

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CARTIMEX S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 309/2023, del 29 de diciembre de 2023  
Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2023

Analista: Econ. Domenica Jacho  
dominica.jacho@classrating.ec  
[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**CARTIMEX S.A.** es una empresa que se dedica a la compra, venta, importación, exportación y comercialización de equipos tecnológicos, además presenta una constante propuesta innovadora, ofreciendo productos de vanguardia y con alta calidad, lo cual le ha llevado a ser una empresa líder indiscutible en la comercialización de productos tecnológicos con la mayor cobertura en el país.

### **Quinta Revisión**

**Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00011171, emitida el 21 de diciembre de 2021**

### **Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 309/2023 del 29 de diciembre de 2023 decidió otorgar la calificación de “AA+” (**Doble A más**) a la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A. por un monto de hasta cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

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 un 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 períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARTIMEX S.A., se fundamenta en:

### **Sobre el Emisor:**

- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual desarrollan sus actividades, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

- Dentro de los segmentos de negocio que la compañía posee, se destacan distintas categorías de productos como accesorios, celulares, componentes, computo, electrónica, impresión, notebooks, entre las más importantes.
- Entre las principales marcas que la compañía distribuye, se encuentra: Hewlett Packard, Epson, Samsung, LG, Dell, Microsoft, Intel, IBM, entre otras.
- Para diciembre de 2022, los ingresos ordinarios registraron un incremento del 3,07% frente a su similar de 2021, arrojando una suma de USD 70,39 millones, comportamiento que estuvo impulsado principalmente por un aumento en las ventas de laptops, impresoras y escaners, así como el aumento en el rubro de otros ingresos. Para octubre de 2023, los ingresos ordinarios decrecieron (-6,85%) frente a su similar de 2022, totalizando USD 47,75 millones (USD 51,26 millones en octubre de 2022), como efecto de una reducción en las líneas de negocio: laptops, tv y video, celulares y tablets, entre otros.
- El margen operacional de CARTIMEX S.A., se mantuvo en rangos similares entre los períodos analizados, puesto que pasaron de 4,80% de los ingresos al término de 2021 a 5,06% en diciembre de 2022, como efecto de un manejo relativamente estable sobre sus costos y gastos. Para octubre de 2023, la utilidad operacional representó el 3,89% de los ingresos, porcentaje inferior al registrado en su similar de 2022 cuando fue de 5,19% como efecto de menores ventas.
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo analizado, que, entre los años 2019 y 2022 significó en promedio apenas el 0,63% de los ingresos (0,62% en diciembre de 2022). Al 31 de octubre de 2023 CARTIMEX S.A. registró una utilidad antes de impuestos que representó el 1,28% de los ingresos (1,05% de los ingresos en octubre de 2022), comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos.
- Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento relativamente estable en su representación sobre los ingresos, significando el 5,72% de los ingresos en el año 2021, 5,95% en 2022 y un 4,59% en octubre de 2023, lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera aceptable sus gastos financieros (excepto en octubre de 2023 cuando la relación fue inferior a 1 veces).
- A partir del año 2021, los activos totales de CARTIMEX S.A., presentaron un comportamiento decreciente, pasando de USD 61,46 millones en ese año a USD 60,05 millones en diciembre de 2022 y USD 58,83 millones en octubre de 2023, como efecto de las variaciones presentadas en cuentas por cobrar relacionadas, principalmente.
- Al 31 de octubre de 2023, la cartera estuvo concentrada principalmente en cartera por vencer con 71,91% (75,85% a diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida representó el 28,09% (24,15% en diciembre de 2022), misma que estuvo concentrada en los rangos, 1 a 30 días 11,19% (6,59% a diciembre de 2022) y más de 90 días 9,11% (7,44% a diciembre de 2022). Se evidencia un ligero deterioro en la cartera, lo que podría generar posibles afectaciones al flujo de efectivo en caso de que dicha cartera pase a otras bandas.
- Los pasivos totales de CARTIMEX S.A., financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, no obstante, su representación sobre los activos fue descendente, pasando de un 84,72% en el año 2019 a 69,48% de los activos en diciembre de 2022 y un 67,32% en octubre de 2023. Este comportamiento obedece a la reducción de su deuda con costo de coto plazo, así como del registro de menores saldos con sus relacionadas.
- El patrimonio financió un 30,52% de los activos en diciembre de 2022 y un 32,68% en octubre de 2023, en donde las cuentas que primaron en el financiamiento de los activos fueron los resultados acumulados, que incluye principalmente el superávit por revaluación de activos intangibles (revaluó de marcas "COMPUTRON" y "XTRATECH" registrado en 2021) que significó el 22,06% de los activos en octubre de 2023 (20,48% en diciembre de 2022), y el capital social con el 6,62% (6,48% en diciembre de 2022).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARTIMEX S.A., se posicionaron en niveles adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo.
- Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose por encima de las 2 veces durante el periodo analizado, no obstante, dicho financiamiento disminuyó de 5,55 veces en 2019 a 2,28 en diciembre 2022 y 2,06 en octubre de 2023.

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 05 de octubre de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CARTIMEX S.A., la misma que resolvió aprobar y autorizar la Séptima Emisión de Obligaciones, por la suma de hasta USD 5,00 millones.
- Con fecha 19 de octubre de 2021, CARTIMEX S.A. como emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A.
- Con fecha 11 de enero de 2022, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 28 de enero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones).
- Al 30 de abril de 2023, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de la Séptima Emisión de Obligaciones ascendió al monto de USD 3,18 millones, luego de haber cancelado de manera oportuna el dividendo de las Clases 1 y 2.
- 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:
  - ✓ 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 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- La Emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta Emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,50.
  - Al 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Con fecha 31 de octubre de 2023, la Compañía presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 34,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 27,99 millones. Dicho valor genera una cobertura de 11,43 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A., 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. Durante el periodo transcurrido, se observa que las cifras octubre de 2023 fueron comparadas con las proyecciones del año 2023, 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:

- Debido a la constante innovación del sector de la tecnología, sus avances y tendencias, el inventario de CARTIMEX S.A., si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto.
- Nuevas regulaciones que se relacionen con la importación de los productos que comercializa la compañía, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus artículos, pero de no darse lo mencionado, traería consigo una posible disminución en la rentabilidad de la compañía.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los

productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis, las personas podrían prescindir de este tipo de artículos.

- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas pendientes con CARTIMEX S.A., lo que eventualmente podría afectar al flujo de la compañía
- La importante penetración de otras marcas al mercado, especialmente de procedencia China, con menores precios, lo cual podría ocasionar una merma en la participación de mercado de la compañía.
- 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 actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con CARTIMEX 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.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.

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 Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A. son los activos libres de gravámenes consistentes en caja-bancos, inventarios y cuentas por cobrar clientes, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

- Los inventarios de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, pérdida de valor, o eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con diversas pólizas de seguros debidamente contratadas.
- El inventario que respalda la emisión, si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones, calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario.
- Afectaciones de tipo natural como es el caso de inundaciones, temblores, entre otros, podrían ocasionar un alto grado de afectación sobre los inventarios.
- El activo caja-bancos que respalda la emisión tiene el riesgo de que, si la empresa deja de operar normalmente, la empresa pudiera sufrir de iliquidez y no disponer de efectivo en caja bancos.
- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar clientes 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 de clientes que podían 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, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes 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. En lo que

respecta a Caja-bancos tendrían un alto grado de liquidación y dependería únicamente de que se repongan o mantengan; mientras que los inventarios presentarían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando y de que la empresa disponga de los recursos necesarios para su reposición, además de que se conserven en buen estado de funcionamiento y uso el mismo.

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 31 de octubre de 2023, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a éstas 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 Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CARTIMEX S.A., del 05 de octubre de 2021.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de CARTIMEX S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados al 31 de octubre de 2022 y 31 de octubre de 2023.
- 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.).
- Prospecto de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

- El 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.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.

- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones 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.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables
- Consideraciones de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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 05 de octubre de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CARTIMEX S.A., la misma que estuvo conformada por la totalidad del capital suscrito de la sociedad. La Junta resolvió por unanimidad aprobar y autorizar la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A., por la suma de hasta USD 5,00 millones.

Posteriormente, con fecha 19 de octubre de 2021, CARTIMEX S.A. como emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

EMISIÓN DE OBLIGACIONES– CARTIMEX S.A.				
Emisor	CARTIMEX S.A.			
Capital a Emitir	USD 5'000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Clase, monto, plazo y tasa de interés	Clase	Monto	Plazo	Tasa de Interés
	1	2.500.000,00	1.080 días	8,25% fija anual
	2	2.500.000,00	1.440 días	8,50% fija anual
Base de cálculo	Base comercial de 360 días por año.			
Pago Intereses	Trimestral.			

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

<b>Amortización Capital</b>	Trimestral.
<b>Títulos de las obligaciones</b>	Valores desmaterializados. Se emitirán valores de valor nominal unitario de USD 1,00, o múltiplos.
<b>Rescates Anticipados y sistema de conversión</b>	No serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.
<b>Underwriting</b>	No contempla contrato de Underwriting.
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública.
<b>Agente Estructurador y Colocador</b>	PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A.
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.
<b>Destino de los recursos</b>	100% a capital de trabajo, consistente en la adquisición de inventario de equipos de cómputo y tecnología.
<b>Fecha de Emisión</b>	Será la fecha en que se coloque el primer valor de cada clase.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Estudio Jurídico PANDZIC & Asociados S.A.
<b>Forma de Negociación</b>	Bursátil.
<b>Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros</b>	<p>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:</p> <p>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:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>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.</li> </ol>
<b>Límite de Endeudamiento</b>	La Emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta Emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,50.

Fuente: Escritura de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realiza la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE 1					CLASE 2				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
11-ene-22				2.500.000	11-ene-22				2.500.000
11-abr-22	208.250	51.563	259.813	2.291.750	11-abr-22	156.250	53.125	209.375	2.343.750
11-jul-22	208.250	47.267	255.517	2.083.500	11-jul-22	156.250	49.805	206.055	2.187.500
11-oct-22	208.250	42.972	251.222	1.875.250	11-oct-22	156.250	46.484	202.734	2.031.250
11-ene-23	208.250	38.677	246.927	1.667.000	11-ene-23	156.250	43.164	199.414	1.875.000
11-abr-23	208.250	34.382	242.632	1.458.750	11-abr-23	156.250	39.844	196.094	1.718.750
11-jul-23	208.250	30.087	238.337	1.250.500	11-jul-23	156.250	36.523	192.773	1.562.500
11-oct-23	208.250	25.792	234.042	1.042.250	11-oct-23	156.250	33.203	189.453	1.406.250
11-ene-24	208.250	21.496	229.746	834.000	11-ene-24	156.250	29.883	186.133	1.250.000
11-abr-24	208.250	17.201	225.451	625.750	11-abr-24	156.250	26.563	182.813	1.093.750
11-jul-24	208.250	12.906	221.156	417.500	11-jul-24	156.250	23.242	179.492	937.500
11-oct-24	208.250	8.611	216.861	209.250	11-oct-24	156.250	19.922	176.172	781.250
11-ene-25	209.250	4.316	213.566	-	11-ene-25	156.250	16.602	172.852	625.000
	<b>2.500.000</b>	<b>335.270</b>	<b>2.835.270</b>		11-abr-25	156.250	13.281	169.531	468.750
					11-jul-25	156.250	9.961	166.211	312.500
					11-oct-25	156.250	6.641	162.891	156.250
					11-ene-26	156.250	3.320	159.570	-
						<b>2.500.000</b>	<b>451.563</b>	<b>2.951.563</b>	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

## Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de octubre de 2023)

Con fecha 21 de diciembre de 2021, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00011171, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 27 de diciembre de 2021. El plazo de la oferta pública vence el 21 de septiembre de 2022.

## Colocación de los Valores

Con fecha 11 de enero de 2022, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 28 de enero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones).

## Saldo de Capital

Hasta el 31 de octubre de 2023, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de la Séptima Emisión de Obligaciones ascendió al monto de USD 2,45 millones, luego de haber cancelado de manera oportuna el dividendo de las Clases 1 y 2.

## 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 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con los resguardos mencionados en los incisos anteriores.

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.

## Límite de Endeudamiento

La Emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta Emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,50.

❖ Al 31 de octubre de 2023 la compañía cumplió con lo listado anteriormente.

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

**CUADRO 4: RESGUARDOS CUANTIFICABLES**

INDICADOR	Límite establecido	oct-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	1,21	Sí
Activos depurados/ Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	3,81	Sí
Pasivos con instituciones financieras / Activos totales	No mayor a 0,50	0,31	Sí

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

### Monto Máximo de la Emisión

La Séptima Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A. está respaldada por una Garantía General otorgada por CARTIMEX S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Al 31 de octubre de 2023, CARTIMEX S.A alcanzó un total de activos de USD 58,83 millones, de los cuales USD 52,81 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

**CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, Octubre 2023 (USD)**

Activos	Libres	%
Disponibles	1.354.011	2,56%
Exigibles	25.352.289	48,00%
Realizables	6.762.930	12,81%
Propiedad Planta y Equipo	1.897.069	3,59%
Otros activos	17.446.463	33,03%
<b>TOTAL</b>	<b>52.812.763</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: CARTIMEX 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 31 de octubre de 2023, 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 complementarias<sup>1</sup>.

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

Determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de octubre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 34,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 27,99 millones. Dicho valor genera una cobertura de 11,43 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones – CARTIMEX S.A., objeto de la presente calificación, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

<sup>1</sup> 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.

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de octubre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,56 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (Octubre 2023)

Descripción	USD
Total Activos	58.828.609
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	
(-) Activos Gravados	6.015.846
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	603.740
(-) Derechos Fiduciarios <sup>3</sup>	427.936
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	125.224
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>4</sup>	9.125.200
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	5.542.470
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup>	2.004.996
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>34.983.197</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión</b>	<b>27.986.558</b>
Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	2.448.500
<b>Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>14,29</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>11,43</b>

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de octubre de 2023, 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 1,16 veces<sup>6</sup> 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 31 de octubre de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 6,02 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 52,81 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 y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, 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 la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 31 de octubre de 2023, el 30,10% del 200% del patrimonio y el 60,20% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, Octubre 2023

Descripción	USD
Patrimonio	19.225.613
<b>200% del Patrimonio (USD)</b>	<b>38.451.226</b>
Séptima Emisión de Obligaciones	2.448.500
Octava Emisión de Obligaciones	2.125.200
Sexto Programa de Papel Comercial	4.000.000
Novena Emisión de Obligaciones	3.000.000
<b>Total Emisiones Vigentes</b>	<b>11.573.700</b>
<b>Valores por emitir / 200% del Patrimonio</b>	<b>30,10%</b>

<sup>2</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

<sup>3</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros.

<sup>4</sup> para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación.

<sup>5</sup> 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.

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

Valores por emitir / Patrimonio 60,20%

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

### Proyecciones del Emisor

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	69.528	72.002	74.820	77.778	79.315
Costo de ventas	59.151	61.092	63.470	65.764	67.373
<b>Utilidad bruta</b>	<b>10.378</b>	<b>10.910</b>	<b>11.350</b>	<b>12.013</b>	<b>11.942</b>
Gastos de administración y ventas	7.725	7.979	8.372	8.710	8.878
Depreciación	509	531	583	640	706
<b>Utilidad operativa</b>	<b>2.143</b>	<b>2.400</b>	<b>2.396</b>	<b>2.663</b>	<b>2.358</b>
Gastos financieros	2.337	2.424	2.360	2.607	2.402
Otros ingresos	934	773	787	877	863
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>740</b>	<b>748</b>	<b>823</b>	<b>934</b>	<b>819</b>
Participación trabajadores	111	112	123	140	123
Impuesto a la renta	157	159	175	198	174
<b>Utilidad neta</b>	<b>472</b>	<b>477</b>	<b>525</b>	<b>595</b>	<b>522</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

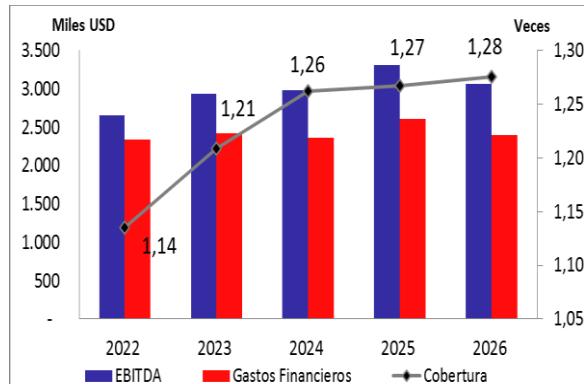
Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero determinaron que para el año 2022 las ventas crecerían un 1,81% frente al ejercicio previo de 2021. Posteriormente, se determinó una tasa de crecimiento del 3,56% para el año 2023; del 3,91% para el año 2024; y del 3,95% y 1,98% para los años 2025 y 2026. Los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje relativamente constante sobre los ingresos, mismos que en promedio (2022 - 2026) significarían un 84,85%, lo que le permitiría generar un margen bruto promedio de 15,15% sobre los ingresos.

Los gastos operacionales tendrían una participación relativamente constante sobre los ingresos; mientras que el resultado operacional, se presentaría positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación sobre los ingresos que pasaría de 3,08% en 2022 a 3,20% en 2024 y 2,97% en 2026.

Los gastos financieros pasarían de representar el 3,36% de los ingresos en el año 2022 a 3,03% al cierre del año 2026. Una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 0,68% de los ingresos en 2022 al 0,66% en 2026.

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. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,14 veces en el año 2022 a 1,28 veces en el año 2026.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado por otra parte presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, los mismos que se presentan positivos a lo largo de la proyección; luego

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

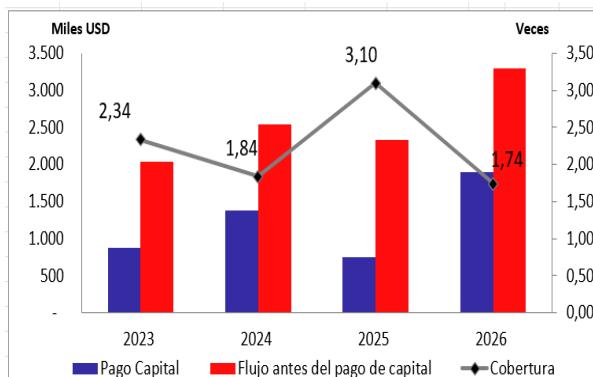
incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado; finalmente, se incluye las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad neta	472	477	525	595	522
(+) Depreciación	509	531	583	640	706
(-) Cambios en cuentas por cobrar clientes	3.076	(541)	(617)	(647)	(336)
(-) Cambios en cuentas por cobrar relacionadas	1.055	(99)	(113)	(119)	(62)
(-) Cambios en Inventarios	(4.009)	(575)	(3.510)	(780)	(547)
(-) Cambios en otras cuentas por cobrar	(4.150)	41	1.662	(1.828)	194
(-) Cambios en otros activos corrientes	3.339	(31)	(144)	200	(95)
(+) Cambios en cuentas por pagar	5.704	448	3.653	1.908	2.822
(+) Cambios en otros pasivos	(412)	94	143	138	(485)
<b>Flujo de Efectivo Actividades Operativas</b>	<b>5.584</b>	<b>344</b>	<b>2.181</b>	<b>108</b>	<b>2.717</b>
(-) Cambios en Activo fijo depreciable	(366)	(393)	(430)	(472)	(519)
(-) Cambios en inversiones, activos intangibles y otros activos	127	5	5	-	-
<b>Flujo de Efectivo Actividades de Inversión</b>	<b>(239)</b>	<b>(388)</b>	<b>(426)</b>	<b>(472)</b>	<b>(519)</b>
(+) Cambios en obligaciones bancarias y financieras	(7.653)	691	(510)	1.951	(1.615)
(+) Colocación VII Emisión de Obligaciones	2.781	-	-	-	-
(-) Pago VII Emisión de Obligaciones	-	(875)	(875)	(750)	(281)
(-) Movimiento patrimonial	(53)	(377)	(382)	(420)	(476)
<b>Flujo de Efectivo Actividades de Financiamiento</b>	<b>(4.924)</b>	<b>(561)</b>	<b>(1.767)</b>	<b>781</b>	<b>(2.373)</b>
<b>Flujo de efectivo neto del periodo</b>	<b>420</b>	<b>(605)</b>	<b>(11)</b>	<b>417</b>	<b>(174)</b>
Saldo inicial de efectivo	1.354	1.774	1.169	1.158	1.575
<b>Saldo final de efectivo</b>	<b>1.774</b>	<b>1.169</b>	<b>1.158</b>	<b>1.575</b>	<b>1.401</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>7</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 2,34 veces en 2023, mientras que, para diciembre de 2026, sería de 1,74 veces. Además, la rentabilidad esperada del ROE y ROA, resultaría positiva para todos los períodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (ingreso por ventas), 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 de 0,50% en las ventas para los años 2022 y 2023 y de 0,25% para el período (2024-2026), con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los períodos proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

<sup>7</sup> (\*) Flujo de efectivo final en cada uno de los períodos antes de considerar el pago de capital de la deuda con costo.

### Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	71.348	72.422	73.523	74.082	74.645
Costo de ventas	60.454	61.364	62.297	62.770	63.247
<b>Utilidad bruta</b>	<b>10.895</b>	<b>11.059</b>	<b>11.227</b>	<b>11.312</b>	<b>11.398</b>
Gastos administración y ventas	7.097	7.203	7.313	7.368	7.425
Depreciación	513	522	531	539	548
<b>Utilidad operativa</b>	<b>3.285</b>	<b>3.333</b>	<b>3.383</b>	<b>3.404</b>	<b>3.425</b>
Gastos financieros	2.460	2.312	2.210	2.255	2.143
<b>Utilidad antes de impuestos y participación</b>	<b>825</b>	<b>1.022</b>	<b>1.174</b>	<b>1.149</b>	<b>1.282</b>
Participación trabajadores	124	153	176	172	192
Impuesto a la renta	175	217	249	244	272
<b>Utilidad neta</b>	<b>526</b>	<b>651</b>	<b>748</b>	<b>732</b>	<b>817</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

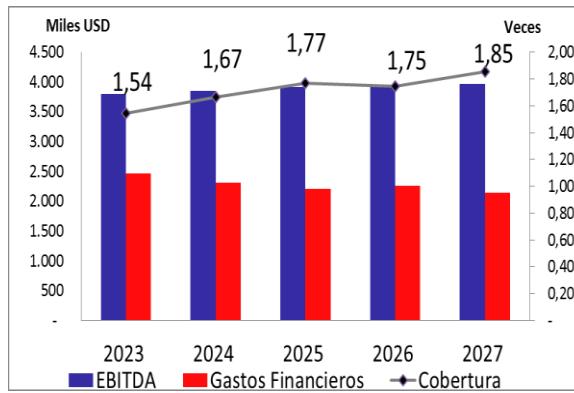
Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero determinaron que para el año 2023 las ventas crecerían un 1,37% frente al ejercicio previo de 2022. Posteriormente, se determinó una tasa de crecimiento del 1,51% para el año 2024, 1,52% para el año 2025; y del 0,76% para los años 2026 y 2027. Los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje relativamente constante sobre los ingresos, mismos que en promedio (2023 - 2027) significarían un 84,73%, lo que le permitiría generar un margen bruto promedio de 15,27% sobre los ingresos.

Los gastos operacionales tendrían una participación relativamente constante sobre los ingresos; mientras que el resultado operacional, se presentaría positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación sobre los ingresos que pasaría de 4,60% entre 2023 a 2026 y 4,59% en el año 2027.

Los gastos financieros pasarían de representar el 3,45% de los ingresos en el año 2023 a 2,87% al cierre del año 2027. Finalmente, una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que significaría un 0,74% de los ingresos en 2023 a 1,09% en 2027.

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. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,54 veces en el año 2023 a 1,85 veces en el año 2027.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado por otra parte presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, los mismos que se presentan positivos a lo largo de la proyección; luego incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado; finalmente, se incluye las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal

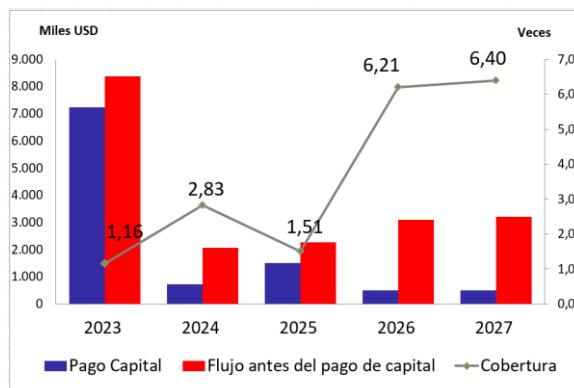
modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 11: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027
Utilidad neta	526	651	748	732	817
Depreciación	513	522	531	539	548
Variaciones en cuentas del activo y pasivo	1.703	(97)	(321)	(345)	(621)
<b>Flujo de efectivo de Operación</b>	<b>2.742</b>	<b>1.076</b>	<b>958</b>	<b>927</b>	<b>745</b>
Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(149)	(151)	(154)	(157)	(159)
<b>Flujo de efectivo de Inversión</b>	<b>(149)</b>	<b>(151)</b>	<b>(154)</b>	<b>(157)</b>	<b>(159)</b>
Variación en financiamiento con Inst. Financieras	(7.232)	(228)	128	1.569	9
Colocación Emisión de Obligaciones	3.000	-	-	-	-
(-) Pago Emisión de Obligaciones	-	(500)	(1.500)	(500)	(500)
<b>Flujo de efectivo de Financiamiento</b>	<b>(4.232)</b>	<b>(728)</b>	<b>(1.372)</b>	<b>1.069</b>	<b>(491)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO NETO</b>	<b>(1.639)</b>	<b>196</b>	<b>(568)</b>	<b>1.839</b>	<b>94</b>
Saldo Inicial	2.775	1.136	1.332	764	2.604
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>1.136</b>	<b>1.332</b>	<b>764</b>	<b>2.604</b>	<b>2.698</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 4: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>8</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,25 veces en 2023, mientras que, para diciembre de 2027, sería de 0,08 veces. Además, la rentabilidad esperada del ROE y ROA, resultaría positiva para todos los períodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (ingreso por ventas), 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 de 0,50% en las ventas para el año 2023, 0,30% en el 2024, 0,25% en el 2025 y de 0,70% para los períodos del (2026 y 2027), con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los períodos proyectados.

### Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se realizó una comparación entre el Estado de Resultados real de octubre de 2023 vs el proyectado a diciembre de 2023. En base a lo mencionado se pudo apreciar que las ventas registraron un avance de 66,92% y al deducir los costos de ventas, la utilidad bruta alcanzó un nivel de 66,73%. Por otro lado, el avance de los gastos operativos fue de 71,14% y por ello la Utilidad Operativa tuvo una ejecución del 56,52%. Luego de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales, la utilidad antes de impuestos registró un avance del 74,02%.

<sup>8</sup> (\*) Flujo de efectivo final en cada uno de los períodos antes de considerar el pago de capital de la deuda con costo.

CUADRO 12: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Cuenta	Proyectado IV T 2023	Real Octubre-2023	Avance
Ventas netas	71.348.294	47.745.643	66,92%
Costo de ventas	60.453.583	40.475.701	66,95%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>10.894.711</b>	<b>7.269.942</b>	<b>66,73%</b>
Gastos administrativos y ventas	7.610.023	5.413.524	71,14%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>3.284.687</b>	<b>1.856.418</b>	<b>56,52%</b>
Gastos financieros	2.459.915	2.346.367	95,38%
Otros gastos / ingresos, neto	-	1.100.436	-
<b>Utilidad antes de impuestos y participación</b>	<b>824.773</b>	<b>610.487</b>	<b>74,02%</b>

Fuentes: Estructuración Financiera/ Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que al 31 de octubre de 2023 la compañía registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación de USD 0,68 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de inversión fue de USD -9.636,00, y un flujo de financiamiento de USD -2,29 millones, lo que generó un neto de efectivo y equivalentes de efectivo de USD 1,16 millones, monto que representó el 1,97% de los activos y el 2,42% de los ingresos.

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, 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) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,4% en 2023 y 1,8% en 2024<sup>9</sup>. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 1,3% en el 2023 y un 1,9% en 2024<sup>10</sup>. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo<sup>11</sup>.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero<sup>12</sup>. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para el año 2023 y de 0,8% para 2024, a lo largo del año, las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja<sup>13</sup>.

<sup>9</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

<sup>10</sup> <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

<sup>11</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

<sup>12</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

<sup>13</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,1% en 2023 (+1,5% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,7% en 2023 y +1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,2% en 2023 y 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para los años 2023 y 2024<sup>14</sup>.

Por último, el FMI menciona que es necesaria una cooperación multilateral más rápida y más eficiente en las resoluciones de la deuda para evitar tensiones por sobreendeudamiento. La cooperación es también necesaria para mitigar los efectos del cambio climático y acelerar la transición verde, entre otras formas garantizando el flujo transfronterizo regular de los minerales necesarios<sup>15</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a octubre de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (sep 2023)	49,53%	Inflación mensual (oct 2023)	-0,18%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-oct 2023	1.746,03 (Superávit)	Inflación anual (oct 2023)	1,93%
Reservas Internacionales (millones USD 30-nov-2023)	5.658,11	Inflación acumulada (oct 2023)	1,78%
Riesgo país (13 de dic 2023)	2.141 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 15-dic-2023)	71,82	Tasa de Desempleo urbano (oct 2023)	4,58%

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

**Producto Interno Bruto (PIB):** Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el segundo trimestre del 2023 el PIB creció en 3,3% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de +2,5% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el segundo trimestre de 2023 en la industria suministro de electricidad y agua (+10,8% en comparación a su similar de 2022); seguida de acuicultura y pesca de camarón (+10,5% respecto al segundo trimestre de 2022); enseñanza y servicios sociales y de salud (+8,5% respecto a su similar de 2022); y, correo y comunicaciones (+7,5% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del gasto del gobierno, consumo final de los hogares y formación bruta de capital flujo (FBKF)<sup>16</sup>.

La economía de Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. El informe 'Conectados: tecnologías digitales para la inclusión y el crecimiento' revela que el Producto Interno Bruto (PIB) regional crecerá un 2% en 2023, proyectando tasas de 1,3%, 1,9% y 2,2% para Ecuador en los años 2023, 2024 y 2025, respectivamente. El Banco Central, ajustando sus previsiones debido a la disminución de la producción petrolera y otros factores, prevé un crecimiento del 1,5% en 2023 y un mero 0,8% en 2024. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones

<sup>14</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

<sup>15</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2023

<sup>16</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIIT\\_2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIIT_2023.pdf)

económicas y la legislación amigable con la inversión. El editor de Análisis Semanal, Alberto Acosta Burneo, resalta la importancia de abrir mercados, simplificar trámites y eliminar barreras para crear un entorno más atractivo para inversionistas. La región latinoamericana, similar a Ecuador, requiere cambios significativos para ser competitiva y atraer inversiones<sup>17</sup>.

El **Riesgo País** registró 2.086 puntos al 19 de diciembre de 2023. 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 interés<sup>18</sup>.

La **calificación de deuda** al 20 de diciembre de 2023<sup>19</sup> de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha 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"<sup>20</sup>. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país<sup>21</sup>.

Para octubre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 24.273 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 25.224 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: materias primas, combustibles y lubricantes, bienes de consumo, bienes de capital, tráfico postal y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para octubre de 2023 alcanzaron USD 26.019 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 27.482 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta octubre de 2023 arrojaron una suma de USD 18.592 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 7.427 millones.

Hasta octubre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.746,0 millones, USD 512,0 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.258,0 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.835 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 89 millones<sup>22</sup>.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril posteriormente presenta una tendencia variable, cerrando en USD 78,87 en enero de 2023 y al 19 de diciembre de 2023 registró USD 73,44 por barril (USD 75,89 por barril al 19 de noviembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20<sup>23</sup> por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84<sup>24</sup>.

<sup>17</sup> <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

<sup>18</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

<sup>19</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

<sup>20</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

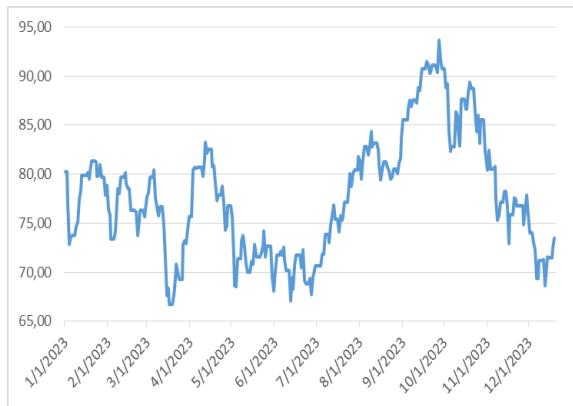
<sup>21</sup> <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respundo-el-gobierno/>

<sup>22</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/m2058/IEM-322-e.xlsx>

<sup>23</sup> <https://finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan>

<sup>24</sup> [https://finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1\\_Justificativo-Proforma-2023.pdf](https://finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf)

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



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

En octubre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,96 millones de barriles, lo que representa un 2,14% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,74 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,21 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador<sup>25</sup>.

En octubre de 2023, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, descendió un 1,6%, cerrando en USD 81,02 y acumulando una reducción del 10,8%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Ed Moya, analista de Oanda, advierte que la preocupación por los eventos en Oriente Medio mantendrá la sensibilidad de los precios. En septiembre de 2023, el precio promedio del barril WTI fue USD 89,95, superando los USD 90 en la semana del 20 de septiembre<sup>26</sup>.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta noviembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 16.019 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto al mismo período de 2022 (USD 15.783 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta noviembre de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.757 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.292 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.006 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 766 millones<sup>27</sup>.

La **inflación mensual** en octubre de 2023 registró una variación de -0,18%, mientras que la variación **anual** fue de 1,93% y la **acumulada** fue de 1,78%. Para octubre de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 9 agrupaciones que ponderan el 82,27% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 3 agrupaciones que en conjunto ponderan el 17,73% se registraron resultados negativos, siendo Prendas de vestir y calzado; y Recreación y cultura, las de mayor variación<sup>28</sup>.

En referencia al **salario nominal promedio**, para noviembre de 2023, se fijó en USD 524,83<sup>29</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. 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 469,68 para noviembre 2023<sup>30</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en noviembre de 2023, se ubicó en USD

<sup>25</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023201.pdf>

<sup>26</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-guerra-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%C3%A1Da%20Petroecuador.-,El%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotiz%C3%B3%20en%20USD%2081%2C02>.

<sup>27</sup> <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202310.pdf>

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202311.pdf>

<sup>30</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

784,65<sup>31</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 107,05% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2024<sup>32</sup>.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,6% en octubre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**<sup>33</sup> pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 34,8% en octubre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,3% a octubre de 2023<sup>34</sup>.

A junio 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 27,0% y la pobreza extrema en 10,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,0% y en el área rural alcanzó el 46,4% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>35</sup>, se ubicó en 0,467 a junio del 2023 (0,453 en junio de 2022), es decir existe un leve crecimiento con respecto a su similar. 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 2023 se ubicó en USD 89,29 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,32 mensuales per cápita (a junio de 2022 USD 87,57 y USD 49,35 respectivamente)<sup>36</sup>.

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 fue de 7,70% para diciembre de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,94%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,24%<sup>37</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para octubre de 2023 alcanzó la suma de USD 77.979,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.676,9 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.332,5 millones<sup>38</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.598 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía<sup>39</sup>.

Para noviembre de 2023, la cartera de crédito total cerró en USD 42.129 millones, lo que representa un incremento de 9,9% frente a su similar período de 2022 (USD 3.798 millones más). El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para noviembre de 2023, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento del 9,9% anual en noviembre, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales<sup>40</sup>.

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de

<sup>31</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Noviembre/Boletin\\_tecnico\\_11-2023-IPC.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Noviembre/Boletin_tecnico_11-2023-IPC.pdf)

<sup>32</sup> [https://newsite.cite.com.ec/wp-content/plugins/pdfjs-viewer-shortcode/pdfjs/web/viewer.php?file=https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment\\_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true&zoom=auto&pagemode=none&\\_wpnonce=e02d212884](https://newsite.cite.com.ec/wp-content/plugins/pdfjs-viewer-shortcode/pdfjs/web/viewer.php?file=https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true&zoom=auto&pagemode=none&_wpnonce=e02d212884)

<sup>33</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

<sup>34</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Octubre/202310\\_Mercado\\_Laboral.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Octubre/202310_Mercado_Laboral.pdf)

<sup>35</sup> 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

<sup>36</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306\\_PobrezaYDesigualdad.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezaYDesigualdad.pdf)

<sup>37</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202310.pdf>

<sup>39</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

<sup>40</sup> <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior<sup>41</sup>. Asobanca identifica cuatro factores que impactan las colocaciones de crédito en Ecuador. Las alzas en las tasas de la Reserva Federal encarecen los préstamos externos, limitando la disponibilidad de crédito local. El Gobierno establece topes a las tasas de interés en el mercado interno. Además, la preocupación por El Fenómeno del Niño afecta el crecimiento económico. La incertidumbre se intensifica debido a elecciones anticipadas y la crisis de seguridad en el país. Estos elementos combinados crean un entorno desafiante para el sector financiero, afectando la oferta de crédito en el país<sup>42</sup>.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2023 totalizó USD 1.353,45 millones, cifra superior en 16,64% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.160,37 millones), y en 13,55% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.191,99 millones). 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 flujos (72,75% del valor recibido)<sup>43</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2023 fueron de USD 83,43 millones; monto inferior en un importante 87,63% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 674,52 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el segundo trimestre de los últimos 8 años, 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 Ecuador<sup>44</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros<sup>45</sup>.

Para septiembre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.548,58 miles, cifra inferior a la reportada en septiembre de 2022, cuando fue de USD 46.703,71 miles y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para septiembre de 2023 fue de USD 28.066,75 miles, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.858,36 miles. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 49,53% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB<sup>46</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para noviembre de 2023 totalizaron USD 5.658,11 millones (USD 5.643,03 millones al 15 de diciembre de 2023)<sup>47</sup>. 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. Las RL (Reservas de Liquidez)<sup>48</sup> constituidas alcanzaron USD 1.832 millones al 18 de octubre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.484 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 348 millones<sup>49</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

CARTIMEX S.A. fue constituida el 30 de abril de 1997 mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaría Titular Novena del Cantón Guayaquil, e inscrita en el Registro Mercantil el 07 de mayo del mismo año. El plazo de duración de la compañía es de 100 años contados a partir de la fecha de inscripción del contrato en el

<sup>41</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

<sup>42</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-bancos-demanda-caida-inseguridad/>

<sup>43</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023II.pdf>

<sup>44</sup> <https://www.lahora.bce.fin.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

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

<sup>46</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=14245>

<sup>47</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RILxls>

<sup>48</sup> Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

<sup>49</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion\\_Nov23.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Nov23.pdf)

Registro Mercantil, siendo su objeto principal, la compra, venta, importación, exportación y comercialización de equipos tecnológicos.

CARTIMEX S.A. es una compañía que presenta una constante propuesta innovadora, ofreciendo productos de vanguardia y con alta calidad, así como con flexibilidad de precios y crédito, lo cual le ha llevado a ser una empresa líder indiscutible en la comercialización de productos tecnológicos con la mayor cobertura en el país.

Al referirse a los segmentos de negocio, en primera instancia se encuentra el de Informática (computadores y accesorios), el mismo que se mantiene en un constante crecimiento producto de los adelantos tecnológicos que se dan a nivel mundial, siendo los aparatos móviles los que mayor demanda están presentando. En cuanto al segmento de Electrónica (línea blanca) que está conformado por productos para el hogar y entretenimiento, presenta como característica importante que su mayor demanda es en determinadas fechas como navidad, días de las madres, entre otras. Finalmente, el segmento de Suministros (impresoras), está compuesto por un 80% en venta de tintas y tonners para impresión, siendo un segmento fuerte en participación de mercado (25%).

El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades no demanda por parte de CARTIMEX S.A., investigación e innovación tecnológica, los fabricantes son quienes la desarrollan intensivamente.

Dentro de los segmentos de negocio que la compañía posee, se abarcan distintas categorías de productos que la compañía oferta y se detallan en el siguiente cuadro:

CUADRO 14: PRINCIPALES PRODUCTOS

Categoría	Descripción
Accesorios	Accesorios varios, parlantes, audífonos, micrófonos, reguladores, supresores, UPS, limpieza - herramientas, lectores ext. USB, teclado, mouse, maletín, mochila, estuche, soportes, bases, mesas, sillas y accesorios para tablets.
Celulares	Repuestos
Componentes	Discos duros, cases, procesadores, coolers, tarjetas de video, ópticos (cd, dvd), mainboard, cables, tarjetas varias y memorias
Computo	Computadores
Electrónica	Calculadoras, audio, línea hogar, telefonía y televisores
Impresión	Impresoras láser e inyección y scanners.
Monitores	Monitores
Notebooks	Tablets, notebooks, partes de notebook.
Redes	Servidores, productos para redes y cableado estructurado
Seguridad	Seguridad
Software y Juegos	Software y utilarios, juegos y otros
Suministros en General	Tape, respaldos, suministros en general y suministros de impresión.
Varios	Servicios y motos.
Video	Proyectores, cámaras, Mp3 y Mp4

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

CARTIMEX S.A. representa a más de 45 marcas de alto renombre internacional, lo cual le permite al consumidor escoger entre un amplio portafolio de posibilidades de manera que satisfaga su necesidad. Entre las principales marcas se encuentran Hewlett Packard, Epson, Samsung, LG, Dell, Microsoft, Intel, IBM, entre otras.

En cuanto a los canales de distribución, la compañía se maneja bajo tres categorías, como lo son mayoreo, retail y corporativo, donde mayoreo se explica por su propio nombre, retail que corresponde a ventas realizadas a través de COMPUTRON y el canal corporativo que es únicamente utilizado por el segmento de informática. Adicionalmente, es importante indicar que la compañía ha establecido distintas políticas de precios para cada uno de los segmentos de negocio, puesto que gran parte de los productos comercializados son importados.

Con respecto al aspecto físico de la compañía, esta posee centros de atención y logística en Guayaquil, Durán y Quito, lo cual le ha permitido gestionar negocios efectivos con sus clientes, bajo el concepto de atención descentralizada. CARTIMEX S.A., cuenta con 4 bodegas, 2 en Guayaquil, 1 en Durán y 1 en Quito, sumando una capacidad instalada superior a 4.000 m<sup>2</sup>, adicionalmente, y dentro del plan de crecimiento de la compañía, esta cuenta con un terreno disponible que le permitiría crecer hasta 10.000 m<sup>2</sup> si fuera necesario.

Adicionalmente, la compañía cuenta con bodegas en cada local de Computron, donde la mercadería es exhibida y de igual forma se encuentra en stock dentro del local, las cuales en total suman más de 7.000 metros<sup>2</sup>.

En total CARTIMEX S.A. cuenta con dos locales, la matriz ubicada en Guayaquil y la sucursal en Quito. Mientras que COMPUTRONSA S.A. cuenta con 37 locales a nivel nacional y se encuentran distribuidas en la Región Costa y Región Sierra.

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de octubre de 2023, CARTIMEX S.A. registró un capital suscrito y pagado de USD 3.894.255, encontrándose constituido por el mismo número de acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de un valor de USD 1,00 cada una.

CUADRO 15: ACCIONISTAS

Nombre Accionista/Socios	Capital	% Participación
FUROIANI ZAMBRANO JOSÉ LUIS	1.791.359,00	46,00%
COPROPIETARIOS:		
JORGE ZAMBRANO CEVALLOS		
ISABELA ZAMBRANO CEVALLOS		
SOFIA ZAMBRANO CEVALLOS	1.178.784,00	30,27%
EMILIO ZAMBRANO CEVALLOS		
BERTHA CEVALLOS CEDEÑO		
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	724.721,00	18,61%
MÓRTOLA BERNHARD FERNANDO ANDRE	107.068,00	2,75%
LUNA JIJÓN JOSÉ ANTONIO	53.381,00	1,37%
FUROIANI ZAMBRANO JUAN JOSÉ (Herederos)	38.941,00	1,00%
ZAMBRANO POGGI JORGE EMILIO (Herederos)	1,00	0,00003%
<b>Total</b>	<b>3.894.255,00</b>	<b>100%</b>

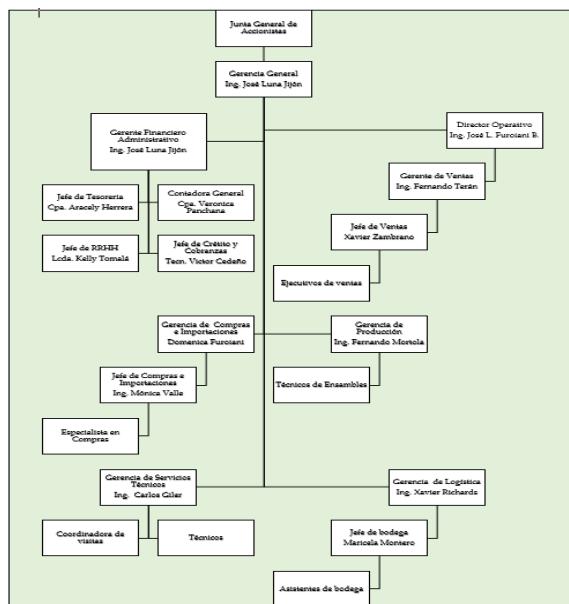
Fuente: CARTIMEX S.A. /Elaboración: Class International Rating

Los accionistas en su mayoría son personas naturales, pues en conjunto representan más del 90% del capital social. Los accionistas de la compañía mantienen una sana independencia respecto de la administración, sus directrices son determinadas en las respectivas juntas de accionistas.

El organigrama de CARTIMEX S.A. está encabezado por la Junta General de Accionistas, a esta le sigue el Gerente General y/o Presidente, quienes fungen como administradores, siendo el Gerente General el primer administrador y sobre el cual recae la representación legal de la misma. Posteriormente se establecen distintas gerencias y jefaturas, las mismas que son las encargadas de encaminar la operación de la compañía según los objetivos y políticas establecidos por los administradores. La organización de la compañía procura la adecuada estructura financiera, de procesos productivos, mercadeo, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos.

La estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: CARTIMEX S.A.

Adicionalmente, se pueden apreciar a los principales funcionarios de la compañía, donde cada uno de los detallados presenta una amplia trayectoria dentro cargo en el que se desenvuelven y son un eje fundamental para el buen andamiaje de la empresa. Cabe mencionar que el comportamiento de los órganos administrativos es estable, pues los principales directivos se han mantenido en sus cargos.

CUADRO 16: PRINCIPALES FUNCIONARIOS

Cargo	Nombre
Presidente	Fernando Mortola
Gerente General	José Luna Jijón
Gerente de Logística	Xavier Richards
Gerente de E-Commerce	José Luis Furoiani
Gerente de Compras e Importaciones	José Llorente Zambrano
Director Comercial	Fernando Terán
Gerente Servitech	Admond Mondavi

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

## Gobierno Corporativo

CARTIMEX S.A. no tiene implementadas políticas formales relacionadas al Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, dentro de sus estatutos se mencionan quienes son los principales administradores, en donde sus funciones están enfocadas en cuidar los intereses de la compañía, creación de valor, la eficiente utilización de los recursos disponibles y el aseguramiento de la guía estratégica de la compañía.

Pese a no tener formalmente implementadas políticas de Buen Gobierno Corporativo, la compañía cuenta con principios que determinan el ambiente propicio para una relación coordinada y productiva entre la compañía y los accionistas, otorgando la debida consideración a los accionistas minoritarios. La compañía monitorea el cumplimiento de estrategias planteadas y mantiene políticas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación.

## Empleados

Al 31 de octubre de 2023, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 154 empleados (161 empleados en junio de 2023), los mismos que se distribuyen en las distintas áreas, siendo el área de producción la de mayor participación, con el 66,88% del total de colaboradores.

La compañía cuenta con procedimientos adecuados para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

Es importante mencionar que CARTIMEX 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 del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### Empresas vinculadas o relacionadas

CUADROS 17: VINCULACIÓN

NOMBRE	EMPRESA VINCULADA	TIPO DE VINCULACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	BRISVANY S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	JANSE S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	BALBITSA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	TEMAXA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	MURZALIGHT S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	RESANCO S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	ROMALEASING S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	GIROMATTO S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	KAVANIAN S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	YODOIN S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	REYHANSA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	VERDRISCA	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	SERVICEEKO S.A.	ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	COMPUTRONSA S.A.	ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	XTRATECH & ASOCIADOS S.A. XTRASOCISA	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	FUROIANI & ASOCIADOS PROMOTORES S.A. FURIASPRO	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	PACIFIPORT S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	LOTANI S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	TERVEN S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ ANTONIO LUNA JIJÓN	PAPYRUS S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	BALBITSA S.A.	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	TEMAXA S.A.	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	PREZAMCE S.A.	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	XTRATECHCOMPUTER S.A.	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	FUROIANI & ASOCIADOS PROMOTORES S.A. FURIASPRO	PROPIEDAD
JORGE EMILIO ZAMBRANO POGGI (HEREDEROS)	XTRATECH & ASOCIADOS S.A. XTRASOCISA	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	MAPE S.A. MAPESA	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	NADIJI S.A. NADIJISA	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	XTRATECHCOMPUTER S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	M3TROPOLI S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	EL SENDERO FORESTAL (PATHFOREST) S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	LA VANGUARDIA FORESTAL (VANGUARFOREST) S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	LA CUMBRE FORESTAL (PEAKFOREST)	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	FUROIANI & ASOCIADOS PROMOTORES S.A. FURIASPRO	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	XTRATECH & ASOCIADOS S.A. XTRASOCISA	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	MABADEFU HOLDING S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	FACTORCIAS S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	NOIA CORP S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	IN.EARTH S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	BALBITSA S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	PAPYRUS S.A.	PROPIEDAD
JOSÉ LUIS FUROIANI ZAMBRANO	JOLEDOAN S.A.S	PROPIEDAD
FUROIANI RICAURTE RAFFAELLA	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

FUROIANI RICAURTE RAFFAELLA	PAPYRUS S.A.	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	BIERASA BIENES RÁICES S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	INMOBILIARIA INPARIS S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	FUROIANI & ASOCIADOS PROMOTORES S.A. FURIASPRO	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	RESANCO S.A.	ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	COMPUTRONSA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	M3TROPOLI S.A.	ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	SERVIGEEKO S.A.	ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	INTELЛИCOM INFORMATICA Y AFINES C.LTDA	ADMINISTRACIÓN
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	XTRATECH & ASOCIADOS S.A. XTRASOCISA	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	FACTORCIAS S.A.	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	TERVEN S.A.	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	TEMAXA S.A.	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	PAPYRUS S.A.	PROPIEDAD
FERNANDO ANDRÉ MORTOLA BERNHARD	BALBITSA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACIÓN
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	ELECTROCABLES C.A.	PROPIEDAD
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	MANTAORO HOTELERA MANTA S.A.	PROPIEDAD
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	CARTIMEX S.A.	PROPIEDAD
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	TUBERÍAS PACÍFICO S.A. TUPASA	PROPIEDAD
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	CORPORACIÓN SICORPMATTRESS S.A.	PROPIEDAD
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	PAPYRUS S.A.	PROPIEDAD

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

CUADROS 18: VINCULADAS POR PROPIEDAD

Compañía	Porcentaje Accionarial
MURZALIGHT S.A.	81,90%
RESANCO S.A.	99,97%
M3TROPOLI S.A.	99,50%
PACIFIPORT S.A.	99,88%
COMPUTRONSA S.A.	99,87%
XTRATV S.A.	50,00%

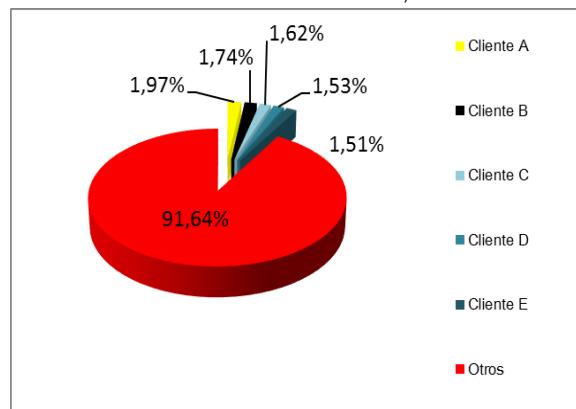
Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clients

CARTIMEX S.A., presenta un amplio portafolio de clientes, resultado de la diversificación en los productos ofertados, siendo así que, para el 31 de octubre de 2023, su principal cliente tuvo una representación de apenas el 1,97% (1,50% en octubre de 2022) respecto a sus ventas acumuladas, los 5 principales clientes sumaron el 8,36% (6,62% en octubre de 2022) y los demás clientes tuvieron participaciones inferiores al 1,50%, lo cual demuestra que la compañía posee una adecuada dispersión en sus ingresos y no posee riesgo de concentración sobre sus clientes.

GRÁFICO 7: PRINCIPALES CLIENTES, Octubre 2023



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

Las políticas de CARTIMEX 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 el cual se estudia el historial crediticio del cliente para cerciorarse de que este no se encuentre reportado en ninguna entidad crediticia, así mismo, CARTIMEX 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, se debe indicar que el límite de crédito que CARTIMEX S.A., otorga a un cliente es de 30 días a partir del pedido de la mercancía, siendo esto válido para los distribuidores. Para clientes retail o grupos comerciales grandes, el plazo es de 60 días.

Al 31 de octubre de 2023, las ventas al contado representaron el 17,85% del total de las ventas (21,20% en diciembre de 2022), mientras que las ventas con crédito directo sumaron el 72,30% (77,82% en diciembre de 2022) y el 9,85% fueron compras con tarjetas de crédito (0,98% en diciembre de 2022).

Al 31 de octubre de 2023, la cartera estuvo concentrada principalmente en cartera por vencer con 71,91% (75,85% a diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida representó el 28,09% (24,15% en diciembre de 2022), misma que estuvo concentrada en los rangos, 1 a 30 días 11,19% (6,59% a diciembre de 2022) y más de 90 días 9,11% (7,44% a diciembre de 2022). Se evidencia un ligero deterioro en la cartera, lo que podría generar posibles afectaciones al flujo de efectivo en caso de que dicha cartera pase a otras bandas.

**CUADRO 19: ANTIGÜEDAD DE CARTERA**

CARTERA	2020	2021	2022	Oct 23
Por vencer	65,98%	64,05%	75,85%	71,91%
Vencida de 1 a 30 días	7,77%	9,46%	6,59%	11,19%
Vencida de 31 a 60 días	3,85%	3,91%	4,78%	3,36%
Vencida de 61 a 90 días	2,40%	4,30%	5,34%	4,43%
Vencida más de 90 días	19,99%	18,28%	7,44%	9,11%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas fue de 30,50% octubre de 2023 (46,52%, diciembre de 2022); aspecto que se debe reforzar con el propósito de cubrir adecuadamente la cartera en riesgo de la Compañía.

### Proveedores

El ambiente tecnológico en el cual se desenvuelve CARTIMEX S.A., determina que la mayoría de sus proveedores provengan del exterior, puesto que en Ecuador no se fabrica gran parte de los productos que comercializa la compañía, con excepción de los últimos años, en los que se ha dado un impulso para el ensamblaje nacional de televisores. Por lo indicado, vale acotar que los proveedores locales y del exterior al 31 de octubre de 2023 financiaron el activo en 10,71% (10,14% a diciembre de 2022).

Para octubre de 2023, los proveedores del exterior significaron el 63,61% del total de cuentas por pagar proveedores, entre los que destacaron China y Estados Unidos. Por otro lado, los proveedores locales significaron el 36,39%. Cabe señalar que los principales 2 proveedores representaron el 36% del saldo de cuentas por pagar proveedores, y la diferencia (64%) corresponde a proveedores con participación inferior al 7,00%. Estos resultados evidencian cierta dispersión en el portafolio de sus acreedores, mitigando un posible riesgo de concentración.

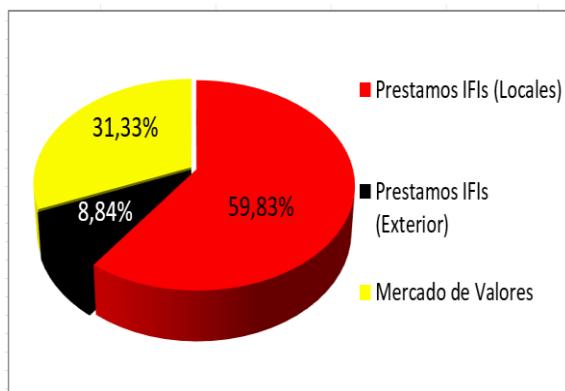
La compañía brinda especial atención a los cambios estructurales en el gusto de los consumidores y a la generación de productos complementarios y/o substitutos, temas que, derivados de los avances tecnológicos, son atendidos directamente por sus proveedores. Las políticas de CARTIMEX S.A., claramente definidas, fomentan una relación estable y de largo plazo con sus proveedores y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía.

## Política de Financiamiento

En cuanto al financiamiento de sus actividades, se pudo evidenciar que la compañía lo hace principalmente con recursos de terceros, es así que en octubre de 2023 la deuda con costo (corto y largo plazo) financió al activo en un 45,79% (47,31% en diciembre de 2022), seguido de proveedores con un 10,71% (10,14% en diciembre de 2022).

Al 31 de octubre de 2023, la deuda con costo estuvo conformada por obligaciones en instituciones financieras locales y del exterior, y obligaciones emitidas en el mercado de valores.

GRÁFICO 8: DEUDA FINANCIERA, Octubre de 2023



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

## Política de Precios

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

## Responsabilidad Social

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

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

INTERCIA Ecuador ha certificado a CARTIMEX S.A., por realizar entregas en kilogramos de equipos electrónicos (reciclaje), para darles una disposición final ambientalmente correcta evitando la contaminación del ambiente y uso de los rellenos sanitarios.

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

CARTIMEX 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, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras. Adicionalmente, una de las regulaciones de mayor

importancia para la compañía es con el Servicio Nacional de Aduanas del Ecuador, puesto que gran parte de los productos que comercializa la compañía son importados.

### Riesgo Legal

Hasta el 31 de octubre de 2023, la compañía presentó dos procesos legales en su contra, no obstante, ambos se encuentran archivados, uno por abandono y el otro cerrado.

### Eventos Importantes

La compañía reportó que no se han registrado hechos relevantes en el último trimestre.

### Liquidez de los títulos

Con fecha 11 de enero de 2022, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 28 de enero de 2022 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones).

CARTIMEX S.A., es un participante activo dentro del Mercado de Valores, a continuación, se evidencia un detalle de los procesos vigentes:

CUADRO 20: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Estado
7a Emisión de Obligaciones	dic-21	SCVS-INMV-DNAR-2021-00011171	5.000.000	Vigente
Inscripción genérica	jun-19	SCVS-INMV-DNAR-2019-00005037	-	Vigente
8va Emisión de Obligaciones	sep-22	SCVS-INMV-DNAR-2022-00006500	3.000.000	Vigente
6to Papel Comercial	mar-23	SCVS-INMV-DNAR-2023-00036682	4.000.000	Vigente
9na Emisión de Obligaciones	oct-23	SCVS-INMV-DNAR-2023-00058812	3.000.000	Vigente

Fuente: CARTIMEX 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 de mayo de 2023 a octubre de 2023, se registraron valores negociados en los meses junio, y septiembre de 2023, como se detalla a continuación:

CUADRO 21: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL, (USD)

Mes	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado (USD)	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
jun-23	1	1	18.735,75	22	4,55%
sep-23	1	1	20.017,50	21	4,76%

Fuente: BOLSA DE VALORES / Elaboración: Class International Rating

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

Por el lado de la oferta, la venta de aparatos tecnológicos es uno de segmentos del mercado que a nivel mundial ha presentado elevados niveles de crecimiento durante los últimos años, principalmente por la innovación que lo caracteriza y la importancia que ha tomado la tecnología dentro de los hogares, la industria, la educación, la salud y otros sectores, factores que precisamente son determinantes de la demanda de los productos que oferta CARTIMEX S.A. Las compañías americanas son las que lideran las operaciones mundiales, seguidas por las compañías japonesas y chinas. Actualmente las empresas que lideran este mercado son: Apple, Google, IBM, Microsoft, Sony, Intel y Samsung.

Las tendencias tecnológicas surgen a medida que las empresas y los individuos innovan y desarrollan nuevas tecnologías para satisfacer las necesidades cambiantes de los consumidores y la sociedad. Estos avances tecnológicos a menudo se basan en la investigación científica y otros avances en la tecnología existente. El desarrollo de nuevas tecnologías y herramientas no se hará esperar en 2023. Las tendencias apuntan hacia el metaverso, las simulaciones y otras formas de facilitar la vida cotidiana de las personas.<sup>50</sup>

La mayor parte de los productos tecnológicos son adquiridos a crédito, lo que dinamiza el aparato financiero detrás del mercado tecnológico, aprovechado principalmente por las tarjetas de crédito. Las facilidades para los créditos de consumo generan también necesidades impulsivas de las personas por adquirir equipos de última tecnología como celulares, tablets, entre otros.

Según el último índice de confianza del consumidor, el indicador global situó en 35,52 puntos en octubre de 2023, levemente inferior en 0,2 puntos con respecto al de septiembre de 2023 que fue de 35,72 puntos; asimismo, el Índicador de Situación Presente registró 34,69 puntos, igualmente inferior en 0,2 puntos porcentuales con relación a septiembre de 2023 que fue de 34,92 puntos; y, el Índicador de Expectativas alcanzó 37,18 puntos, en este caso superior en 0,1 puntos al compararlo con el mes anterior que fue de 37,29 puntos.<sup>51</sup>

Al observar el ICC global y su variación porcentual interanual en octubre de 2023, se observa un aumento de 0,68% con respecto a octubre del año 2022.

GRÁFICO 9: ICE GLOBAL



Fuente y Elaboración: Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador

A nivel de Área, el indicador del ICC, en octubre de 2023, muestra que la confianza de los hogares a nivel global urbano se situó en 35,70 puntos, valor ligeramente superior con relación al nacional y al rural que fue de 35,52 y 35,09, respectivamente. Es necesario indicar que la confianza de los hogares a nivel rural se mantiene históricamente como la de menor confianza.

<sup>50</sup> <https://www.eluniverso.com/larevista/tecnologia/estas-son-las-tendencias-tecnologicas-que-veremos-en-el-2023-nota/>

<sup>51</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/320~Adiscretionary%20%7B-%7D%7B%7D%7B%7Dindice-de-confianza-del-consumidor>

En lo referente al último índice de expectativas de la economía (IEE), actualizado al mes de junio de 2023, este índice alcanzó un nivel de 51,3 puntos, lo cual equivale a 7,5 puntos menos que el mes anterior, pese a esta disminución la confianza empresarial continúa en un umbral optimista por sobre los 50 puntos.<sup>52</sup>

En tanto que el IE Comercio, en junio de 2023, el índice de expectativas del sector comercio fue de 51,0 puntos, ubicándose por sobre el umbral de 50 puntos, es decir, que existiría una mayor confianza por parte de los empresarios.<sup>53</sup>

Se prevé al cierre del año 2023 un valor total de ventas de 190.873 millones de USD aproximadamente el incremento monetario entre 2022 y 2023 sea de 9.435 millones de USD.<sup>54</sup> Ahora el valor estimado de 2023 nos indica que si se mantiene la apertura económica en 2023 que la recuperación de las ventas privadas en el Ecuador puede estar llegando a su pico más alto, ya que la magnitud de crecimiento es aproximadamente de la mitad de lo que se estima cerrara el 2022, no obstante, es preciso recordar que las estimaciones pueden variar por diferentes cuestiones tanto políticas como económicas.

Mientras tanto la economía ecuatoriana no crece al mismo ritmo que la población, lo que representa que no existe un crecimiento real. El Banco Central del Ecuador anunció que el Producto Interno Bruto (PIB) aumentó tan solo un 0,7% durante el primer trimestre de 2023 al comparar con el mismo período del 2022.<sup>55</sup>

El Ecuador se está preparando para enfrentar la digitalización y avanzar hacia la transformación digital. El Ministerio de Telecomunicaciones ha diseñado una Agenda de Transformación Digital que incluye planes de conectividad para lograr que el 98% de la población tenga acceso a internet en los próximos años. Además, se están abordando retos como la construcción de ciudades inteligentes, la educación y la cultura ciudadana sobre el uso de nuevas tecnologías, la digitalización de trámites y la flexibilización del acceso a servicios públicos<sup>56</sup>. Asimismo, es importante destacar que la pandemia de COVID-19 ha acelerado la adopción de tecnologías digitales en Ecuador, ya que muchas empresas han tenido que adaptarse a nuevas formas de trabajo y comercio electrónico. El aumento de la demanda de dispositivos móviles, el comercio electrónico y los pagos digitales son algunas de las tendencias que se observan en el sector tecnológico del país<sup>57</sup>.

Según el último Estudio Mensual de Confianza del Consumidor del Banco Central de Ecuador, el Indicador Global del ICC se situó en 35,52 puntos en octubre de 2023, ligeramente inferior en 0,2 puntos con respecto al de septiembre de 2023 que fue de 35,71 puntos; asimismo, el Indicador de Situación Presente registró 34,69 puntos, igualmente inferior en 0,2 puntos porcentuales con relación a septiembre de 2023 que fue de 34,92 puntos; y, el Indicador de Expectativas alcanzó 37,18 puntos, en este caso superior en 0,1 puntos al compararlo con el mes anterior que fue de 37,29 puntos. Al observar el ICC global y su variación porcentual interanual en octubre de 2023, se observa una disminución de 0,68% con respecto a octubre del año 2022.<sup>58</sup>

<sup>52</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202306.html>

<sup>53</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202306.html>

<sup>54</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu\\_2022pers2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf)

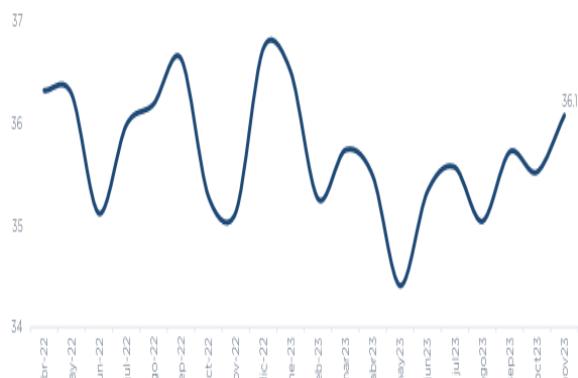
<sup>55</sup> <https://www.elcomercio.com/opinion/editorial/economia-ecuador-despunta.html>

<sup>56</sup> <https://www.revistalideres.ec/lideres/ecuador-preparado-enfrentar-digitalizacion-informe.html>

<sup>57</sup> <https://www.nytimes.com/es/2023/03/13/espanol/silicon-valley-bank-que-paso.html>

<sup>58</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/mensual/ICC202304.pdf>

GRÁFICO 10: ICC GLOBAL



Fuente y Elaboración: Estudio Mensual de Índice de Confianza del Consumidor del Banco Central del Ecuador

Finalmente, al referirnos a las barreras de entrada y salida que afectan a la compañía, se debe mencionar que dentro del primer punto se encuentran las restricciones al comercio exterior, ya sean de carácter arancelario o por medio del establecimiento de cupos, así también está el ingreso de distribuidores directos de ciertas marcas que cuenten con un gran capital para manejar ciertas líneas de negocio que son de alto volumen y bajo margen, otra barrera de entrada es la obsolescencia del inventario, el cual demanda de un manejo dinámico. Como barreras de salida se encuentran los compromisos a largo plazo que posee con varios clientes corporativos y con sus proveedores.

La venta de productos que comercializa la empresa presenta estacionalidades en su comportamiento, pues épocas como navidad, día de la madre, pagos de sobresueldos y utilidades, entre otros, son determinantes para la conformación de picos de la demanda. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

El segmento del mercado en el que se desenvuelve la compañía presenta flexibilidad para transferir las variaciones del costo de la mercadería que adquiere, incluida la normativa impositiva y arancelaria, al precio que aplica a sus clientes.

### Expectativas

Con la firma del contrato comercial con China, Ecuador tendrá acceso a un mercado más amplio, en donde ciertos productos importados ingresarán inmediatamente con cero aranceles, como celulares, computadoras, otros aparatos tecnológicos, maquinaria e insumos, repuestos y agroquímicos. Otros productos chinos de importación estarán sujetos a una desgravación arancelaria progresiva, en plazos de entre cinco y 20 años.<sup>59</sup>

La revisión de las tarifas arancelarias y la simplificación de trámites facilitan el comercio y mejoran la competitividad.<sup>60</sup> La reducción a los impuestos a importación de equipos tecnológicos, contribuirá con la transformación del país hacia una economía digital, ya que estos equipos no son herramientas de lujo, sino de trabajo, desarrollo y crecimiento.<sup>61</sup>

El sector de la tecnología en el Ecuador ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, impulsado por el aumento de la conectividad y la adopción de dispositivos móviles. Según información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, se espera que las economías de la región mantengan bajos niveles de crecimiento en 2023 y 2024 debido a un panorama económico mundial negativo y regional complejo<sup>62</sup>.

<sup>59</sup> <https://www.diariolosandes.com.ec/celulares-y-tecnologia-de-china-entraran-a-ecuador-sin-impuestos/>

<sup>60</sup> <https://mundo.sputniknews.com/20210710/ecuador-reducira-aranceles-a-importaciones-desde-el-1-de-agosto-1113988609.html>

<sup>61</sup> <https://www.telecomunicaciones.gob.ec/se-reducen-los-impuestos-a-importacion-de-equipos-tecnologicos/>

<sup>62</sup> <https://www.cepal.org/es/comunicados/economias-america-latina-caribe-mantendran-bajos-niveles-crecimiento-2023-2024>

## Posición Competitiva de la Empresa

CARTIMEX S.A. es una empresa reconocida en el mercado local gracias a su destacada presencia en los sectores tecnológico y de distribución de productos electrónicos, misma que ha logrado consolidarse como un actor influyente en el mercado al ofrecer una diversidad de productos electrónicos y soluciones tecnológicas de alta calidad, tanto a nivel nacional como internacional. La actividad principal de la compañía se define con el CIIU G4651.01, venta al por mayor de computadoras y equipo periférico.

El sector en el cual se desenvuelve la compañía determina un importante número de competidores y que al referirse específicamente al segmento de informática, alrededor del 80% de la participación de mercado está controlada por 4 compañías, entre las que se encuentra CARTIMEX S.A., INTCOMEX DEL ECUADOR, ELECTRONICA SIGLO 21 y TECNOMEGA. Estas entidades también desempeñan roles fundamentales en la distribución y venta de productos tecnológicos. La competencia directa ha motivado a CARTIMEX S.A. a innovar, con el fin de preservar su posición destacada en el mercado.

Conforme informó la Compañía, CARTIMEX S.A. se ubicó en el segundo lugar con el 24% del mercado en el que participa, mientras que el primer lugar lo obtuvo INTCOMEX DEL ECUADOR con el 32%.

En lo referente al segmento de electrónica, la participación de mercado de la compañía es alrededor del 3%, puesto que la principal competencia del emisor son grandes cadenas de venta al detalle, tales como Artefacta, Comandato, La Ganga, etc.

Por otro lado, CARTIMEX S.A., en el segmento de suministros, cuenta con una participación de mercado aproximadamente del 23%.

La empresa tiene estructura adecuada 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 que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

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

CUADRO 22: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Equipo Directivo joven y multidisciplinario con actitud proactiva que permite anticipar y reaccionar ante los cambios de una manera más ágil que nuestros competidores.	Rápido crecimiento en ventas y personal crea la necesidad de reestructuraciones y replanteamientos frecuentes de estructuras, políticas y procedimientos.
Alta cohesión entre los Directivos y Ejecutivos, propia de las empresas de tipo familiar.	Constantes y crecientes necesidades operativas de fondos debido al vertiginoso crecimiento de nuestras ventas lo cual nos hace necesario aumentar nuestro apalancamiento financiero.
Fuerte identificación y compromiso de los colaboradores con la empresa, su misión, visión, valores y principios.	Características propias de la industria hacen que los clientes no sean proclives a ser fidelizables, sino a las condiciones de precio y financiamiento, lo cual hace necesario un mayor esfuerzo en mantener la calidad percibida en el servicio y atención al cliente.
Participación y respaldo de importantes grupos empresariales de la ciudad.	Liderazgo centralizado en una región geográfica específica y modesta participación en otras.
Alto nivel de empowerment entre los mandos medios y ejecutivos.	
Agresiva estrategia de penetración de mercado mediante una muy flexible política de precios y condiciones que aventajan a la competencia.	
Liderazgo absoluto en nuestra industria en la costa ecuatoriana.	
Marca fuertemente posicionada en el top of mind de los consumidores como símbolo de calidad, lo cual ha sido corroborado por Intel al calificarnos como Premier Provider de sus componentes en nuestros equipos.	
Poseer canales de distribución propia lo cual asegura la optimización de los mismos para llegar oportunamente a los clientes.	

Gozar de excelente reputación frente a nuestros proveedores que nos otorgan líneas de crédito directas.	
Mantener estrechas relaciones comerciales con instituciones financieras.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Aumento de la participación en el entorno geográfico nacional mediante explotación de mercados potenciales cautivos de atractivo crecimiento.	Eminente ingreso de competidores internacionales con grandes fortalezas financieras.
Posibilidad de integración vertical tanto con proveedores internacionales como distribuidores locales, formando una gran cadena de distribución no solo local sino regional.	Altos costes de acceso a tecnologías más avanzadas.
Aumento de líneas relacionadas y de tecnologías disruptivas que amplían día a día la oferta de productos que se refieren a tecnología, información y afines.	Cortísimo ciclo de vida de las tecnologías de informática y afines.
Posibilidad de uso de medios de e-commerce para reducir costos logísticos y duplicar la velocidad de respuesta antes las cada día más exigentes condiciones de nuestro mercado evitando el peligro de obsolescencia y los costes de mantenimiento de stocks.	Políticas gubernamentales que restringen (arancelarias) las importaciones y agravan (tributarias) sus costes.
Posibilidad de internacionalización de nuestra marca Xtratech.	Poder negociador de los grandes distribuidores locales que exigen condiciones cada vez más favorables a sus intereses.
No existe un retailer de nuestra línea claramente establecido en la Costa.	Poder negociador de los proveedores que cada vez exigen condiciones mayores para calificar a sus compradores latinoamericanos por los riesgos de la región y del país propiamente.
Mercado con alto potencial de crecimiento debido a que la computación y afines forman parte de los estilos de vida y no es ya un lujo sino una necesidad establecida.	

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

### 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.

Uno de los principales riesgos en los que se encuentra envuelto CARTIMEX S.A. es la aplicación de cargas tributarias hacia los productos que la compañía importa para su respectiva comercialización, puesto que en los últimos años el Gobierno Nacional ha gravado de varios aranceles además de una carga tributaria correspondiente a salvaguardas a varios productos tecnológicos que no son considerados productos de primera necesidad, por lo que el conjunto de toda esta carga tributaria encarece este tipo de productos y la gente empieza a demandar menos de los mismos, generando que la compañía obtenga menores ingresos o a su vez reduzca su utilidad. Sin embargo, es importante indicar que las salvaguardas están en plan de desmontaje, además que se ha expandido el cupo para importación de celulares, por lo que se podría avizorar mayores ventajas tributarias para la comercialización de los productos que oferta la compañía.

Adicionalmente, está la importancia del mantenimiento de los inventarios, y la seguridad de los locales comerciales donde la compañía opera, puesto que pueden ocurrir eventos ajenos a la operación de la compañía como robos, desastres naturales, incendios, entre otros, por lo que con la finalidad de cuidar de esto, CARTIMEX S.A. mantiene contratadas varias pólizas de seguro en distintos ramos, vigentes hasta el 30 de septiembre 2024.

Otro factor preponderante es la innovación de los productos comercializados, puesto que los avances en temas tecnológicos 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 directo por parte de la compañía; no obstante, este riesgo es mitigado de alguna manera, dado que CARTIMEX S.A. mantiene políticas de otorgamiento de créditos, además posee la colaboración externa de Credigestión, para realizar la gestión de cobro de las obligaciones vencidas. Finalmente, respecto al manejo de información, CARTIMEX S.A., como política informática posee entre sus contingencias realizar respaldos de información con una periodicidad semanal en una unidad de discos NAS.

## Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CARTIMEX S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de octubre de 2022 y 31 de octubre de 2023.

## Análisis de los Resultados de la Empresa

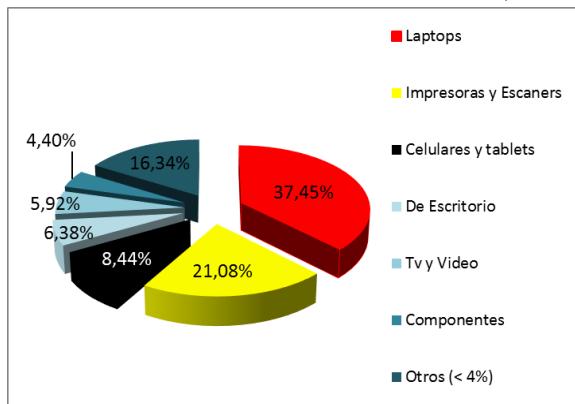
Los ingresos de CARTIMEX S.A. experimentaron una tendencia decreciente desde el año 2019 hasta el año 2021, pasando de USD 73,94 millones a USD 68,29 millones. Esta disminución se debe a que a partir de octubre 2018 los ingresos ya no incluyen las ventas realizadas por Computronsa, adicional, el impacto de la emergencia sanitaria (COVID19), lo cual obligó al cierre de locales comerciales. Sin embargo, para diciembre de 2022 se revierte esta tendencia, registrando un incremento del 3,07% frente a su similar de 2021, arrojando una suma de USD 70,39 millones, comportamiento que estuvo impulsado principalmente por un aumento en las ventas de laptops, impresoras y escaners, así como el aumento en el rubro de otros ingresos.

Para octubre de 2023, los ingresos ordinarios decrecieron (-6,85%) frente a su similar de 2022, totalizando USD 47,75 millones (USD 51,26 millones en octubre de 2022), como efecto de una reducción en las líneas de negocio: laptops, tv y video, celulares y tablets, entre otros.

Es importante indicar que las ventas de la compañía tienen un comportamiento estacional, pues épocas como navidad, día de la madre, pagos de sobresueldos y utilidades, entre otros, son determinantes para la conformación de picos de la demanda.

En cuanto a la estructura de ingresos, el producto con mayor demanda en octubre de 2023 fue: laptops, con el 37,45% de participación sobre las ventas (35,41% en octubre de 2022), seguido por impresoras y escaners con 21,08% (19,80% en octubre 2022) y otras líneas de negocio conforme se detalla en el gráfico que se presenta a continuación:

GRÁFICO 11: DISTRIBUCIÓN DE VENTAS POR PRODUCTOS, Octubre 2023



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

Por otro lado, el costo de ventas que estuvo conformado principalmente por costos de importación, inventario inicial y costos de compras, mantuvo un comportamiento similar al de los ingresos, lo que estuvo atado a la tendencia de sus ventas del segmento mayorista, dado que implementaron como estrategia una política de mejores precios. En dicho contexto, el costo de ventas pasó de significar el 84,90% de los ingresos en 2021, mientras que en el 2022 se redujo imperceptiblemente a un 84,47%. Este comportamiento contribuyó a un ligero aumento en el margen bruto, el cual pasó de 15,10% de los ingresos en 2021 al 15,53% en 2022.

Al 31 de octubre de 2023, los costos de ventas significaron el 84,77% de los ingresos, representación ligeramente superior a la de octubre de 2022 cuando fue de 82,41%; lo que generó un margen bruto

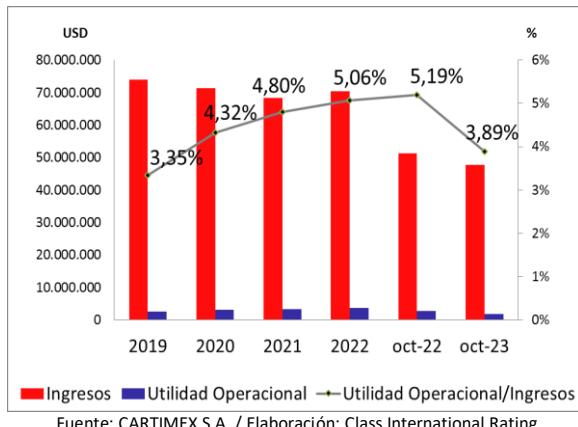
decreciente, el mismo que pasó de representar el 17,59 % de los ingresos en octubre de 2022 a un 15,23% en octubre de 2023.

Por su parte, los gastos operacionales que estuvieron compuestos por gastos de administración y gastos de ventas se mantuvieron dentro de un rango del 10% en su participación respecto a los ingresos, representando el 10,30% en el año 2021 a un 10,47% al cierre del año 2022, mostrando cierta eficiencia en la gestión de sus gastos operacionales gracias en parte a la separación de la operación de Computronsa que conllevó a que los gastos operativos de CARTIMEX disminuyan, pues Computronsa asumió directamente algunos de los gastos tales como arriendo de las tiendas de Computronsa, roles de pago, proveedores, seguro de equipos, agua luz teléfono, entre otros.

Para octubre de 2023 los gastos operacionales que estuvieron conformados principalmente por sueldos y salarios, comisiones en ventas empleados, servicios, entre otros, representaron el 11,34% de los ingresos, luego de haber significado el 12,41% en octubre de 2022.

El margen operacional de CARTIMEX S.A., se mantuvo en rangos similares entre los periodos analizados, puesto que pasaron de 4,80% de los ingresos al término de 2021 a 5,06% en diciembre de 2022, como efecto de un manejo relativamente estable sobre sus costos y gastos. Para octubre de 2023, la utilidad operacional representó el 3,89% de los ingresos, porcentaje inferior al registrado en su similar de 2022 cuando fue de 5,19% como efecto de menores ventas.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo analizado, que, entre los años 2019 y 2022 significó en promedio apenas el 0,63% de los ingresos (0,62% en diciembre de 2022).

Al 31 de octubre de 2023 CARTIMEX S.A. registró una utilidad antes de impuestos que representó el 1,28% de los ingresos (1,05% de los ingresos en octubre de 2022), comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos.

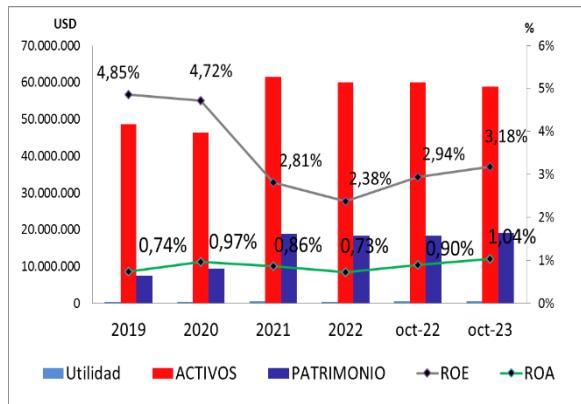
### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad de CARTIMEX S.A. fueron positivos para todo el periodo analizado, con ligeras variaciones producto del comportamiento de su resultado final y las fluctuaciones registradas en su patrimonio y activo. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 23, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	0,74%	0,97%	0,86%	0,73%
ROE	4,85%	4,72%	2,81%	2,38%

Ítem	oct-22	oct-23
ROA	0,90%	1,04%
ROE	2,94%	3,18%



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

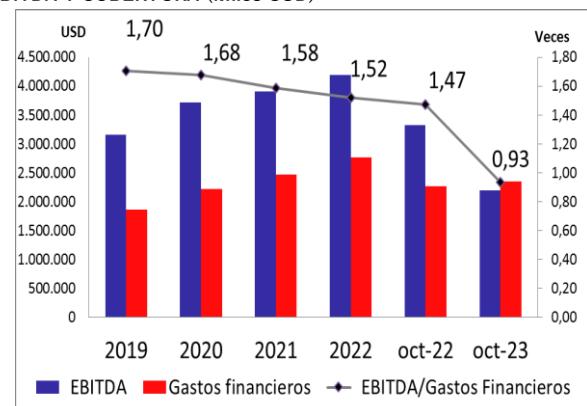
Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento relativamente estable en su representación sobre los ingresos, significando el 5,72% de los ingresos en el año 2021, 5,95% en 2022 y un 4,59% en octubre de 2023, lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera aceptable sus gastos financieros (excepto en octubre de 2023 cuando la relación fue inferior a 1 veces).

CUADRO 24, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	3.162	3.711	3.904	4.188
Gastos Financieros	1.857	2.215	2.464	2.760
Cobertura (EBITDA / Gastos Financieros)	1,70	1,68	1,58	1,52

Ítem	oct-22	oct-23
EBITDA	3.327	2.192
Gastos Financieros	2.264	2.346
Cobertura (EBITDA / Gastos Financieros)	1,47	0,93



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

## Capital Adecuado

### Activos

A partir del año 2021, los activos totales de CARTIMEX S.A., presentaron un comportamiento decreciente, pasando de USD 61,46 millones en ese año a USD 60,05 millones en diciembre de 2022 y USD 58,83 millones en octubre de 2023, como efecto de las variaciones presentadas en cuentas por cobrar relacionadas<sup>63</sup>, principalmente.

Al referirnos a la estructura de los activos, se debe indicar que los de tipo corriente fueron los que predominaron, sin embargo, disminuyeron su aporte sobre el total de activos, al pasar de representar el 73,58% en 2021 a un 72,17% de los activos totales en diciembre de 2022 y un 68,95% en octubre de 2023. En lo que respecta a su composición, al 31 de octubre de 2023 las cuentas por cobrar clientes<sup>64</sup> tuvieron mayor relevancia con el 36,76% de los activos (28,13% a diciembre de 2022), seguido por inventarios<sup>65</sup> con el 18,76%

<sup>63</sup> El rubro más significativo es con la relacionada Computronsa, debido a que se realizan pagos diarios.

<sup>64</sup> Las cuentas por cobrar comerciales son a la vista y no devengan intereses, no hay concentración, ya que su riesgo se encuentra diversificado.

<sup>65</sup> El incremento en el inventario se refleja en las importaciones en tránsito, esto se debe a los pedidos realizados a los proveedores en el extranjero, con el fin de mantener un adecuado stock.

(20,04% a diciembre de 2022). Cabe mencionar que el rubro cuentas por cobrar a relacionadas<sup>66</sup> representó el 12,77% de los activos en diciembre de 2022 y el 2,88% en octubre de 2023.

Por otra parte, los activos no corrientes significaron el 27,83% del total de activos al cierre de 2022, mientras que en octubre de 2023 representaron 31,05% de los activos totales. En cuanto a su composición, para este último periodo estuvieron conformados principalmente por activos intangibles<sup>67</sup> cuyo monto ascendió hasta significar el 13,32% de los activos (13,30% de los activos en 2022), seguido por propiedad planta y equipo (edificios, naves industriales, muebles y enseres), con el 6,19% del total de activos (6,57% a diciembre de 2022), cuentas por cobrar<sup>68</sup> con el 6,54% (4,34% de los activos en 2022), , inversiones y derechos fiduciarios y otros activos no corrientes<sup>69</sup> con menor participación.

## Pasivos

Los pasivos totales de CARTIMEX S.A., financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, no obstante, su representación sobre los activos fue descendente, pasando de un 84,72% en el año 2019 a 69,48% de los activos en diciembre de 2022 y un 67,32% en octubre de 2023. Este comportamiento obedece a la reducción de su deuda con costo de coto plazo, así como del registro de menores saldos con sus relacionadas.

En cuanto a la estructura de los pasivos totales, los de tipo corriente fueron los de mayor preponderancia dentro del financiamiento de los activos, no obstante esta fue decreciente, misma que pasó de 64,80% en 2021 a 60,09% en diciembre de 2022, y 37,47% en octubre de 2023, cuya composición, para este último periodo estuvo determinada por la cuenta obligaciones bancarias, misma que financió al activo en un 16,80% (27,60% a diciembre de 2022), seguida por proveedores<sup>70</sup> con el 10,71% de los activos (10,14% a diciembre de 2022) y otras cuentas por pagar con el 2,55% (3,41% a diciembre 2022).

La compañía mantiene cuentas por pagar a relacionadas como Cicerone S.A., Nadij S.A. Nadijisa, Furiaspro S.A., XtratechComputer S.A. entre otras, que a diciembre de 2022 financiaron el 3,42% de los activos, mientras que en octubre de 2023 representó un 3,31% de los activos

Por su parte los pasivos no corrientes, no tuvieron mayor relevancia dentro del financiamiento de los activos, puesto que en promedio (2019-2022) financiaron apenas el 5,42% de los activos; sin embargo, para octubre de 2023 crecieron hasta representar un 29,85% de los activos, debido al incremento en sus obligaciones con costo, principalmente con el mercado de valores, pues fondeó el 14,10% de los activos (7,41% a diciembre de 2022).

La deuda con costo pasó de financiar el 42,45% de los activos totales en 2021 a un 47,31% en diciembre de 2022 y un 45,79% en octubre de 2023. Es preciso mencionar que la deuda financiera se encuentra conformada por obligaciones con el mercado de valores e instituciones financieras nacionales y extranjeras. Así mismo, la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio en octubre de 2023 fue de 68,02% y 140,11%, respectivamente.

## Patrimonio

El patrimonio financió un 30,52% de los activos en diciembre de 2022 y un 32,68% en octubre de 2023, en donde las cuentas que primaron en el financiamiento de los activos fueron los resultados acumulados, que incluye principalmente el superávit por revaluación de activos intangibles (revalúo de marcas "COMPUTRON" y "XTRATECH" registrado en 2021) que significó el 22,06% de los activos en octubre de 2023 (20,48% en diciembre de 2022), y el capital social con el 6,62% (6,48% en diciembre de 2022).

<sup>66</sup> Los términos y condiciones bajo las cuales se llevaron a cabo las operaciones son equiparables a otras operaciones realizadas con terceros. Entre las principales relacionadas se tiene a XtratechComputer S.A., Computronsa S.A. y Divilecsa S.A.

<sup>67</sup> Según el informe de auditoría externa del año 2022, los activos intangibles corresponden a la valoración de la Marca COMPUTRON por USD 6.202.535, según el informe de valoración de marca realizado el 20 de septiembre de 2021, y de la Marca XTRATECH por USD 1.739.003, según el informe de valoración de marca realizado el 29 de septiembre de 2021.

<sup>68</sup> Corresponde a las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, las cuales no mantienen documentación que sustente términos o plazos de pago ni generan interés.

<sup>69</sup> Otros activos no corrientes corresponden a la concesión de uso de locales comerciales principalmente con Corporación El Rosado.

<sup>70</sup> Incluye principalmente valores por pagar por mercadería de importación a diversos proveedores del exterior y valores por pagar de Corporación Ensab S.A., por USD. 813.365, MPHONE MASTER PHONE S.A.S., por USD 122.792, Ecuatorianos Suiza S.A., por USD. 117.934, entre otros.

Se debe indicar que el capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 3,89 millones); además mantuvo USD 0,99 millones como aporte para futuras capitalizaciones desde el año 2019 hasta inicios del año 2022. No obstante, según lo reportado por la compañía, este valor lo reclasificaron en el pasivo en Cuentas por Pagar accionistas, por tal motivo dicha cuenta registra cero al cierre del año 2022.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones que emanan de las juntas generales de accionistas. 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.

## Flexibilidad Financiera

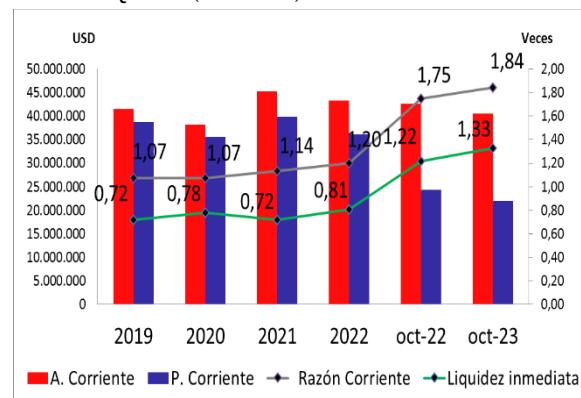
Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARTIMEX S.A., se posicionaron en niveles adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo y la inexistencia de recursos ociosos en el desarrollo de su actividad. Esto derivó además en un capital de trabajo positivo que significó el 12,08% de los activos en diciembre de 2022 y el 31,48% de los activos en octubre de 2023.

CUADRO 25, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	41.466	38.169	45.223	43.343
Pasivo Corriente	38.648	35.587	39.825	36.088
Razón Circulante (veces)	1,07	1,07	1,14	1,20
Liquidez Inmediata (veces)	0,72	0,78	0,72	0,81

Ítem	oct-22	oct-23
Activo Corriente	42.544	40.565
Pasivo Corriente	24.342	22.044
Razón Circulante (veces)	1,75	1,84
Liquidez Inmediata (veces)	1,22	1,33



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

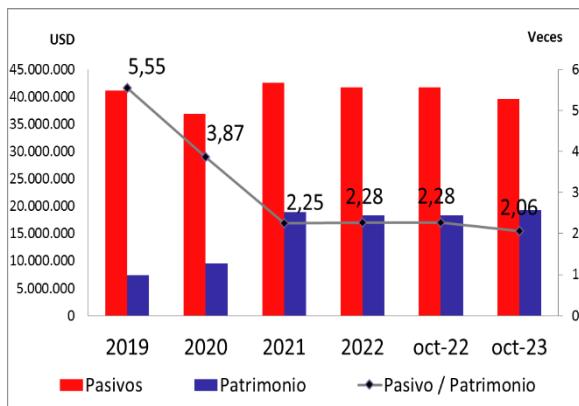
## Indicadores de Eficiencia

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 74 días en diciembre de 2022. Al considerar los días de inventario, el desfase crece a aproximadamente 148 días en 2022, periodo para el cual la empresa utiliza fuentes de financiamiento diferentes a proveedores.

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose por encima de las 2 veces durante el periodo analizado, no obstante, dicho financiamiento disminuyó de 5,55 veces en 2019 a 2,28 en diciembre 2022 y 2,06 en octubre de 2023.

GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCIAMIENTO



Fuente: CARTIMEX 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 9,96 años en diciembre de 2022 y 12,98 años en octubre de 2023. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 6,78 años a diciembre de 2022 y 8,83 años en octubre de 2023.

## Contingentes

Al 31 de octubre de 2023, CARTIMEX S.A. no registró operaciones como codeudor o garante en el sistema financiero nacional.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>71</sup>

Hasta el 05 de noviembre de 2023, el Mercado de Valores autorizó 58 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 32 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 26 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 437,50 millones, valor que representó 43,13% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.014,31 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 37,19%, mientras que las titularizaciones representaron el 19,68%.

<sup>71</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

## Séptima Emisión de Obligaciones

CARTIMEX S.A., Diciembre 2023

### ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
<b>ACTIVO</b>						
Caja bancos	2.074.165	759.785	1.353.669	867.742	2.774.909	1.156.631
Cuentas por cobrar clientes	16.342.971	17.350.636	20.359.446	19.941.392	16.896.009	21.623.058
Cuentas por cobrar relacionadas	2.696.065	3.196.266	3.849.636	2.234.910	7.669.189	1.694.726
Provisión cuentas incobrables	(2.197.916)	(2.081.369)	(2.064.769)	(1.989.894)	(1.897.814)	(1.852.841)
Inventarios	13.388.376	10.305.790	13.494.238	12.668.274	12.036.357	11.036.652
Otros activos corrientes	9.162.189	8.638.341	8.231.195	8.821.840	5.864.519	6.906.586
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>41.465.850</b>	<b>38.169.449</b>	<b>45.223.415</b>	<b>42.544.263</b>	<b>43.343.169</b>	<b>40.564.811</b>
Propiedad, planta y equipo neto	3.996.025	4.675.268	4.260.334	4.026.897	3.948.292	3.639.194
Otros activos no corrientes	190.700	178.975	178.975	537.330	163.775	522.129
Inversiones y derechos fiduciarios	1.023.214	1.023.214	2.000.566	1.996.696	2.004.886	2.420.202
Cuentas por cobrar a largo plazo	1.674.937	2.053.508	1.653.073	2.948.209	2.608.975	3.847.744
Activos intangibles	230.000	236.975	8.142.910	8.010.033	7.984.907	7.834.529
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>7.114.876</b>	<b>8.167.940</b>	<b>16.235.858</b>	<b>17.519.165</b>	<b>16.710.835</b>	<b>18.263.798</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>48.580.726</b>	<b>46.337.389</b>	<b>61.459.273</b>	<b>60.063.428</b>	<b>60.054.004</b>	<b>58.828.609</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones bancarias y Mercado de Valores	15.900.398	16.923.151	24.121.146	8.945.993	23.500.932	10.082.004
Proveedores	11.586.275	8.192.731	6.116.202	8.033.348	6.087.489	6.301.796
Otros activos corrientes	11.161.551	10.471.402	9.587.418	7.362.271	6.500.063	5.660.576
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>38.648.224</b>	<b>35.587.284</b>	<b>39.824.766</b>	<b>24.341.612</b>	<b>36.088.484</b>	<b>22.044.376</b>
Obligaciones bancarias y Mercado de Valores	1.909.668	580.817	1.968.894	16.691.573	4.910.166	16.854.861
Provisiones beneficios empleados	602.024	661.341	757.339	700.074	724.173	703.759
Otros pasivos no corrientes	2	2	5	6	6	6
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>2.511.692</b>	<b>1.242.158</b>	<b>2.726.233</b>	<b>17.391.646</b>	<b>5.634.339</b>	<b>17.558.620</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>17.810.066</b>	<b>17.503.968</b>	<b>26.090.040</b>	<b>25.637.566</b>	<b>28.411.098</b>	<b>26.936.865</b>
Deuda Financiera C/P	15.900.398	16.923.151	24.121.146	8.945.993	23.500.932	10.082.004
Deuda Financiera L/P	1.909.668	580.817	1.968.894	16.691.573	4.910.166	16.854.861
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>41.159.916</b>	<b>36.829.442</b>	<b>42.550.999</b>	<b>41.733.258</b>	<b>41.722.823</b>	<b>39.602.996</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	3.894.255	3.894.255	3.894.255	3.894.255	3.894.255	3.894.255
Aportes para futuras capitalizaciones	986.000	986.000	986.000	0	0	0
Reserva legal	1.112.069	1.148.089	1.192.967	1.192.967	1.246.061	1.289.631
Resultados acumulados	815.900	2.728.168	11.978.605	12.378.176	12.298.809	12.974.880
Resultados acumulados por adopción NIIF	252.383	302.657	325.503	325.504	456.358	456.359
Utilidad del ejercicio	360.203	448.778	530.943	539.268	435.698	610.487
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>7.420.810</b>	<b>9.507.947</b>	<b>18.908.273</b>	<b>18.330.170</b>	<b>18.331.181</b>	<b>19.225.613</b>

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

### ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
Ventas	73.945.248	71.391.802	68.290.594	51.259.408	70.385.108	47.745.643
Costo de ventas	62.726.797	60.551.307	57.975.857	42.240.625	59.450.808	40.475.701
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>11.218.451</b>	<b>10.840.495</b>	<b>10.314.737</b>	<b>9.018.783</b>	<b>10.934.300</b>	<b>7.269.942</b>
TOTAL GASTOS	8.744.357	7.755.523	7.034.701	6.358.978	7.370.013	5.413.524
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.474.094</b>	<b>3.084.972</b>	<b>3.280.036</b>	<b>2.659.805</b>	<b>3.564.287</b>	<b>1.856.418</b>
Gastos financieros	1.856.530	2.214.862	2.463.930	2.263.550	2.760.004	2.346.367
Otros ingresos	146.751	0	0	143.012	0	1.100.436
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPOTOS.</b>	<b>764.315</b>	<b>870.110</b>	<b>816.106</b>	<b>539.268</b>	<b>804.283</b>	<b>610.487</b>
Impuesto a la renta	404.112	421.332	285.162	0	368.585	0
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>360.203</b>	<b>448.778</b>	<b>530.944</b>	<b>539.268</b>	<b>435.698</b>	<b>610.487</b>

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

**Séptima Emisión de Obligaciones**

**CARTIMEX S.A., Diciembre 2023**

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

Razón Financiera	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
Gastos Operacionales / Ingresos	11,83%	10,86%	10,30%	12,41%	10,47%	11,34%
Utilidad Operacional / Ingresos	3,35%	4,32%	4,80%	5,19%	5,06%	3,89%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,49%	0,63%	0,78%	1,05%	0,62%	1,28%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	686,86%	687,42%	617,77%	493,23%	818,06%	304,09%
Utilidad Neta / capital permanente	5,21%	7,98%	7,52%	2,97%	4,34%	3,32%
Utilidad Operativa / capital permanente	35,77%	54,86%	46,49%	14,66%	35,46%	10,11%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	40,74%	0,00%	0,00%	26,52%	0,00%	180,26%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	515,41%	493,53%	464,07%	419,75%	633,47%	384,34%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	4,85%	4,72%	2,81%	2,94%	2,38%	3,18%
Rentabilidad sobre Activos	0,74%	0,97%	0,86%	0,90%	0,73%	1,04%
Utilidad operacional / activos operacionales	6,16%	8,05%	7,29%	7,48%	7,76%	329,18%
Resultados operativos medidos / activos totales	5,09%	6,66%	5,34%	5,31%	5,94%	3,79%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,07	1,07	1,14	1,75	1,20	1,84
Liquidez Inmediata	0,72	0,78	0,72	1,22	0,81	1,33
Capital de Trabajo	2.817.626	2.582.165	5.398.649	18.202.652	7.254.685	18.520.435
Capital de Trabajo / Activos Totales	5,80%	5,57%	8,78%	30,31%	12,08%	31,48%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	3.162.238	3.710.828	3.904.345	3.327.461	4.187.936	2.191.517
EBITDA anualizado	3.162.238	3.710.828	3.904.345	4.075.844	4.187.936	3.051.992
Ingresos	73.945.248	71.391.802	68.290.594	51.259.408	70.385.108	47.745.643
Gastos Financieros	1.856.530	2.214.862	2.463.930	2.263.550	2.760.004	2.346.367
EBITDA / Ingresos	4,28%	5,20%	5,72%	6,49%	5,95%	4,59%
EBITDA/Gastos Financieros	1,70	1,68	1,58	1,47	1,52	0,93
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,14	0,18	0,13	0,10	0,13	0,07
EBITDA / Deuda total	0,18	0,21	0,15	0,13	0,15	0,11
Flujo libre de caja / deuda total	0,23	0,16	-0,28	0,03	0,01	0,13
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	13,22	244,12	38,24	26,77	28,57	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,43	0,03	0,21	0,23	0,30	-0,03
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	5,55	3,87	2,25	2,28	2,28	2,06
Activo Total / Capital Social	12,47	11,90	15,78	15,42	15,42	15,11
Pasivo Total / Capital Social	10,57	9,46	10,93	10,72	10,71	10,17
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	5,63	4,72	6,68	6,29	6,78	8,83
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	13,02	9,92	10,90	10,24	9,96	12,98
Deuda Financiera / Pasivo	43,27%	47,53%	61,31%	61,43%	68,09%	68,02%
Deuda Total / Patrimonio	240,00%	184,10%	137,98%	139,87%	154,99%	140,11%
Pasivo Total / Activo Total	84,72%	79,48%	69,23%	69,48%	69,48%	67,32%
Capital Social / Activo Total	8,02%	8,40%	6,34%	6,48%	6,48%	6,62%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	89,28%	96,68%	92,45%	34,89%	82,72%	37,43%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	15,28%	20,52%	30,77%	30,52%	30,52%	32,68%
<b>Eficiencia</b>						
Período de Cobros (días)	120	129	134	154	124	165
Duración de Existencias (días)	78	62	85	91	74	83
Plazo de Proveedores (días)	89	81	73	78	50	59

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

**Séptima Emisión de Obligaciones**

**CARTIMEX S.A., Diciembre 2023**

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO (USD)**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2023	2024	2025	2026	2027
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.136.245	1.332.372	764.413	2.603.854	2.698.269
Inversiones mantenidas hasta el vencimiento	271.482	274.155	207.963	174.502	277.963
Cuentas por cobrar clientes	16.337.757	16.583.689	16.835.819	16.963.801	17.092.755
Cuentas por cobrar relacionadas	4.581.485	4.650.450	4.721.153	4.757.042	4.793.204
Otras cuentas por cobrar	6.118.269	6.210.367	6.304.786	6.352.714	6.401.006
Impuestos corrientes	1.282.801	1.703.310	1.392.534	1.515.706	1.446.159
Pagos Anticipados	233.238	216.150	208.664	207.787	225.967
Inventarios	14.416.531	14.633.543	14.856.024	14.968.955	15.082.746
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>44.377.809</b>	<b>45.604.036</b>	<b>45.291.356</b>	<b>47.544.361</b>	<b>48.018.068</b>
Activo fijo depreciable	9.146.063	9.297.527	9.451.499	9.608.021	9.767.135
(-) Depreciación acumulada	-7.200.496	-7.722.462	-8.253.071	-8.792.467	-9.340.797
Activo fijo no depreciable	1.638.259	1.638.259	1.638.259	1.638.259	1.638.259
Otros Activos	12.668.167	12.162.703	12.228.078	12.304.946	12.560.957
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>16.251.993</b>	<b>15.376.027</b>	<b>15.064.765</b>	<b>14.758.758</b>	<b>14.625.554</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>60.629.802</b>	<b>60.980.064</b>	<b>60.356.122</b>	<b>62.303.120</b>	<b>62.643.622</b>
Obligaciones con Inst. Financieras C/P	17.518.686	17.329.938	17.436.172	18.733.814	18.741.180
Emisión de Obligaciones porción C/P	500.000	1.500.000	500.000	500.000	-
Cuentas por pagar	15.166.095	15.707.227	15.758.494	15.989.208	16.061.521
Impuestos por pagar	1.525.705	1.404.222	1.318.723	1.323.211	1.194.172
Gastos acumulados por pagar	227.084	255.759	276.842	274.322	249.234
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>34.937.570</b>	<b>36.197.146</b>	<b>35.290.230</b>	<b>36.820.555</b>	<b>36.246.108</b>
Obligaciones con Inst. Financieras L/P	3.660.266	3.620.830	3.643.026	3.914.149	3.915.688
Emisión de Obligaciones porción L/P	2.500.000	1.000.000	500.000	-	-
Otros pasivos no corrientes	753.817	732.658	745.194	658.298	754.494
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>6.914.083</b>	<b>5.353.488</b>	<b>4.888.220</b>	<b>4.572.447</b>	<b>4.670.182</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>41.851.653</b>	<b>41.550.634</b>	<b>40.178.450</b>	<b>41.393.002</b>	<b>40.916.289</b>
Capital social	3.894.255	3.894.255	3.894.255	3.894.255	3.894.255
Reserva legal	1.289.631	1.342.210	1.407.338	1.482.162	1.555.407
Superávit por revaluación	8.002.582	8.002.582	8.002.582	8.002.582	8.002.582
Resultados acumulados	5.065.889	5.539.103	6.125.255	6.798.672	7.457.874
Resultado del ejercicio actual	525.793	651.281	748.241	732.446	817.216
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>18.778.149</b>	<b>19.429.430</b>	<b>20.177.671</b>	<b>20.910.118</b>	<b>21.727.333</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating