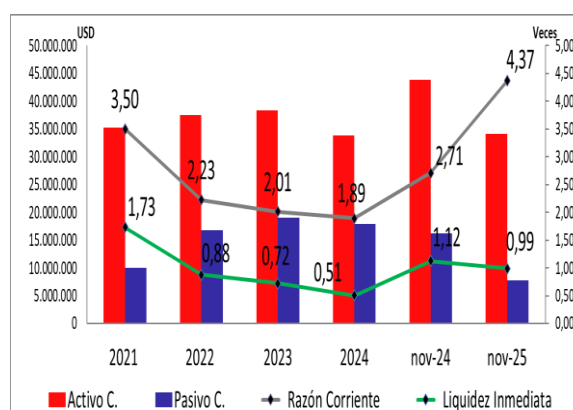
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 1,80 veces, lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo. Esto derivó, además, en un capital de trabajo positivo que significó el 40,69% de los activos en noviembre de 2025 (30,80% en diciembre 2024).

CUADRO 22, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
Activo Corriente	35.246	37.456	38.299	33.813
Pasivo Corriente	10.060	16.826	19.053	17.884
Razón Circulante (veces)	3,50	2,23	2,01	1,89
Liquidez Inmediata (veces)	1,73	0,88	0,72	0,51

Ítem	nov-24	nov-25
Activo Corriente	43.912	34.153
Pasivo Corriente	16.189	7.814
Razón Circulante (veces)	2,71	4,37
Liquidez Inmediata (veces)	1,12	0,99



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

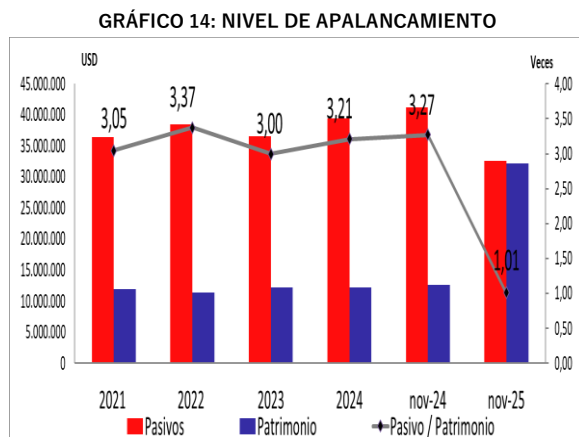
Indicadores de Eficiencia

Conforme revelan los indicadores de eficiencia, el crédito que la compañía recibe de sus proveedores no es suficiente para financiar el crédito que otorga a sus clientes, pues existe un desfase de aproximadamente 128 días en diciembre de 2024 (299 días en diciembre de 2023). Por otro lado, al considerar los días de inventario, el desfase crece en aproximadamente a 2.252 días en 2024 (1.104 días en diciembre de 2023), periodo para el cual la empresa utiliza fuentes de financiamiento diferentes a proveedores.

⁶⁹ De acuerdo con lo informado por la administración de la compañía, los aportes para futuras capitalizaciones están compuestos por el aporte realizado por unos de sus accionistas, por un monto de USD 8,20 millones, así como por los resultados acumulados a favor de los accionistas.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador de pasivo total sobre patrimonio se mantuvo por encima de 3 veces durante los períodos anuales (3,21 veces en diciembre de 2024); no obstante, para noviembre de 2025, éste descendió a 1,01 veces, comportamiento que refleja una disminución en el apalancamiento financiero y evidencia que, si bien la compañía ha financiado históricamente sus operaciones principalmente con recursos de terceros, en el último periodo se observa un aumento de la participación de capital propio en la estructura de financiamiento.



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), demostró que, la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 5,55 años en noviembre de 2025 (9,05 años en diciembre de 2024). Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 4,79 años a noviembre de 2025 (6,12 años en diciembre de 2024).

Contingentes

CARVAGU S.A. mantiene varias obligaciones como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto en total representa, al 30 de noviembre de 2025, el 5,30% de sus activos.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷⁰

Hasta el 21 de noviembre de 2025, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 60 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 44 se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y 16 en la Bolsa de Valores de Quito, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 519,90 millones, valor que representó el 47,19% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.101,64 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 28,28%, mientras que las titularizaciones representaron el 24,53%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

⁷⁰ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.376.716	1.662.443	1.279.309	2.369.733	2.007.281	1.349.555
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	13.538.453	12.918.160	12.081.275	12.944.488	6.729.549	6.122.613
Provisión cuentas incobrables	(270.179)	(278.566)	(27.751)	(27.752)	(41.524)	(33.659)
Inventarios	17.658.096	22.237.679	23.711.650	24.366.573	24.559.371	25.123.539
Otros Activos Corrientes	942.841	916.473	1.254.822	4.259.229	558.669	1.591.078
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	35.245.927	37.456.189	38.299.305	43.912.271	33.813.346	34.153.126
Propiedad, planta y equipo neto	4.376.350	4.453.103	4.636.660	4.789.970	4.762.733	12.165.663
Otros Activos No Corrientes	8.671.816	8.017.702	5.752.475	5.191.185	13.138.300	18.416.463
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.048.166	12.470.805	10.389.135	9.981.154	17.901.033	30.582.126
TOTAL ACTIVOS	48.294.093	49.926.994	48.688.440	53.893.426	51.714.379	64.735.252
PASIVOS						
Préstamos Instituciones financieras	5.887.181	10.511.223	10.877.605	8.382.457	9.265.508	442.956
Obligaciones Mercado de Valores	-	4.250.000	4.399.940	4.625.001	4.616.480	3.411.249
Proveedores locales y del exterior	706.846	494.584	804.897	598.198	545.714	1.160.411
Otros Pasivos Corrientes	3.466.422	1.570.253	2.970.420	2.583.044	3.456.076	2.799.213
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	10.060.449	16.826.060	19.052.862	16.188.700	17.883.778	7.813.828
Préstamos Instituciones financieras	9.597.841	7.174.575	4.974.725	7.900.678	6.563.921	12.123.258
Cuentas por pagar relacionadas LP	8.624.428	8.280.347	8.280.347	8.280.347	8.280.347	-
Otros Pasivos No Corrientes	8.075.855	6.233.063	4.195.048	8.909.471	6.709.169	12.623.784
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	26.298.124	21.687.985	17.450.120	25.090.496	21.553.437	24.747.043
Deuda Financiera	23.085.022	27.685.798	24.002.330	29.410.590	26.651.452	28.129.686
Deuda Financiera C/P	5.887.181	14.761.223	15.277.545	13.007.457	13.881.988	3.854.204
Deuda Financiera L/P	17.197.841	12.924.575	8.724.785	16.403.133	12.769.464	24.275.482
TOTAL PASIVOS	36.358.573	38.514.045	36.502.982	41.279.196	39.437.215	32.560.871
PATRIMONIO						
Capital Social	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000
Reservas	1.006.005	1.130.311	1.188.537	1.188.538	1.188.537	1.188.538
Ganancias y Pérdidas acumuladas	7.627.249	7.600.374	6.816.686	8.896.920	8.896.921	9.741.944
Aporte futura capitalización	-	-	-	-	-	17.268.974
Utilidad/Pérdida neta del ejercicio	1.202.266	582.264	2.080.235	428.778	91.706	1.874.926
TOTAL PATRIMONIO	11.935.520	11.412.949	12.185.458	12.614.236	12.277.164	32.174.381

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
Ventas	15.063.756	14.301.228	13.473.584	12.609.761	13.948.375	15.836.442
Costo de ventas	4.537.919	4.542.094	10.749.770	3.971.062	4.219.796	4.861.193
MARGEN BRUTO	10.525.837	9.759.134	2.723.814	8.638.699	9.728.579	10.975.249
Total Gastos Operacionales	6.738.604	6.292.985	6.306.430	5.832.199	6.549.577	6.544.921
UTILIDAD OPERACIONAL	3.787.233	3.466.149	(3.582.616)	2.806.501	3.179.002	4.430.329
Gastos Financieros	1.819.398	2.065.677	2.128.092	2.599.192	2.937.977	2.474.238
Otros ingresos / egresos netos	(193.617)	(256.937)	6.650.057	221.469	243.615	(81.164)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1.774.218	1.143.535	939.349	428.778	484.640	1.874.926
15% participación de trabajadores	(266.133)	0	0	0	0	0
Impuesto a la Renta	(305.819)	(561.271)	1.140.886	0	(392.934)	0
UTILIDAD/PERDIDA NETA DEL EJERCICIO	1.202.266	582.264	2.080.235	428.778	91.706	1.874.926

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
Gastos Operacionales / Ingresos	44,73%	44,00%	46,81%	46,25%	46,96%	41,33%
Utilidad Operacional / Ingresos	25,14%	24,24%	-26,59%	22,26%	22,79%	27,98%
Utilidad Neta del Ejercicio / Ingresos	7,98%	4,07%	15,44%	3,40%	0,66%	11,84%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	315,01%	595,29%	-172,22%	654,53%	3466,51%	236,29%
Utilidad / capital permanente	5,59%	3,48%	14,76%	2,32%	0,57%	6,95%
Utilidad Operativa / capital permanente	17,61%	20,71%	-25,42%	15,22%	19,68%	16,42%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-16,10%	-44,13%	319,68%	51,65%	265,65%	-4,33%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	151,33%	354,77%	102,30%	606,19%	3203,69%	131,96%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	10,07%	5,10%	17,07%	3,40%	0,75%	5,83%
Rentabilidad sobre Activos	2,49%	1,17%	4,27%	0,80%	0,18%	2,90%
Utilidad operacional / activos operacionales	9,79%	8,46%	-8,60%	6,89%	8,36%	10,81%
Resultados operativos medidos / activos totales	7,84%	6,94%	-7,36%	5,68%	6,15%	7,47%
Liquidez						
Razón Corriente	3,50	2,23	2,01	2,71	1,89	4,37
Liquidez Inmediata	1,73	0,88	0,72	1,12	0,51	0,99
Capital de Trabajo	25.185.478	20.630.129	19.246.443	27.723.572	15.929.568	26.339.298
Capital de Trabajo / Activos Totales	52,15%	41,32%	39,53%	51,44%	30,80%	40,69%
Cobertura						
EBITDA	4.927.728	4.935.383	-2.211.293	3.651.936	4.356.264	5.164.448
EBITDA anualizado	4.927.728	4.935.383	-2.211.293	3.287.603	4.356.264	5.868.776
Ingresos	15.063.756	14.301.228	13.473.584	12.609.761	13.948.375	15.836.442
Gastos Financieros	1.819.398	2.065.677	2.128.092	2.599.192	2.937.977	2.474.238
EBITDA / Ingresos	32,71%	34,51%	-16,41%	28,96%	31,23%	32,61%
EBITDA/Gastos Financieros	2,71	2,39	-1,04	1,41	1,48	2,09
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,16	0,13	-0,15	0,10	0,12	0,17
EBITDA / Deuda total	0,21	0,18	-0,09	0,11	0,16	0,21
Flujo libre de caja / deuda total	0,26	0,59	1,02	0,63	0,76	0,11
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	27,63	7,33	-2,11	0,00	8,55	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,16	0,64	1,02	0,00	0,51	0,00
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,05	3,37	3,00	3,27	3,21	1,01
Activo Total / Capital Social	23,00	23,77	23,18	25,66	24,63	30,83
Pasivo Total / Capital Social	17,31	18,34	17,38	19,66	18,78	15,51
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,68	5,61	-10,85	8,95	6,12	4,79
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	7,38	7,80	-16,51	12,56	9,05	5,55
Deuda Financiera / Pasivo	63,49%	71,88%	65,75%	71,25%	67,58%	86,39%
Deuda Financiera / Patrimonio	193,41%	242,58%	196,98%	233,15%	217,08%	87,43%
Pasivo Total / Activo Total	75,29%	77,14%	74,97%	76,59%	76,26%	50,30%
Capital Social / Activo Total	4,35%	4,21%	4,31%	3,90%	4,06%	3,24%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	25,50%	53,32%	63,65%	44,23%	52,09%	13,70%
Sólidez						
Patrimonio Total / Activo Total	24,71%	22,86%	25,03%	23,41%	23,74%	49,70%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	321	323	327	344	175	129
Duración de Existencias (días)	1.420	1.787	805	2.056	2.124	1.726
Plazo de Proveedores	57	40	27	50	47	80

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating