

Primera Emisión de Obligaciones de Aglomerados Cotopaxi S.A.

Comité No: 402-2023	Fecha de Comité: 30 de noviembre de 2023	
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de septiembre de 2023		Quito – Ecuador
Ing. Jhonatan Velasteguí	(593) 2-323-0541	dvelastegui@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Primera Emisión de Obligaciones	AAA	Séptima	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00004275

Significado de la Calificación

Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece 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 de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

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

Racionalidad

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió otorgar la calificación de “AAA” a la **Primera Emisión de Obligaciones** de Aglomerados Cotopaxi S.A. con información del **30 de septiembre de 2023**. La calificación se basa en la trayectoria consolidada y la posición sólida que la empresa ha mantenido en el sector maderero. Además, se destaca el nivel adecuado de liquidez, en línea con el desempeño observado en los últimos cinco años. En cuanto a los resultados, se observa una disminución en las ventas debido a la normalización de la demanda de los productos de madera, específicamente de tableros de aglomerado y MDF, después del auge post-covid. Este impacto se refleja tanto en la utilidad de la empresa como en la generación de flujos EBITDA, mostrando una reducción interanual. A pesar de esto, aunque los niveles de cobertura de deuda y gastos financieros han disminuido, estos siguen siendo robustos. Por último, se destaca el sólido nivel de apalancamiento que la empresa ha mantenido históricamente, respaldando de manera adecuada sus obligaciones a través de su capital propio (patrimonio).

Resumen Ejecutivo

- **Trayectoria en el mercado y posicionamiento:** Con más de 40 años de experiencia, Aglomerados Cotopaxi S.A. se destaca como una empresa líder en la producción de tableros de aglomerado y MDF, los cuales son recubiertos con chapa de madera y/o papel. Además de su enfoque en la fabricación de productos de calidad, la empresa también juega un papel fundamental en el sector forestal. Con un patrimonio forestal que abarca alrededor de 18,000 hectáreas, de las cuales 12,000 hectáreas están dedicadas a plantaciones forestales, Aglomerados Cotopaxi S.A. se consolida como la industria forestal más grande de Ecuador. No solo se centra en la producción, sino que también participa activamente en el establecimiento de plantaciones forestales, explotaciones forestales y otros productos relacionados con la industria maderera. Actualmente, dentro de su ramo es top 2 en cuanto al nivel de ingresos de acuerdo a información obtenida por parte de la SCVS con una participación de 15,09%.
- **Reducción en la utilidad por normalización de la demanda:** La utilidad de Aglomerados Cotopaxi S.A. evidencia un importante dinamismo promedio durante los últimos 5 años de +72,39% (2018-2022), efecto que se debe a factores externos entre los cuales destaca la pandemia por covid-19 que paralizó varios sectores económicos, entre ellos el sector de la construcción; posteriormente, la reactivación económica post pandemia decayó en un aumento considerable en la demanda de los bienes producidos por la empresa. Así pues, tanto el cierre de 2021 como de 2022 constituyen los años con un mayor pico en ventas. Sin embargo, debido a la normalización de las actividades económicas se empieza a ver una estabilidad en la demanda, por lo que tanto las ventas como el costo de ventas de la entidad se ha visto reducidos, lo cual se traduce en una desmejora interanual en cuanto a la utilidad a la fecha de análisis. De este modo, a nivel de indicadores se ve una afectación negativa tanto en el

ROE (2,79%) como en el ROA (1,77%), mismos que se contrajeron en -2,44 p.p. y -1,23 p.p., respectivamente.

- **Buenos niveles de liquidez:** Aglomerados Cotopaxi S.A. ha mantenido históricamente indicadores de liquidez superiores a la unidad, tendencia que se mantiene a la fecha de análisis al posicionarse en 1,42 veces, mostrando una mejora de +0,15 veces. Adicional, se destaca que incluso después de la prueba ácida (sin contar inventarios) el indicador se encuentra por encima de la unidad. De igual manera, se ve una mejor en el ciclo de conversión de efectivo por la mejora en los días que recuperación de cartera y en los días de salida de los inventarios.
- **Excelente nivel de apalancamiento:** El continuo fortalecimiento del patrimonio de la empresa por el incremento en los resultados acumulados y al continuo aporte por parte de los socios se ha traducido en que históricamente Aglomerados Cotopaxi S.A. maneje un nivel de apalancamiento muy bajo. El comportamiento antes mencionado se mantiene a la fecha de análisis al posicionarse en 0,58 veces, lo cual se traduce en una mejora interanual al contraerse en -0,17 veces.
- **Indicadores de cobertura robustos a pesar de la reducción de los flujos EBITDA:** La disminución en mayor proporción en las ventas en comparación con los costos de ventas tuvo un impacto directo en el resultado operacional, afectando la generación de flujos EBITDA de la empresa hasta septiembre de 2023. Aunque se observa una reducción en la cobertura sobre la deuda y los gastos financieros en comparación con el periodo anterior, ambas métricas mantienen niveles sólidos, indicando que la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras y gastos sigue siendo robusta.
- **Ligera reducción del endeudamiento financiero:** Una vez efectuado el análisis, se ve una disminución en la deuda financiera de la empresa; a pesar de esto, la desmejora de los flujos EBITDA aumentó los años en los cuales la entidad sería capaz de liquidar su deuda financiera mediante sus flujos; sin embargo, el indicador continúa siendo robusto (1,76 años) ya que es apenas superior al promedio de los últimos 5 años (1,60 años). Adicional, es importante mencionar que la empresa ha cumplido puntualmente con sus obligaciones ante instituciones financieras, el mercado de valores, proveedores, empleados, el IESS y el SRI.
- **Adecuado cumplimiento de los resguardos de ley y límite de endeudamiento:** A la fecha de corte, se destaca que Aglomerados Cotopaxi S.A. ha cumplido de manera adecuada cada uno de los resguardos de ley, así como su límite de endeudamiento.

Factores Clave

Factores que podrían mejorar la calificación

- N/A

Factores que podrían desmejorar la calificación

- Desmejora sostenida de la utilidad de la empresa que afecte sus niveles de cobertura.
- Afectación constante de su margen bruto y neto.
- Incremento permanente de sus niveles de apalancamiento.
- Aumento agresivo de su nivel de endeudamiento sin el respaldo de su generación de flujos.
- Reducción sostenida de sus niveles de liquidez.

Riesgos Previsibles en el Futuro

- Riesgos asociados a eventos como robos, incendios o desastres naturales plantean la posibilidad de impactos negativos tanto en el inventario como en los activos fijos de la empresa, potencialmente resultando en pérdidas significativas. No obstante, para contrarrestar esta amenaza, la compañía ha implementado medidas de mitigación, incluyendo la suscripción de pólizas de seguros específicamente diseñadas para cubrir los activos mencionados. Estas pólizas no solo ofrecen una capa adicional de protección financiera, sino que también respaldan la capacidad de la empresa para recuperarse de manera eficiente ante eventualidades imprevistas.
- La imposición de nuevas medidas impositivas, restricciones en las importaciones o el aumento de impuestos arancelarios por parte del gobierno representan un riesgo potencial que podría impactar adversamente en el costo de ventas, elevando los precios de las materias primas y sus importaciones. No obstante, este riesgo se encuentra mitigado gracias a la robusta capacidad y estructura productiva de la compañía. Su flexibilidad y adaptabilidad le permiten ajustarse eficientemente a diversos escenarios, preservando así sus márgenes operativos. La capacidad de la empresa para navegar en entornos cambiantes y su enfoque proactivo en la gestión de riesgos se traducen en una posición sólida frente a posibles cambios regulatorios o impositivos.

Aspectos de la Calificación

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

Entorno Macroeconómico:

Desde inicios de 2018, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB debido a la dependencia de la economía nacional hacia el sector público. Si bien, este comportamiento se mantuvo durante el año en mención y a principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre, ocasionadas por la propuesta del ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la senda del crecimiento en el 2020, surge en China la propagación del virus Covid-19, el cual por su alta tasa de contagio logra diseminarse por todo el mundo; generando la paralización económica en la mayoría de países a nivel mundial. Por lo anterior, Ecuador no fue inmune al impacto negativo en su economía, el cual registró una caída del 7,75% de su Producto Interno Bruto, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares, gobierno general y la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

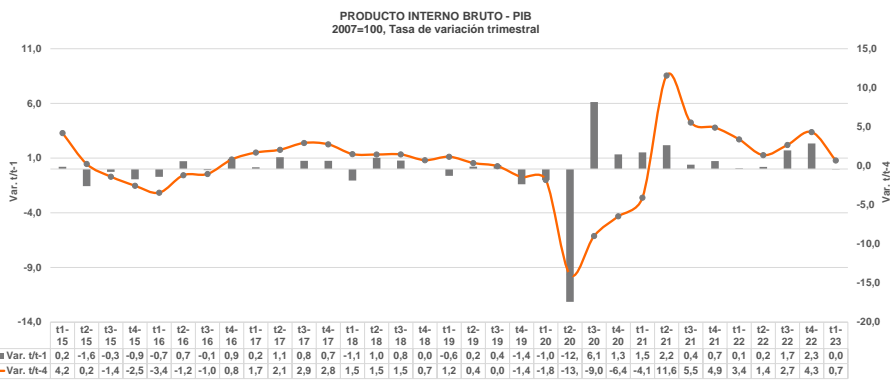
A principios del 2021, la paulatina reapertura de los establecimientos y el inicio de los planes de vacunación, permitieron que la economía local comience a recuperarse. El 24 de mayo del mismo año, Guillermo Lasso fue posesionado como presidente electo por el Ecuador, la estabilidad política generó una confianza en el mercado y, es así como, al segundo semestre, el PIB creció en 4,24 p.p. frente a lo reflejado el año anterior, con lo cual superó la proyección de 3,55% realizada por el Banco Central del Ecuador. El desempeño obtenido, responde al incremento del Gasto de Consumo Final de los Hogares, causando una recuperación de las actividades económicas y productivas en el país.

En el mes de marzo 2022, inician los conflictos bélicos entre Rusia y Ucrania, lo que afectó negativamente al dinamismo económico global, como por ejemplo el canal de comercio internacional, tanto en importaciones y exportaciones, flujo de pagos, por lo que las transacciones con el mercado euroasiático se ralentizaron, se considera que hasta el 2021, Rusia era el tercer país de destino de exportaciones no petroleras, específicamente de banano, camarón y flores. De manera similar, el costo del transporte marítimo se encareció, causando un aumento en el costo de la materia prima. Por otro lado, Rusia se vio afectado a nivel de exportaciones de petróleo, lo que repercutió positivamente sobre los ingresos del Estado ecuatoriano, percibiendo US\$ 144,20 millones adicionales por cada dólar en que se incrementa el precio del crudo por encima del precio estipulado en la proforma General del Estado.

A inicios del segundo semestre de 2022, la economía nacional tuvo afectaciones importantes que generaron una interrupción de las actividades productivas y cotidianas causadas por las movilizaciones. Los efectos, a junio, sumaron US\$ 1.115,40 millones, de lo cual US\$ 1.104,80 millones corresponde a pérdidas y el restante a daños. Los cinco sectores que tuvieron mayores afectaciones fueron: energía e hidrocarburos US\$ 329,70 millones, comercio con US\$ 318,10 millones, industria con US\$ 227,40 millones, agricultura con US\$ 80,40 millones y turismo con US\$ 56,20 millones.

Para el cuarto trimestre de 2022, la economía nacional demostró un dinamismo positivo de 2,95 p.p., alcanzando un PIB de US\$ 71.125,24 millones, lo cual se ubica 0,2 p.p. por encima de lo esperado según el ajuste en la previsión del Banco Central realizada durante el tercer trimestre del mismo año. Este incremento es una muestra de la recuperación de la economía nacional posterior a las paralizaciones llevadas a cabo en el mes de junio. En términos generales, el crecimiento obtenido es resultado de un incremento interanual de 2,52 p.p. en el Gasto del consumo Final del Gobierno en 7,60% Gasto de Consumo Final de los Hogares en +3,80% y Formación Bruta de Capital fijo en 2,50%.

Para el primer trimestre de 2023, se destaca que el PIB experimentó un crecimiento de 0,69 p.p. respecto a reflejado el año anterior. Dicho dinamismo, fue impulsado por el desempeño de sus componentes como es el Gasto de consumo final de los hogares, que registró un aumento del 1,60%; el gasto de Consumo final del gobierno, con un incremento del 0,50% y las Exportaciones de bienes y servicios, que crecieron un 0,40%.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

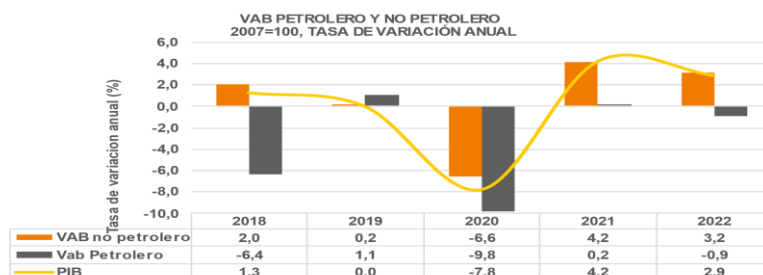
El crecimiento del consumo de los hogares obedece a un aumento en las remesas, importaciones y créditos de consumo. En adición a ello, el aumento del gasto de consumo final del gobierno se originó ante el aumento de las remuneraciones del sector público. Por otro lado, las exportaciones de bienes y servicios crecieron como resultado del dinamismo positivo en las adquisiciones externas de camarón elaborado, banano, café, cacao y flores.

En cuanto a las industrias, refinación de petróleo crece un 16,60%, impulsado por un incremento en la oferta total de derivados, seguidamente, acuicultura y pesca de camarón 6,40%, como resultado de un crecimiento en las exportaciones de camarón elaborado hacia China y Estados Unidos. Asimismo, la industria de correo y comunicaciones presentó un alza de 6,20%, relacionado con un aumento en las líneas activas del servicio móvil; de igual manera, el sector de alojamiento y servicios de comida también presentó una mejoría de 3,70% ante la recuperación del turismo y el consumo interno. En tanto que, el sector de agricultura creció en 2,70%, relacionado con el aumento en el cultivo de banano, café, cacao y flores.

El 10 de mayo de 2023, fue firmado el Tratado de Libre Comercio Ecuador – China, siendo este el primer acuerdo comercial que el Ecuador suscribe con un país asiático. En el cual, se contempla 17 disciplinas y es considerado de última generación ya que contiene un capítulo de comercio electrónico. En materia de bienes, el intercambio comercial entre ambos países alcanzó alrededor de los US\$ 12.000 millones para el 2022. Las exportaciones alcanzaron los US\$ 5.823 millones, sobresaliendo productos como el camarón, el concentrado de plomo y cobre, otros productos mineros, banano, balsa, madera y sus elaborados, cacao, entre otros. Se registraron importaciones por un monto aproximado de US\$ 6.353 millones, en productos como: manufacturas de metales, automóviles, teléfonos celulares, computadoras, máquinas y sus partes, entre otros. Es importante mencionar que, el 77% de las importaciones provenientes de China se centran en materias primas, insumos, bienes de capital y combustibles, elementos necesarios para la producción.

Con la negociación del TLC Ecuador- China hay varios beneficios para las exportaciones de Ecuador; una vez que este acuerdo entre en vigencia. El primer beneficio es el acceso real a la oferta exportable actual y en mejores condiciones a un mercado de 1.400 millones de consumidores. A su vez, este acuerdo permite equiparar las condiciones de competencia con los países vecinos (Perú, Centro América) que ya tienen acuerdo con China. Dicho instrumento será revisado y aprobado por la Corte Constitucional.

El 17 de mayo de 2023, el Presidente de Ecuador, Guillermo Lasso, mediante decreto ejecutivo 741 resolvió la disolución de la Asamblea Nacional y solicitó la convocatoria de nuevas elecciones, las cuales se llevarán a cabo en agosto del mismo ejercicio fiscal. La decisión del mandatario se enmarca en un mecanismo constitucional conocido como muerte cruzada, causando que el riesgo país se ubique en 1.832 puntos. El desasiego sobre la gobernabilidad del estado, genera incertidumbre en el mercado ecuatoriano y en la atracción de inversión extranjera, es así como, el EMBI ha mantenido una tendencia al alza cerrando a junio 2023 en 1.902 puntos.

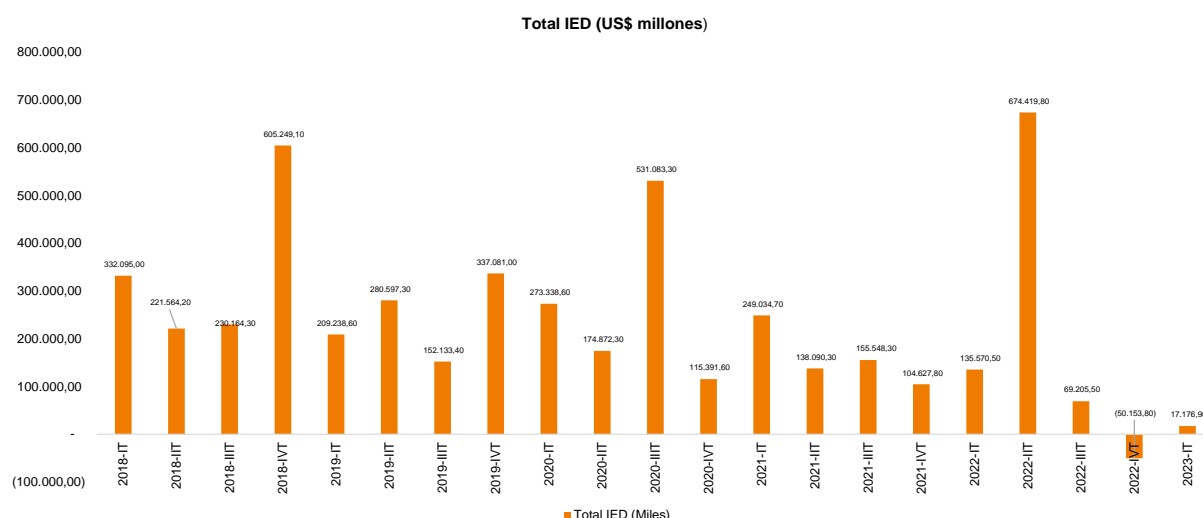


Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Inversión Extranjera Directa (IED)

Al primer trimestre de 2023, se observa que la inversión Extranjera Directa presenta un aumento de US\$ 17,18 millones, comportamiento que se atribuye a un incremento de las acciones y otras participaciones de capital.

Al analizar por rama de actividad económica, la IED exhibió una desinversión en tres de las nueve actividades reportadas por el Banco Central del Ecuador. Bajo esta premisa, el sector de industria manufacturera y servicios comunales, sociales y personales presentaron un comportamiento al alza. De manera opuesta, el sector de explotación de minas y canteras es el que se ha visto más perjudicado al registrar la mayor contracción interanual de -90,03% (US\$ -45,29 millones) respecto al año anterior, seguidamente de servicios prestados a las empresas, comercio; entre otros. Es importante mencionar que, la situación política y en materia de seguridad ha generado incertidumbre a los inversionistas, lo cual dificulta la atracción de nuevos capitales.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Es importante destacar que, la IED solo consideran los nuevos capitales que ingresan al país, por lo que los flujos de IED de años anteriores pueden estar reinvertidos ya que al generarse en el país no se consideran como IED. En cuanto a las actividades en las que se evidencia un crecimiento del capital extranjero de manera interanual. A continuación, se presenta un detalle de la inversión extranjera directa del último año.

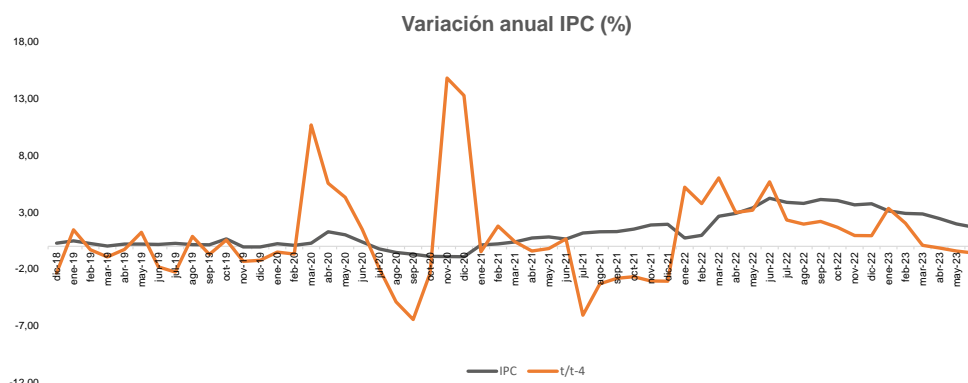
Inversión Extranjera Directa (Miles US\$)					
Participación por industria	2022-I	2022-II	2022-III	2022-IV	2023-I
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	15.617,30	(128,50)	24.929,40	20.605,50	475,20
Comercio	39.807,80	7.701,70	11.483,00	8.408,20	8.487,20
Construcción	534,00	192,70	3.616,90	1.163,90	(303,70)
Electricidad, gas y agua	2.253,90	88,20	5.256,50	(145,90)	(1.799,70)
Explotación de minas y canteras	50.307,90	(111.459,60)	(27.238,70)	(101.857,20)	5.013,40
Industria manufacturera	3.787,70	222,90	17.111,00	46.098,30	15.718,80
Servicios comunales, sociales y personales	(8.402,00)	8,10	0,40	32,40	1.015,90
Servicios prestados a las empresas	16.208,50	752.852,10	31.410,00	1.365,40	(26.263,00)
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	15.455,40	24.942,20	2.637,00	(25.824,40)	14.832,80
Total IED	135.570,50	674.419,80	69.205,50	(50.153,80)	17.176,90

Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Índice de Precios al Consumidor (IPC)

Para el mes de junio de 2023, el IPC se ubicó en 1,69% después de contraerse en -0,60 p.p. respecto al mismo periodo del año anterior. En ese sentido, se observa que en lo que va del año 2023 el IPC mantiene una tendencia a la baja.

En cuanto a los componentes del IPC, las divisiones que marcaron la mayor influencia en la expansión del IPC a junio 2023 vienen dado por alimentos y bebidas no alcohólicas (0,82%), bienes y servicios diversos 0,25%, restaurantes y hoteles (0,21%), educación (0,19%), entre otros en menor cuantía.



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Perspectivas Económicas Nacionales

De acuerdo con estimaciones del Banco Central del Ecuador (BCE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), se esperaba que la economía ecuatoriana cierre el 2022 con un incremento de 2,70% con respecto a 2021, sin embargo, el país logró cerrar el año con un crecimiento de 2,90%, lo cual implica 0,2 p.p., más de lo esperado. De igual manera, las proyecciones del BCE sugieren que durante el 2023 la economía crecerá un 3,10%, siendo el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo (FBKF) los pilares para lograrlo debido a su considerable recuperación postpandemia. En el caso del consumo de los hogares, que representa el 60,00% del PIB nacional, se evidencia un notable crecimiento llegando a superar incluso sus niveles previos a la pandemia. En este apartado, el sector de construcción será un factor clave para explicar el incremento en la inversión dado que representa un 68,00% del total.

Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios

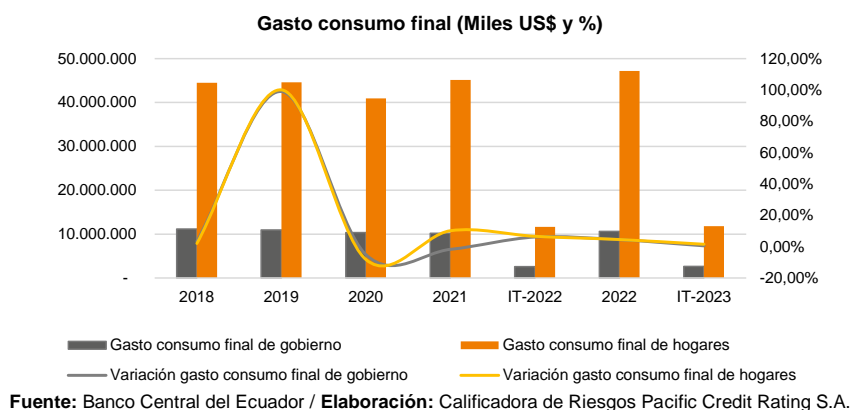
La evolución en el gasto del consumo final del gobierno mantiene un comportamiento acorde a los objetivos del Ejecutivo nacional, el cual consiste en disminuir progresivamente el gasto público. En este sentido, al cierre del 2022 el gasto consumo final de los hogares registró un comportamiento positivo al pasar de US\$ 45.142 millones al finalizar el 2021 a US\$ 47.216 millones en diciembre 2022. Por el lado del gasto de consumo final del gobierno, este cerró en US\$ 10.670 millones mostrando un incremento interanual de 4,46% (US\$ 455,15 millones) a comparación con el mismo periodo de 2021.

Al cierre del último trimestre del 2022 existe un incremento interanual en el Gasto de Consumo Final de los Hogares, Gasto de Consumo Final del Gobierno y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en 3,78%, 7,63% y 2,49% respectivamente; mientras que, en el acumulado anual las cifras fueron de 4,59%, 4,46% y 2,52%. En el caso de la FBKF, la adquisición de maquinaria y equipo de transporte ha sido la principal razón de dicho aumento, sobre todo por un incremento en la compra de vehículos de carga y de uso industrial como tracto camiones, buses y camiones, a eso se suma un desempeño positivo en el sector de construcción. En el caso del Gasto de Consumo Final del Gobierno General, el incremento reportado es el reflejo de un aumento en el gasto realizado en administración pública, defensa, seguridad interna y externa; así como la compra de bienes y servicios para los sectores de salud y educación. De manera particular, el incremento obedece a un aumento en el pago de remuneraciones y de la compra de bienes y servicios correspondiente a un 9,60% y 13,60% respectivamente.

Al observar el comportamiento del gasto de consumo final de los hogares para el primer trimestre de 2023, alcanzó una suma de US\$ 11.851,88 millones, demostrando un aumento de 1,57% (US\$ 183,64 millones) frente a su corte comparable, causado por un incremento de la demanda en los servicios de electricidad, alojamiento, comida y bebida, transporte, telecomunicaciones, comercio al por mayor y menor, y enseñanza. En específico, se distingue que varios factores impulsaron el incremento generado. Por un lado, se registró un aumento del 17,60% en el número de operaciones de crédito de consumo otorgadas por el sistema financiero privado y popular y solidario. Adicionalmente, las importaciones de bienes de consumo crecieron de forma anual en 8,70% de toneladas métricas. Finalmente, las remesas recibidas mostraron un alza de 8,00%, en donde, se resalta que, el aumento de remesas provenientes de Estados Unidos (9,70%), España (6,80%) e Italia (2,40%), que representaron el 90% del total recibido.

En tanto que, el consumo final del gobierno totalizó en US\$ 2.645,45 millones, el cual presentó un ligero incremento de 0,54% (US\$ 14,11 millones), debido a que el Gobierno General realizó gastos para proporcionar servicios colectivos (administración pública, defensa, seguridad interna y externa, entre otros) e individuales (salud y educación) a la ciudadanía. En su mayoría, obedece al aumento del rubro de remuneraciones en 6,80% especialmente aquellos incurridos en el sector de la educación, en cumplimiento de lo establecido en la Ley Orgánica Reformatoria a la Ley Orgánica de Educación Intercultural (LOEI),

misma que incluyó una recategorización salarial que fue aprobada en abril de 2022 y tuvo impacto en los gastos de consumo del Gobierno durante el primer trimestre de 2023.



Endeudamiento

Hasta abril 2023, el saldo de la deuda externa pública se expandió hasta sumar US\$ 48.025,90 millones, equivalente al 39,70% del PIB. En este mes el país obtuvo desembolsos por US\$ 14,60 millones y se pagaron amortizaciones por US\$ 180,70 millones, de esta manera se concluye que, el flujo neto de la deuda fue de US\$ -166,10 millones. En cambio, el saldo de la deuda externa privada a abril 2023 fue de US\$ 10.771,50 millones, lo que significa un 8,90% del PIB.

Análisis de la Industria:

La extracción de madera, silvicultura y actividades relacionadas se define como una industria que se encuentra desarrollándose en el país. Las cifras de acuerdo con el Banco Central del Ecuador establecen la evidencia de un crecimiento a través de los ubicándose en el puesto número 17 de 47 industrias a nivel nacional las cuales han generado solo en el año 2021 un total de US\$ 629 millones en exportaciones.

De acuerdo con las investigaciones de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura – FAO el 40% del territorio ecuatoriano se encuentra cubierto de bosques naturales en donde gran parte se encuentra en la Amazonia, mientras que, el 1% de las plantaciones forestales y el 45% del área total del país es apto para el uso forestal ¹

Por su parte Ecuador ha registrado aproximadamente 180.000 plantaciones forestales hasta el año 2020, lo que equivale a una masa de 180 millones de árboles plantados en los cuales el 65% de las plantaciones forestales comerciales estuvieron en Cotopaxi, Los Ríos, Guayas, Pichincha y Santo Domingo de los Tsáchilas, además 160.000 del total fueron cultivadas con pino, eucalipto, teca, melina y balsa, de acuerdo a lo registrado por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca. De estas variedades se destaca que son clave para la elaboración de insumos derivados con su respectivo valor agregado, siendo el pino y el eucalipto los árboles que tienen un mayor espectro de acción para transformarse en tableros aglomerados, MDF, molduras y madera sólida que tienen diversos usos.

Asimismo, se destaca que los tableros fueron el principal producto de exportación de la industria para el año 2021, en donde se superó los US\$ 275 millones es decir el 42% de crecimiento frente a lo reportado en el año 2020 de acuerdo a lo plasmado en las estadísticas del Banco Central del Ecuador. Por otro lado, se acota que la industria maneja un gran potencial de desarrollo, así como ha sido un generador alto de empleos, es así como los gobiernos centrales lo han catalogado como eje prioritario en la economía del país.

Con respecto al comercio internacional se evidencia que el consumo de madera ha presentado un incremento exponencial en varias partes del mundo especialmente en las grandes economías como lo son China, Estados Unidos y el continente asiático. Ecuador se consolidó como uno de los actores principales en la exportación de tableros, es así como para el año 2021 los aglomerados constituyeron el segmento de mayor crecimiento con un +53%, seguido de tableros de fibras con un peso de 27% y el de tableros contrachapados que superaron el 19% de aumento. No obstante, los tableros de partículas marcaron un nuevo hito en el contexto exportador, acercándose a los US\$ 200 millones. Por su parte Colombia y Perú siguen siendo los principales mercados que representan el 90% de las exportaciones.

Para el año 2022 las exportaciones ecuatorianas de aglomerado exceden los US\$ 200 millones en 2022. El valor de las exportaciones ecuatorianas de tableros de partículas (PB/MDP) alcanzaron los US\$ 217,59

¹ Información encontrada en el informe realizado por el Observatorio Económico y Social de Tungurahua <https://blogs.cedia.org.ec/obest/wp-content/uploads/sites/7/2020/06/Sector-maderero-Ecuador-aprobado.pdf>

millones en 2022. Lo que representó un crecimiento de 9,8 por ciento en comparación con el año anterior (US\$ 198,17 millones). El valor de las exportaciones de PB/MDP en 2022 constituyeron nuevamente un nivel anual récord.

Mercado Interno

De acuerdo a Ecuador Forestal el mercado maderero es pequeño con respecto al consumo mundial, entre las principales causas de este comportamiento se encuentra: la baja renta per cápita, las crisis económicas en desatadas en los últimos años, la falta de cultura en la utilización de recursos y los precios altos. La madera se define como un producto más sostenible que existe en la construcción pues proviene de efectos renovables en otras palabras constantemente se puede regular el ciclo mediante la reforestación con nuevas plantaciones. Se señala que es un material noble utilizado en su totalidad, incluso sus residuos se usan como fuente de energía (biomasa) para varios procesos industriales.

Cabe mencionar que en el contexto de la pandemia fue un momento distinto para la industria forestal pues varios consumidores optaron por realizar adecuaciones y remodelaciones en sus hogares y oficinas en donde los tableros que se derivan de la madera fueron el principal insumo para realizarlo. En este sentido se puede evidencia como los individuos tomaron la decisión de adquirir productos que sean socialmente sostenibles y además que posean certificaciones de origen.

Generación de empleo

El sector genera aproximadamente 300.000 plazas de trabajo indirectas y directas de acuerdo con la Asociación Ecuatoriana de Industriales de la Madera. En el mismo contexto se evidencia que las fábricas y plantaciones están generalmente por zonas rurales de modo que da empleos en la mayor parte de casos a personas que se encuentran en el entorno del lugar con índices altos de informalidad.

Para el año 2021, el número de empresas totalizaron 209 y gran parte de ellas se encontraron en la provincia de Guayas con una ponderación del 54%, seguido de Pichincha con el 14%, Manabí y Los Ríos con el 8% y otras provincias con el 16%.

Con el fin de analizar el comportamiento de la compañía ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se considerará la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En el gráfico siguiente se plasma, un comportamiento decreciente hasta el año 2020, como efecto de la contracción económica presentada entre el año 2017-2019 (+0,80%); sin embargo, entre el periodo 2019-2020 el crecimiento continuó, mismo que llegó a -7,19%. Es importante destacar que en el año el 2020, ante la declaración de la crisis sanitaria mundial por el COVID-19, la economía se paralizó totalmente, provocando que el PIB se reduzca en -7,79%. Paralelamente, la industria maderera se vio afectada (-13,44%), situación que impacto también en los ingresos del emisor mismos que disminuyeron en +26,40% es decir la afectación tanto para el sector como para la empresa fue negativo.

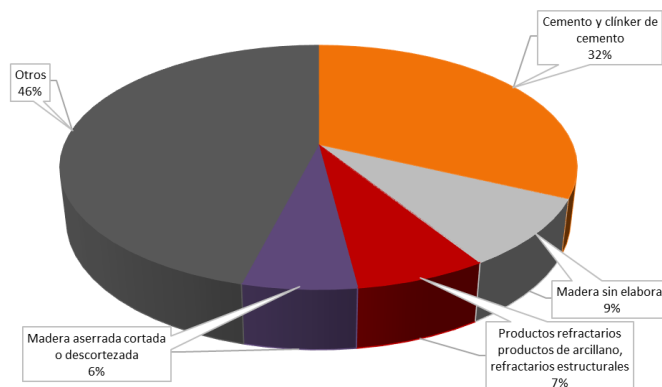
Para el año 2023, se espera un incremento de las exportaciones, similar al reflejado en el primer semestre del año 2022, efecto de las nuevas inversiones realizadas por las empresas del sector, así como la búsqueda de nuevos mercados y el cumplimiento de los estándares internacionales. Actualmente Ecuador es el primer exportados de tableros de aglomerado de América del Sur, superando a Brasil y Chile. Dicho esto, se evidenció que los ingresos de la empresa crecieron en +3,00% (US\$ +1,56 millones) a enero de 2023, como consecuencia de un desempeño positivo del sector.

Sector de la Construcción

El sector de la construcción requiere tanto de insumos nacionales como importados, en donde el primero representa el 15% del total de la materia prima mientras que en el componente nacional representa un 85%, dentro de este último los insumos demandados son cemento y madera tanto procesada como acerrada. Mientras que en el caso del componente importado el hierro y los productos metálicos son los más

demandados. El sector es el que demanda un mayor insumo del sector maderero, representando el 54,3% de demanda de madera aserrada, procesada y aglomerados.

Composición del componente nacional en la construcción



Fuente: PICAVAL Casa se Valores **/Elaboración:** Pacific Credit Rating

A partir del último trimestre del 2017 y durante los primeros 2 trimestres del 2018, el sector presentó signos de recuperación que nuevamente se contraen para finales de ese año, tendencia que se visualiza en el número de obras de construcción aprobadas por año. El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse. Este sector registró una tendencia decreciente desde el año hasta el 2017. En 2018, se observó una ligera recuperación de 0,56%, mientras que para el 2019 se evidenció una contracción del 5,16% y el 2020 con todos los eventos suscitados el sector de la construcción decreció en -11,06% y reflejó una participación del 7,92% del PIB. Para el año 2021, la tendencia decreciente aún se mantiene y además es más acentuada (-16,07%).

Por su parte el crédito inmobiliario y de vivienda presentan una volatilidad ligada directamente con el nivel de actividad económica en el sector. La industria de la construcción es intensiva en la demanda de capital necesario para el financiamiento de proyectos. El crédito del sector ha tenido una mayor demanda hasta enero de 2019, sin embargo, para los años 2020 y 2021 la tendencia se contrajo. En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado: bancos, cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). Los bancos privados son los mayores prestamistas de créditos hipotecarios, seguidos de las cooperativas de ahorro y crédito; finalmente, las Mutualistas obtienen el tercer lugar dentro de este ranking. Con respecto al sistema de crédito de vivienda, su perspectiva es negativa en el corto y mediano plazo. Si bien el sistema financiero cuenta con liquidez y está dispuesto a otorgar préstamos, no existe claridad respecto a la demanda y la capacidad de endeudamiento de los compradores. Por ello, durante el 2020 la colocación de cartera inmobiliaria y vivienda de interés público se redujo un 1,56% y 14,85%. El sistema financiero se ha mostrado abierto al refinanciamiento de operaciones crediticias de créditos de personas, donde se incluyen los créditos de vivienda.

Para el tercer trimestre de año 2022 (últimas cifras reportadas por el Banco Central) el sector de la construcción muestra una disminución del -0,10% (US\$ -3.154,00 millones) explicado por la disminución del número de operaciones de crédito inmobiliario otorgadas por el Sistema Financiero Nacional en -0,9% frente al trimestre anterior; sin embargo, con respecto a los anteriores trimestres el sector mostró un variación positiva de 0,1% debido a un mayor número de operaciones de crédito del segmento inmobiliario que pasó de 3.890 en el tercer trimestre de 2021 a 4.057 en el mismo periodo de 2022.

Perfil y Posicionamiento del Emisor

Con más de 40 años de experiencia, Aglomerados Cotopaxi S.A. se destaca como una empresa líder en la producción de tableros de aglomerado y MDF, los cuales son recubiertos con chapa de madera y/o papel. Además de su enfoque en la fabricación de productos de calidad, la empresa también juega un papel fundamental en el sector forestal. Con un patrimonio forestal que abarca alrededor de 18,000 hectáreas, de las cuales 12,000 hectáreas están dedicadas a plantaciones forestales, Aglomerados Cotopaxi S.A. se consolida como la industria forestal más grande de Ecuador. No solo se centra en la producción, sino que también participa activamente en el establecimiento de plantaciones forestales, explotaciones forestales y otros productos relacionados con la industria maderera. Destacando su compromiso con la sostenibilidad, más del 30% del patrimonio forestal se reserva para la conservación de los ecosistemas autóctonos de la región.

Organismos de Control

- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social
- Servicio de Rentas Internas
- Ministerio de Trabajo
- Ministerio del Medio Ambiente

Líneas de Productos

En la actualidad, Aglomerados Cotopaxi S.A. dentro de su gama de productos cuenta con:

- Tableros de MDF
 - Crudo
 - Melamina
 - Chapa
 - Ultramate
- Tableros de Aglomerado
 - Crudo
 - Melamina
 - Chapa
- Molduras de MDF
 - Recubiertas
 - Crudo
- Madera Sólida
 - Embalaje industrial
 - Madera sólida dimensionada
 - Productos de valor agregado

La línea de tableros de MDF y de Aglomerado son la principal fuente de ingresos para la compañía y representa en promedio el 78,62% de las ventas reportadas en los últimos 2 años (2021 y 2022); en el caso de los tableros de MDF representan el 39,50% y en el caso de los tableros de Aglomerado el 39,12%.

Proveedores

Los proveedores de Aglomerados Cotopaxi S.A., son tanto nacionales como del exterior, en donde los principales a septiembre de 2023 son:

- Interamericana de Productos Químicos del Ecuador S.A. INTERQUIMEC
- Impregnaciones Melaminicas Gallegas S.A.
- Hidrobanico S.A.
- Schattdecor do Brasil Ind. e Com. Ltda.
- Impress Decor Austria GMBH

Competencia

Aglomerados Cotopaxi S.A. pertenece a la clasificación 1621, acorde al código CIIU, el cual corresponde a fabricación de hojas de madera (alisadas, teñidas, bañadas, impregnadas, reforzadas con papel o tela, cortadas en figuras) para enchapado suficientemente delgadas para producir madera enchapada, tableros contrachapados y otros fines; fabricación de tableros contrachapados, tableros de madera enchapada y otros tableros y hojas de madera laminada, tableros de fibra y tableros de partículas, madera compactada, madera laminada encolada. De acuerdo con esto, al cierre de 2022 son el top 3 dentro de su clasificación con una participación en el total de ingresos del 15,09%, solo por detrás de Novopan del Ecuador S.A. y Enchapes Decorativos S.A. ENDESA.

Posición	Empresa	Ingresos	Participación
1	NOVOPAN DEL ECUADOR SA	241.135.611,41	59,31%
2	ENCHAPES DECORATIVOS SA ENDESA	89.157.436,19	21,93%
3	AGLOMERADOS COTOPAXI SOCIEDAD ANONIMA	61.340.317,09	15,09%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Gobierno Corporativo

Aglomerados Cotopaxi S.A., es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Los accionistas pueden incorporar puntos en la agenda de las Juntas Generales de Accionistas y constan en los estatutos de la compañía, mismos que fueron aprobados mediante Junta General de Accionistas celebrada el 26 de marzo de 2021 y ratificados mediante Junta General de Accionistas con fecha 5 de julio de 2021, e inscritos en el Registro Mercantil del Cantón Latacunga el 20 de diciembre de 2021. La composición accionaria se reparte entre 54 accionistas: 34,08% corresponde a Sociedad Administradora de Inversiones S.A. Adinsa, el 28,30% corresponde a Fideicomiso Ledex, el 24,19% pertenece a Grupo Maderero Empresarial Gem Corp. SLU y el restante 13,42% corresponde a 51 accionistas con participaciones menores al 6%. Es importante mencionar que, todos los accionistas gozan de los mismos derechos.

Estructura Accionarial Aglomerados Cotopaxi S.A.			
Accionista	País	Capital	Participación
Sociedad Administradora de Inversiones S.A. Adinsa	Ecuador	11.304.560	34,08%
Fideicomiso Ledex	Ecuador	9.389.412	28,30%
Grupo Maderero Empresarial Gem Corp. SLU	España	8.025.844	24,19%
Bosques Tropicales S.A. Botrosa	Ecuador	1.301.392	3,92%
Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA	Ecuador	1.244.528	3,75%
Otros con porcentaje menor a 10%		1.906.670	5,75%
Total		33.172.406	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Es necesario mencionar que, de acuerdo con la información financiera de la empresa, Aglomerados Cotopaxi S.A. mantiene inversiones en subsidiarias que incluyen a las empresas: Alianza Estrategia de Comercio e Industria, Casco Antiguo S.A., Sociedad Amador Arias Andrade Cía. Ltda., Panelat SAS y AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK, mismas que se detallan en el siguiente cuadro:

Inversiones en Subsidiarias		
Accionista	Inversión	Participación
Alianza Estrategia de Comercio e Industria	5.548.923	41,99%
Casco Antiguo S.A (2)	5.380.295	40,71%
Sociedad Amador Arias Andrade Cía. Ltda. (3)	2.284.506	17,29%
Panelat SAS	1.000	0,01%
AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK	500	0,00%
Total	13.215.224	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Adicional, también mantienen inversiones en acciones de 3 empresas: Enchapes Decorativos S.A., Moldupaxi CL, Ecuapet las cuales se detallan a continuación:

Inversiones en Acciones		
Accionista	Inversión	Participación
Ecuapet	8	0,00%
Moldupaxi CL	400	0,00%
Enchapes Decorativos S.A.	24.117.408	100,00%
Total	24.117.816	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

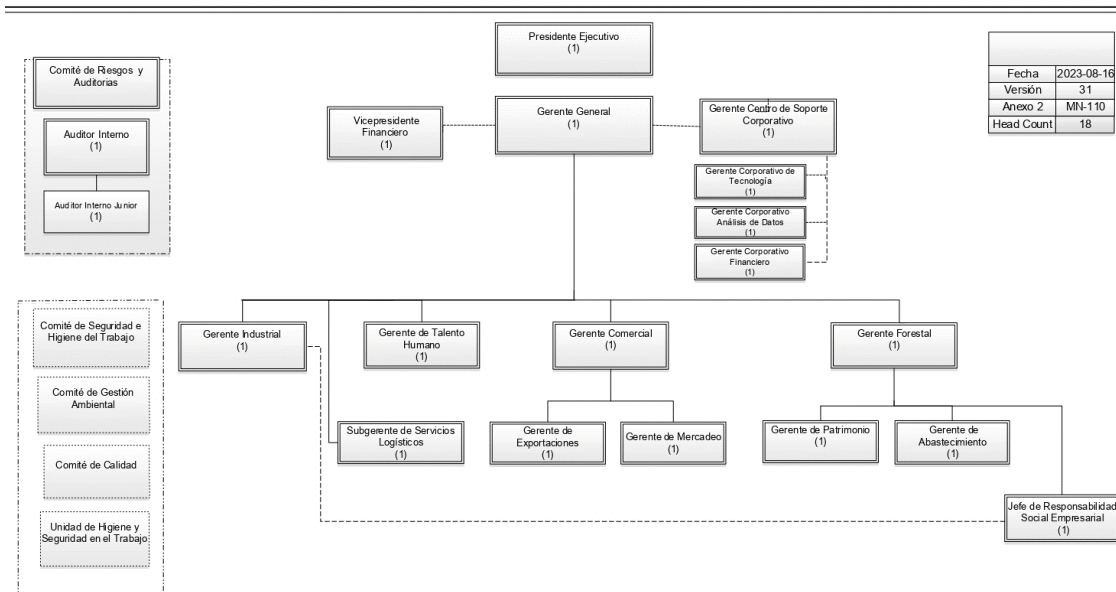
Aglomerados Cotopaxi S.A. se rige por la Junta General de Accionistas, el órgano supremo encargado de tomar decisiones estratégicas y establecer políticas fundamentales para la empresa. La ejecución y administración cotidiana recae en el Directorio, encabezado por el Presidente Ejecutivo, el Vicepresidente Ejecutivo y el Gerente General. Esta estructura jerárquica garantiza una gestión integral que abarca desde la toma de decisiones estratégicas hasta la implementación operativa. A continuación de detalla la composición de directorio de la empresa:

Miembros del Directorio	
Nombre	Cargo
Pedro José Arteta Cárdenas	Presidente del Directorio
Federico Arteta Durini	Presidente Ejecutivo
Bernardo Pérez Moscoso	Gerente General
Xavier Ponce	Primer Vocal Principal
Cristina Arteta Acosta	Segundo Vocal Principal
Annabelle Rodríguez	Tercer Vocal Principal
Carlos Martínez Loján	Primer Vocal Suplente
José Manuel Borja	Segundo Vocal Suplente
Sebastián Morales Brinkmann	Tercer Vocal Suplente

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

En el ámbito de la transparencia y el control interno, Aglomerados Cotopaxi S.A. ha establecido un área de auditoría interna, cuyas funciones están claramente definidas por el Estatuto de Auditoría Interna. Esta unidad despliega un monitoreo continuo de los procesos clave, especialmente en lo que respecta a los procedimientos de abastecimiento e inventarios en todas las etapas, desde el vivero forestal hasta el producto terminado en sus diversas localidades. Además, lleva a cabo exámenes especiales y auditorías de procesos, incluyendo una participación activa en las auditorías de certificación ISO. Este enfoque integral en el control interno refleja el compromiso de la empresa con la calidad, eficiencia y cumplimiento de estándares internacionales.

A continuación, el gráfico del organigrama de la compañía:



Fuente/Elaboración: Aglomerados Cotopaxi S.A.

De manera adicional, se detalla la plana gerencial de la empresa:

Plana Gerencial				
Nombre	Cargo	Tercer Nivel	Cuarto Nivel	Experiencia (años)
Carrasco Ramos Jorge Giovanni	Gerente De Abastecimiento	Ingeniero Comercial		26
Chacón Sánchez Blasco Geman	Gerente Comercial	B.A. Economía y Negocios	Maestría en Administración de Empresas, concentración Finanzas y Economía	12
Jácome León Diego Carlos	Gerente De Talento Humano	Psicólogo Industrial	Maestría en Gestión y Dirección de Recursos Humanos, Posgrado en Business Management Update	1
Martínez De La Vega Nelson Javier	Auditor Interno	Doctor en Contabilidad Superior y Auditoría - Contador Público y Auditor	Magister en Administración de Negocios. MBA.	15
Neuman Canulef Roberto Carlos	Gerente De Patrimonio	Ingeniero Forestal		15
Rivera Haro Fausto Elías	Gerente De Mercadeo	Ingeniería Comercial, especialización en Marketing	Master en Dirección de Marketing y Gestión Comercial	5
Ordóñez Sevilla Francisco Jose	Gerente De Exploraciones	Licenciatura en Ciencias en Ingeniería Mecánica		4
Pazmiño Blomberg Felipe David	Gerente Forestal	B.S en Forestry	EMBA Dirección de Empresas	14
Pérez Moscoso Bernardo Joaquín	Gerente General	B.A. en Economía		18
Vega Pérez Marcelo Fernando	Subgerente Servicios Logístico	Ingeniero de Ejecución en Gestión Industrial y Optimización del Trabajo		21
Villaruel Duque Jose Xavier	Gerente Industrial	Ingeniero en Electromecánica	Magister en Gestión de la Calidad y Productividad	21

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Por su parte, Aglomerados Cotopaxi S.A., a la fecha de análisis, cuenta con un total de 561 trabajadores de los cuales el 56,33% se encuentra en el área de producción, el 24,78% en el área administrativa, el 17,29% en el área forestal y el 1,60% restante corresponde a las gerencias.

Responsabilidad Social

Aglomerados Cotopaxi S.A. ha identificado sus grupos de interés, los cuales son: clientes, colaboradores, accionistas, proveedores, comunidad y entes de control gubernamentales. Asimismo, han identificado las necesidades de las partes interesadas respecto a sus actividades y tienen definida una matriz de relación de los procesos de la empresa que se relacionan con esas necesidades y su solución. Adicional, con colaboradores hay un conversatorio mensual a cargo de Gerente General.

En cuanto programas que promuevan la eficiencia energética, la compañía se encuentra en proceso de obtener certificación ISO 50001 Gestión de la Eficiencia Energética. De igual manera, cuenta con programas y/o políticas formales que promueven el reciclaje. Asimismo, realiza algunas acciones que promueven el consumo racional del agua, pero no forman parte de programas formales.

En cuanto a la evaluación de los proveedores de acuerdo con políticas ambientales, se destaca que Aglomerados Cotopaxi S.A. evalúa a sus proveedores estratégicos con base en criterios ambientales, sociales y económicos. Este procedimiento se encuentra implementado en el PR-027 Compras- Proveedores cuya última revisión fue en agosto de 2023. De manera complementaria, se menciona que la empresa no ha sido objeto de multas ni sanciones en materia ambiental.

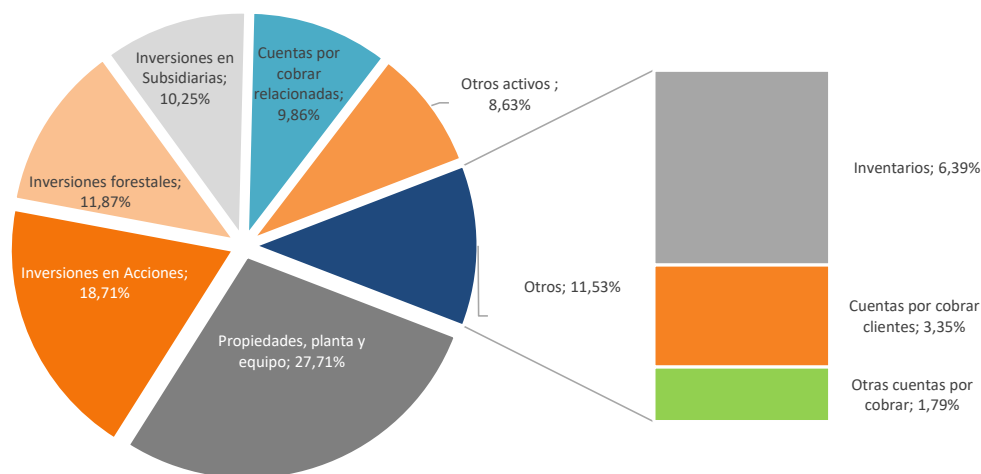
En lo referente a los trabajadores, se ve que Aglomerados Cotopaxi S.A. cuenta con programas y/o políticas formales que promueven la igualdad de oportunidades, así como también con programas y/o políticas formales que promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, mismas que se detallan en el código de comportamiento y en la política de contratación de la entidad.

Calidad de Activos:

En el período comprendido entre 2018 y 2022, los activos de Aglomerados Cotopaxi S.A. mostraron un crecimiento promedio de +7,34%. Sin embargo, a la fecha de corte, los activos experimentaron una contracción anual de -5,02% (US\$ -6,81 millones). Este efecto se explica principalmente por la reducción de las inversiones en acciones (-15,07%; US\$ -4,28 millones), de los inventarios (-26,02%; US\$ -2,90 millones), cuentas por cobrar de clientes (-32,19%; -2,05 millones) y otras cuentas por cobrar (-48,04%; US\$ -2,14 millones).

En términos de la estructura del activo, se observa que el 77,81% se encuentra en la categoría no corriente, mientras que el 22,19% restante corresponde a la categoría corriente. De manera más específica, la cuenta propiedad, planta y equipo es la más representativa abarcando el 27,71%, seguido de inversiones en acciones (18,71%), inversiones forestales (11,87%), inversiones en subsidiarias (10,25%), cuentas por cobrar relacionadas (9,86%), otros activos no corrientes (8,63%), cuenta que está compuesta por repuestos especializados, activos intangibles y activos por impuesto a la renta diferido; a esta cuenta le siguen los inventarios (6,39%), cuentas por cobrar clientes (3,35%), otras cuentas por cobrar (1,79%). El 1,45% restante corresponde a categorías con una representación inferior al 1%.

Composición de los Activos (septiembre 2023)



Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Aglomerados Cotopaxi S.A. se dedica a la producción de tableros de aglomerado y MDF, recubiertos de chapa de madera y/o papel. Adicionalmente, se dedica al establecimiento de plantaciones forestales y otros productos afines a la industria maderera. Debido a esto, es natural que sus activos se concentren en la cuenta de propiedad, planta y equipo, así como en la cuenta de inversiones forestales. También se resalta el hecho de que la compañía mantiene valores importantes por inversiones en acciones y en subsidiarias. En cuanto a los inventarios, los mismos se encuentran compuestos por materias primas, productos terminados (Aglomerado, MDF, Molduras, Madera), productos en proceso, importaciones en tránsito y repuestos y accesorios.

Al profundizar en el análisis de la cuenta más relevante del activo (propiedad, planta y equipo), se observa que la mayor proporción corresponde a maquinaria y equipo, representando un 47,53%, lo cual resulta esperado dada la naturaleza del negocio. Le sigue la cuenta de terrenos, que abarca un 33,09%, siendo principalmente tierras forestales en posesión de la compañía. Posteriormente, se encuentra edificios con un 8,32%, y equipo forestal con un 6,75%. El 4,31% restante está compuesto por cuentas que tienen una participación inferior al 2% con respecto al valor total de la cuenta propiedad, planta y equipo.

DETALLE DE PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO (US\$)		
Activo	sep-23	Participación
Terrenos	17.832.931	33,09%
Edificios	4.483.892	8,32%
Instalaciones	50.571	0,09%
Maquinaria y Equipo	25.613.207	47,53%
Muebles y Enseres	416.247	0,77%
Equipo de Oficina	47.002	0,09%
Equipo de Cómputo	1.047.554	1,94%
Equipo Forestal	3.635.267	6,75%
Vehículos	596.801	1,11%
Herramientas	163.096	0,30%
(-) Deprec. Acumulada	-18.288.665	
Total	35.597.903	100%

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Por otro lado, a la fecha de cierre el inventario se situó en US\$ 8,23 millones, lo que marcó una reducción de -26,02% (US\$ -2,90 millones). Este comportamiento se atribuyó principalmente a la disminución del inventario de productos en proceso (-50,87%; US\$ -1,23 millones) y las materias primas (-23,53%; US\$ -1,08 millones). Cabe mencionar que dentro de esta cuenta se encuentra la provisión por deterioro de inventarios, provisión que se incrementó en +64,37% (US\$ +122,07 mil).

DETALLE INVENTARIOS (miles US\$)				
Activo	sep-22	sep-23	Variación %	Variación Nominal
Materias Primas	4.607,49	3.523,19	-23,53%	-1.084,30
Productos Terminados	1.436	1.284,70	-10,52%	-151,06
Productos en Proceso	2426,282	1.191,94	-50,87%	-1.234,35
Importaciones en Tránsito	566,634	565,058	-0,28%	-1,58
Repuestos y Accesorios	2285,734	1.983,02	-13,24%	-302,71
(-) Provisión por Deterioro de Inventarios	-189,629	-311,695	64,37%	-122,07
Total	11.132,27	8.236,21	-26,02%	-2.896,07

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

A la luz de lo expuesto, es evidente que el indicador de rotación de inventarios ha experimentado una disminución, pasando de 102 días en septiembre de 2022 a 83 días en septiembre de 2023. Aunque se mantiene apenas por encima del promedio de 78 días registrado en los últimos cinco años (2018-2022). Resulta relevante destacar que la empresa ha tomado medidas proactivas para mitigar posibles riesgos asociados con el inventario. En este sentido, la existencia de una póliza de seguros con Seguros Equinoccial S.A. constituye una estrategia integral. Esta póliza abarca riesgos diversos, como multirisgo industrial, robo y/o asalto, equipo electrónico, equipo y maquinaria, responsabilidad civil, riesgo financiero, vehículos y transporte. La adopción de esta cobertura refleja la atención de la empresa hacia la gestión de riesgos y la protección de sus activos, contribuyendo a fortalecer su posición ante posibles contingencias.

Aglomerados Cotopaxi S.A. ha consolidado una red robusta de 31 puntos de distribución en todo el país, evidenciando una presencia sólida en el mercado local. Además, ha logrado expandir exitosamente su alcance a nivel internacional, exportando sus productos a destinos estratégicos como Panamá, Bolivia, Perú, Colombia, El Salvador, Honduras, Estados Unidos y Canadá.

Con 38 locales en Colombia y 6 en Perú, la compañía ha establecido una presencia significativa en ambos mercados, lo que contribuye a reducir el riesgo de concentración geográfica. Esta diversificación geográfica no solo fortalece la posición de la empresa en el mercado local, sino que también proporciona una base sólida para su crecimiento internacional.

En términos de flujos financieros, la empresa recibe ingresos a través de las cuentas por cobrar relacionadas y comerciales. A la fecha de corte, las cuentas por cobrar relacionadas alcanzan un valor de US\$ 12,72 millones, evidenciando un incremento interanual significativo del +51,18% (US\$ +4,31 millones). Este aumento se atribuye a un préstamo transitorio destinado al inicio de operaciones de la empresa Panelat Ecuador SAS, entidad que posteriormente contribuirá al aumento de la capacidad de producción de Aglomerados Cotopaxi S.A.

Por otro lado, las cuentas por cobrar comerciales muestran una reducción del -32,19% (US\$ -2,83 millones), resultado de los pagos efectuados por los clientes. Esta gestión eficiente de cuentas por cobrar comerciales indica una sólida administración financiera y un compromiso con la satisfacción del cliente. En conjunto, estos elementos resaltan la posición estratégica de Aglomerados Cotopaxi S.A. tanto a nivel nacional como internacional.

A continuación, se presenta un detalle de los 15 principales clientes de la empresa:

Principales Clientes (US\$)	
Exportación	10.272.859,75
Forestek	5.686.838,10
Komex Internacional S.A.	1.155.012,72
TRIMAFOR S.A.C.	843.918,79
JK Trade S de R L de C V	512.737,61
SOC IMP PRODUCTOS FERRETEROS S A SIFSA	391.752,55
Madecenter Honduras S.A.	356.267,28
Pumacom S.R.L.	253.830,74
MADECENTRO COLOMBIA S.A.S.	249.428,24
OTROS	823.073,72
Importación	28.026.848,96
Empresa Durini C.A. Edimca	16.901.152,25
Madercenter Cia. Ltda.	1.781.061,46
Union De Bananeros Ecuatorianos S.A.	1.618.704,00
Distribuidora del Artesano Disartisan	1.360.476,76
Hermaprove S.A.	799.999,67
Tableros&Herrajes Cia. Ltda	695.066,92
Roman Romero Rodrigo Fernando	490.426,44
Esparza Cordero Pedro Mauricio	482.943,06
Muñoz Moya Gabriela Karina	401.960,92
SURPAPEL CORP S.A.	395.326,80
Guarnizo Ontaneda Sergio Augusto	290.801,12
OTROS	2.808.929,56
Total	38.299.708,71

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

En cuanto a la calidad de cartera, se observa que Aglomerados Cotopaxi S.A. mantiene tanto cuentas por cobrar comerciales como relacionadas, debido a esto resulta relevante diferenciar cada una de ellas para analizar la calidad de las mismas; en ese sentido, al desglosar la parte comercial se observa que la mayor parte se encuentra en la parte corriente (73,79%) y en el rango de vencimiento de 1 a 30 días (20,14%); de este modo, la cartera comercial que maneja la empresa mantiene un nivel de morosidad de 28,06%; sin embargo, si se excluye la cartera vencida de menor rango (1-30 días) el indicador de morosidad es de apenas 6,50%; cabe mencionar también que la compañía mantiene una provisión por deterioro de cartera por un monto de US\$ 303,46 mil. Por otro lado, en el apartado de la cartera con empresas relacionadas, se ve que casi la totalidad de esta se halla dentro de la cartera corriente (99,75%); de manera más detallada, se menciona que los valores más relevantes se encuentran entre la Empresa Durini C.A. (Edimca) y Panelat Ecuador SAS. De este modo, el indicador de morosidad se posiciona en 0,25%.

Detalle Cuentas por Cobrar (US\$)									
Tipo de Cartera		Comercial	Relacionada	Otras CXC	Total	Comercial	Relacionada	Otras CXC	Total
Descripción / Periodo		sep-22				sep-23			
Cartera Por Vencer		6.681.929	8.376.768	3.083.990	18.142.686	3.408.085	12.686.741	1.116.251	17.211.077
Cartera Vencida	1-30 DIAS	130.829		87.654	218.483	930.341		110.316	1.040.657
	31-60 DIAS	20.013		306.087	326.101	197.889		38.634	236.523
	61-90 DIAS	197		245.326	245.523	42.434		212.388	254.822
	91 en adelante	32.930	36.217	390.359	459.507	40.129	32.217	551.536	623.883
Total Cartera Vencida		183.969	36.217	1.029.427	1.249.614	1.210.793	32.217	912.874	2.155.885
Morosidad		2,89%	0,43%	25,03%	6,62%	28,06%	0,25%	44,99%	11,31%
Provisión Cuenta Incobrable		-502.255			-502.255	-303.464			-303.464
Total Cartera Neta		6.363.643	8.412.985	4.113.417	18.890.045	4.315.414	12.718.958	2.029.126	19.063.498

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Con lo antes mencionado, se evidenció que la rotación de las cuentas por cobrar comerciales se mantuvo en 30 días (septiembre 2023), rotación que se ubica por debajo del promedio de los últimos 5 años (34 días) y a la par de los 30 días de plazo que otorga la empresa para el pago de las facturas. Este efecto se explica por la mejora en la capacidad de pago de las empresas debido un mayor dinamismo económico. Adicional, se menciona que únicamente se analiza la rotación de las cuentas por cobrar comerciales puesto que la política de cobro excluye las relacionadas.

Las inversiones en acciones muestran a la fecha de corte un valor de US\$ 24,12 millones, valor que se encuentra concentrado casi en su totalidad en la empresa Enchapes Decorativos S.A. (US\$ 24,12 millones), seguido de empresas con una participación mucho menor como Moldupaxi CL (US\$ 200,00 mil) y Ecuapet (8,00 mil). Adicional, la empresa también mantiene inversiones en empresas subsidiarias entre las cuales destacan: Alianza Estrategia de Comercio e Industria (US\$ 5,55 millones), Casco Antiguo S.A (US\$ 5,38 millones), Sociedad Amador Arias Andrade Cía. Ltda. (US\$ 2,28 millones), Panelat SAS (US\$ 1,00 mil) y AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK (US\$ 500,00).

Una subsidiaria es una entidad que es controlada por la Compañía, por lo cual esta última está expuesta, o tiene derecho, a rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y tiene la capacidad de influir en esos rendimientos a través de su poder sobre aquella. En los estados financieros de la empresa, en cada fecha de presentación de información financiera, la Compañía determina si existe alguna evidencia objetiva de que se haya deteriorado el valor de la inversión en su subsidiaria y asociadas. Si este fuese el caso, la empresa calcula el importe de la pérdida por deterioro del valor como la diferencia entre el importe recuperable de la subsidiaria o asociadas y su importe en libros y lo registra con cargo a la cuenta de resultados.

Inversiones		
Acciones		24.117.815,94
Ecuapet		8,00
Moldupaxi CL		400,00
Enchapes Decorativos S.A.		24.117.407,94
Subsidiarias		13.215.223,75
Alianza Estrategia de Comercio e Industria		5.548.923,00
Casco Antiguo S.A		5.380.294,84
Sociedad Amador Arias Andrade Cía. Ltda.		2.284.505,91
Panelat SAS		1.000,00
AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK		500,00
Total		37.333.039,69

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Adicional, se menciona que dentro de las inversiones que mantiene la empresa existen inversiones de carácter forestal, mismas que corresponden a las diferentes plantaciones con las que cuenta la empresa, esto contrastado con el deterioro de estos activos; de este modo, para la fecha de análisis esta cuenta se posiciona en US\$ 15,30 millones, lo cual se traduce en una ligera mejora interanual de +4,47% (US\$ +87,49 mil). De manera particular, se detalla que las inversiones antes mencionadas hacen referencia a pequeñas superficies dedicadas a la observación del crecimiento y comportamiento de los árboles en su desarrollo que, al llegar a su período de madurez, serán cosechados.

La forma en la cual la empresa cuantifica estas inversiones es mediante el valor razonable que hace referencia al precio que se recibirá por vender un activo o el valor pagado para transferir un pasivo entre participantes de un mercado a la fecha de valoración, independientemente de si ese precio es directamente observable o estimado utilizando otra técnica de valoración. Para estimar el valor razonable la compañía utilizó lo expuesto en el nivel 2² de las NIF; específicamente, se basó en la tasación efectuada por un experto forestal, que utilizó el método de reposición y existencias.

Pasivos:

La empresa Aglomerados Cotopaxi S.A. ha mantenido una tendencia de crecimiento constante en sus pasivos durante los últimos cinco años (2018-2022), con un aumento promedio del +12,67%. Sin embargo, para septiembre de 2023, se observa un cambio en esta tendencia con una contracción interanual de -18,61% (equivalente a US\$ -10,83 millones). Este cambio se explica principalmente por la reducción de las cuentas por pagar no corrientes (-28,79%; US\$ -4,23 millones) y las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes (-28,55%; US\$ -3,54 millones).

La estructura del pasivo de Aglomerados Cotopaxi S.A. se caracteriza por la importancia de sus cuentas por pagar a relacionadas no corrientes (22,08%) y cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar no corrientes (19,25%). Además, se observa una distribución de obligaciones financieras entre corto (15,56%) y largo plazo (10,89%), reflejando una diversidad de compromisos financieros. Los beneficios a empleados no corrientes constituyen el 13,67%, mientras que el pasivo por impuesto diferido representa el 9,78%. El 8,76% restante se distribuye entre otras cuentas, cada una con una participación inferior al 4,00%, lo que indica una variedad de compromisos adicionales que, aunque menos significativos individualmente, contribuyen al conjunto del pasivo de la empresa.

Gracias a su magnitud, historial y solidez, la empresa cuenta con la capacidad de asegurar financiamiento tanto de proveedores como del mercado de valores e instituciones financieras. Hasta septiembre de 2023, la deuda financiera se sitúa en US\$ 12,53 millones, evidenciando una disminución interanual del -6,80% (US\$ -914,48 mil). En cuanto a su composición, la deuda financiera exhibe una mayor proporción en el corto plazo, representando el 58,82%, mientras que el 41,18% restante corresponde al largo plazo. La mayor parte de esta deuda está conformada por créditos otorgados por instituciones financieras nacionales y extranjeras (96,39%), junto con emisiones de obligaciones (3,61%). Cabe destacar que la mayoría de los préstamos adquiridos han sido destinados al fortalecimiento del capital de trabajo de la empresa.

Instituciones Financieras	Obligaciones Financieras		Total
	Corto Plazo	Largo Plazo	
	7.109.083	4.969.168	12.078.250
Banco Nacional 1	2.378.684	-	2.378.684
Banco Nacional 2	3.410.000	4.769.168	8.179.168
Banco Extranjero 1	750.000	-	750.000
Banco Extranjero 2	266.667	200.000	466.667
Banco Extranjero 3	300.000	-	300.000
Provisión Intereses Bancarios	3.732	-	3.732
Mercado de Valores	261.350	190.770	452.120
Emisión de Obligaciones C	186.600	62.200	248.800
Emisión de Obligaciones D	74.750	128.570	203.320
Total	7.370.433	5.159.938	12.530.370

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

En cuanto a la cuenta por pagar a compañías relacionadas no corriente, la cual constituyó el 22,08% de los pasivos totales, alcanzó la cifra de US\$ 10,46 millones en la fecha de corte, mostrando una contracción significativa del -28,79% (equivalente a US\$ -4,23 millones). Entre las empresas vinculadas a las que la compañía realiza compras se encuentran Sociedad Administradora de Inversiones S.A Adinsa y ANDICORP HOLDING SAA.

Empresa	Cuentas por Pagar Relacionadas No Corriente		Relación
	sep-23		
	Corriente	No corriente	
Sociedad Admsitradora de Inversiones S.A Adinsa	-	3.671.949,60	Entidad del Grupo
Empresa Durini Industria de Madera C.A. - Edimca	69.817,28	-	Accionista
ANDICORP HOLDING SAA	-	6.787.642,75	Entidad del Grupo
Total	69.817,28	10.459.592,35	

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

En relación con las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, su saldo se situó en US\$ 9,12 millones, reflejando una disminución interanual del -28,55% (equivalente a US\$ -3,64 millones). Esta cuenta por pagar está conformada por un total de 46 proveedores, siendo INTERQUIMEC, Impregnaciones Melaminicas Gallegas S.A. e Hidroabánico S.A. los más destacados en términos de importancia y volumen de transacciones.

² Datos diferentes de los precios cotizados incluidos en el Nivel 1, que sean observables para el activo o el pasivo, ya sea directamente (precios) o indirectamente (derivados de los precios).

En contraste con lo mencionado, la rotación promedio histórica de las cuentas por pagar ha sido de 89 días (2018-2022). Sin embargo, para septiembre de 2023, se observa una ligera extensión en el período de rotación, alcanzando los 93 días, aunque sigue siendo inferior a la cifra registrada en el mismo período del año anterior (118 días en septiembre de 2022). Es relevante destacar que, hasta la fecha de corte, la empresa ha cumplido puntualmente con sus obligaciones financieras, así como con sus compromisos ante el Servicio de Rentas Internas (SRI) y el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS).

Soporte Patrimonial:

La empresa Aglomerados Cotopaxi S.A. ha registrado un crecimiento promedio en su patrimonio del +4,90% a lo largo del periodo evaluado (2018-2022). Este aumento se atribuye principalmente a la mejora gradual de los resultados acumulados y a la reinversión realizada por parte de los socios, lo que ha contribuido al incremento constante del capital social de la empresa.

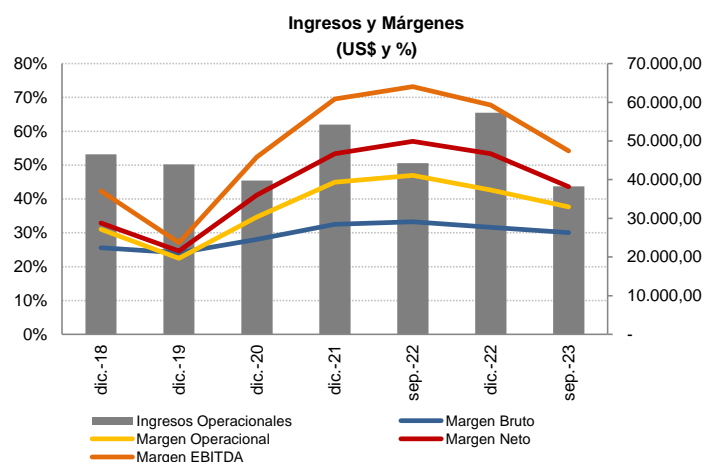
Hasta septiembre de 2023, el patrimonio de Aglomerados Cotopaxi S.A. se cifra en US\$ 81,56 millones, reflejando un incremento interanual del +5,19% (equivalente a US\$ +4,02 millones). Este aumento se atribuye a la aprobación, el 19 de agosto de 2022, por parte de la Junta General de Accionistas, de un aumento de capital por USD 2,00 millones, elevando el capital pagado a USD 33,17 millones mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias y normativas. Además, los resultados acumulados experimentaron un aumento significativo del +3,75% (US\$ +1,58 millones). Por otro lado, la reserva legal alcanzó un saldo de US\$ 4,71 millones en septiembre de 2023, mostrando un crecimiento del +10,43% (US\$ +445,35 mil) en comparación con el mismo mes del año anterior.

En cuanto a la importancia de las cuentas que componen el patrimonio destacan los resultados acumulados con una participación de 53,55%, seguido del capital social con el 40,67% y, finalmente, de la reserva legal con un 5,78% de participación.

Desempeño Operativo:

Aglomerados Cotopaxi S.A. se distingue por su dedicación a la producción y comercialización de tableros de aglomerado y MDF, enriquecidos con recubrimientos de chapa de madera y/o papel, consolidando su presencia tanto en el mercado nacional como en el internacional. Además de su foco principal, la empresa se involucra activamente en el establecimiento de plantaciones forestales y en la oferta de productos complementarios vinculados a la industria maderera. Su extensa variedad de productos y servicios abarca tableros de MDF, tableros de aglomerado, molduras de MDF, y maderas, donde destaca la significativa participación de los tableros de aglomerado, los cuales constituyen la principal contribución al volumen de ventas de la compañía. Este enfoque integral permite a Aglomerados Cotopaxi S.A. posicionarse como un actor clave en el sector, ofreciendo soluciones diversificadas y de alta calidad.

En este contexto, las ventas de Aglomerados Cotopaxi S.A. experimentaron un declive continuo hasta el año 2020, reflejando un promedio de -15,14% en el periodo 2018-2020. En particular, el año 2019 mostró una contracción del -5,55%, influenciada por las dinámicas propias del sector maderero y las variaciones de precios. Esta tendencia persistió en 2020, agravada por los impactos económicos de la pandemia, resultando en una disminución del -9,59% en las ventas. Sin embargo, en el año 2021, la empresa experimentó una notoria recuperación, con un aumento significativo del +36,40% (US\$ +14,47 millones). Este incremento se atribuye a la revitalización económica y la reactivación del sector de la construcción, que constituye la principal fuente de ventas para la compañía. Esta reactivación impulsó considerablemente la demanda de los productos de Aglomerados Cotopaxi S.A. Para diciembre de 2022, el crecimiento observado en 2021 se mantiene, alcanzando un total de US\$ 57,31 millones. Este incremento del +5,71% (US\$ +3,10 millones) se atribuye principalmente al dinamismo en las exportaciones del sector maderero, que contribuyeron significativamente al aumento de las ventas, especialmente en la línea de tableros de MDF.



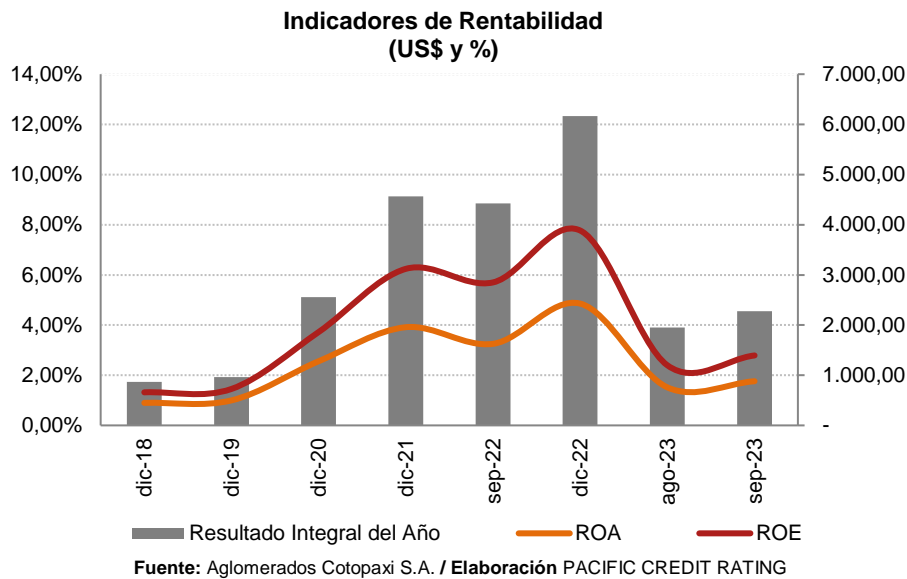
Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Para septiembre de 2023, las ventas de la empresa totalizaron US\$ 38,30 millones, experimentando una reducción interanual de -13,46% (US\$ -5,96 millones). Este efecto se atribuye a la paulatina estabilización del sector de la construcción que comienza a normalizar la demanda de los bienes que produce la empresa después de experimentar un repunte extraordinario los últimos dos años; adicional, también se debe a la reducción de las exportaciones de molduras de MDF. En lo que respecta a los costos de ventas, se puede evidenciar una contracción anual de -9,31% (US\$ -2,75 millones). Dicho efecto es causado principalmente por la estabilización de los precios debido a la caída en la demanda; particularmente, para la fecha de corte, la baja en el costo de la materia prima importada explica el efecto.

Considerando lo mencionado anteriormente, la utilidad bruta para septiembre de 2023 alcanzó los US\$ 11,53 millones, presentando una disminución del -21,78% (US\$ -3,21 millones). Este descenso se atribuye principalmente al comportamiento de las ventas y los costos de ventas; la normalización de la demanda redujo las ventas, mientras que los costos de ventas experimentaron una reducción en menor proporción. Sin embargo, se espera que ambas variaciones se estabilicen a medida que continúe la normalización. En comparación con septiembre de 2022, el margen bruto se ve afectado al pasar de un 33,30% a un 30,10%. Cabe destacar que las ventas de 2022 estuvieron influenciadas por un aumento extraordinario de la demanda debido a la reactivación del sector de la construcción, mientras que en 2023 se observa una paulatina estabilización. Además, es importante señalar que el margen bruto al cierre de septiembre de 2023 supera el promedio histórico de los últimos cinco años, situado en el 28,38% (2018-2022).

En cuanto a los gastos operacionales, se pudo observar que, a la fecha de corte, finalizaron en US\$ 8,62 millones, mostrando así una relativa estabilidad interanual al decrecer en apenas -0,58% (US\$ -49,84 mil), desempeño que se contrapone al crecimiento promedio histórico que se ubica en +8,16% (2018-2022). De este modo, el resultado operacional de la compañía se posicionó en US\$ 2,91 millones mostrando un decrecimiento de -52,06% (US\$ -3,16 millones) respecto a su similar del año pasado.

Por su parte, los gastos financieros de la empresa se ubicaron en US\$ 1,15 millones, experimentado un aumento anual de +21,53% (US\$ +203,98 mil) asociados a las obligaciones que la empresa mantiene en el mercado de valores e instituciones financieras; igualmente los otros ingresos netos cerraron en US\$ 1,28 millones; permitiendo cerrar con una utilidad antes de impuestos de US\$ 3,05 millones y posterior a impuesto de US\$ 2,28 millones, lo cual constituye una reducción anual de -48,47% (US\$ -2,14 millones).

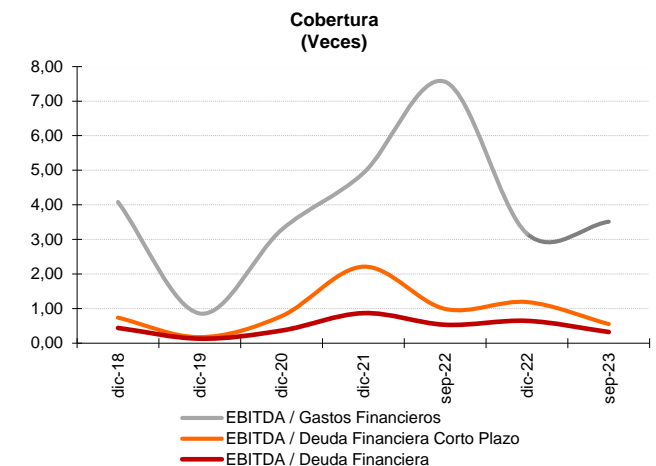


A manera de resumen, la utilidad de Aglomerados Cotopaxi S.A. evidencia un importante dinamismo promedio durante los últimos 5 años de +72,39% (2018-2022), efecto que se debe a factores externos entre los cuales destaca la pandemia por covid-19 que paralizó varios sectores económicos, entre ellos el sector de la construcción; posteriormente, la reactivación económica post pandemia decayó en un aumento considerable en la demanda de los bienes producidos por la empresa. Así pues, tanto el cierre de 2021 como de 2022 constituyen los años con un mayor pico en ventas. Sin embargo, debido a la normalización de las actividades económicas se empieza a ver una estabilidad en la demanda, por lo que tanto las ventas como el costo de ventas de la entidad se ha visto reducidos, lo cual se traduce en una desmejora interanual en cuanto a la utilidad a la fecha de análisis. De este modo, a nivel de indicadores se ve una afectación negativa tanto en el ROE (2,79%) como en el ROA (1,77%), mismos que se contrajeron en -2,44 p.p. y -1,23 p.p., respectivamente.

Cobertura con EBITDA:

Los flujos EBITDA de Aglomerados Cotopaxi S.A. durante los últimos cinco años presentan un dinamismo promedio de +84,65% (2018-2022) y, a la fecha de corte este se posiciona en US\$ 4,05 millones. Con ello, el margen EBITDA históricamente se ha mantenido en un promedio de 10,73%. A la fecha de análisis, el margen experimentó una disminución anual de -5,61 p.p. hasta ubicarse en 10,56%.

Los flujos EBITDA, para diciembre de 2022 totalizaron un saldo de US\$ 8,23 millones, exhibiendo una reducción anual de -6,05%; esto se debe a al aumento en mayor proporción del costo de ventas en contraste con el dinamismo de las ventas. Para septiembre de 2023, el EBITDA acumulado cierra en US\$ 4,05 millones al contraerse en -43,50% (US\$ -3,11 millones), debido que el resultado operacional se redujo, lo que impactó en los niveles de cobertura. Es así que, el EBITDA/Gastos financieros fue de 3,51 veces, rubro inferior a lo registrado en su periodo similar anterior (7,56 veces; septiembre 2022); sin embargo, este indicador continúa siendo robusto.

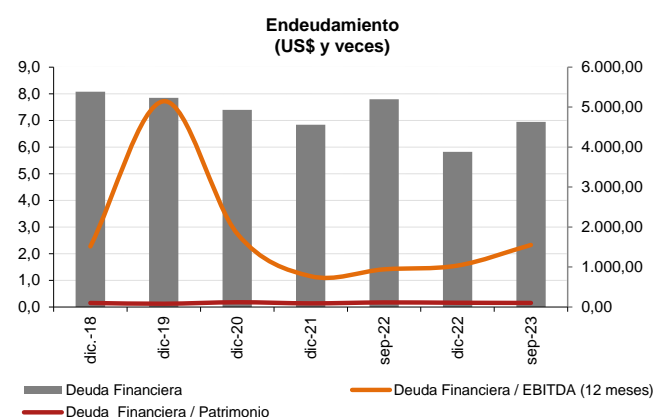


Respecto al indicador EBITDA/Deuda Financiera, este se ubicó en 0,32 veces, valor que se sitúa por debajo del promedio histórico (0,49 veces) y de su similar periodo 2022 (0,53 veces; septiembre 2022). En cuanto al indicador de la cobertura de pasivos totales, a septiembre de 2023 alcanzó un valor de 0,11 veces, lo cual es apenas inferior al promedio de los últimos cinco años (0,14 veces) y al de septiembre de 2022 (0,16 veces).

En resumen, la disminución más significativa en las ventas en comparación con los costos de ventas tuvo un impacto directo en el resultado operacional, afectando la generación de flujos EBITDA de la empresa hasta septiembre de 2023. Aunque se observa una reducción en la cobertura sobre la deuda y los gastos financieros en comparación con el periodo anterior, ambas métricas mantienen niveles sólidos, indicando que la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras y gastos sigue siendo robusta.

Endeudamiento:

Además de apalancarse con proveedores, la empresa también busca financiamiento a través del mercado de valores y entidades financieras. Hasta septiembre de 2023, la deuda financiera totaliza US\$ 12,53 millones, mostrando una reducción interanual de -6,80% (US\$ -914,48 mil). Este efecto se atribuye a la disminución de la deuda a largo plazo en -16,67% (US\$ -1,03 millones). La deuda financiera tiene una mayor proporción en el corto plazo (58,82%), mientras que el 41,18% restante corresponde al largo plazo.



Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

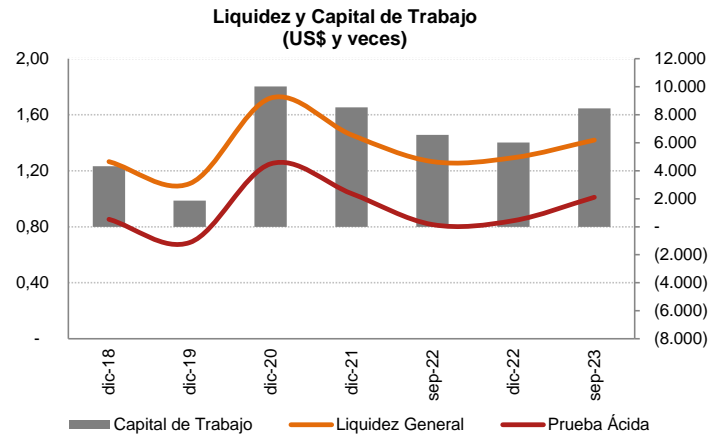
A la fecha de corte, la empresa demostró su capacidad para cubrir su deuda financiera mediante flujos EBITDA anualizados en 2,32 años, mostrando una desmejora respecto a la cifra registrada en septiembre de 2022 (1,41 años). Por otro lado, al considerar la relación de la deuda financiera sobre el patrimonio en la fecha de corte, el indicador muestra un valor de 0,15 veces, apenas inferior que el registrado en el mismo período de 2022 (0,17 veces) e igual que el promedio de los últimos cinco años (0,15 veces).

Por otro lado, se observa que de manera histórica la empresa ha manejado un bajo nivel de apalancamiento (0,51 veces; 2018-2022), lo cual se mantiene a la fecha de corte al posicionarse en 0,58 veces. Específicamente, este indicador mejoró interanualmente al contraerse en -0,17 veces. Lo mencionado anteriormente se sustenta en el continuo fortalecimiento del patrimonio que ha experimentado constantemente la empresa.

Una vez efectuado el análisis, se ve una disminución en la deuda financiera de la empresa; a pesar de esto, la desmejora de los flujos EBITDA aumentó los años en los cuales la entidad sería capaz de liquidar su deuda financiera mediante sus flujos; sin embargo, el indicador continúa siendo robusto (1,76 años) ya que es apenas superior al promedio de los últimos 5 años (1,60 años). Adicional, es importante mencionar que la empresa ha cumplido puntualmente con sus obligaciones ante instituciones financieras, el mercado de valores, proveedores, empleados, el IESS y el SRI.

Liquidez y Capital de Trabajo

A lo largo de los últimos cinco años Aglomerados Cotopaxi S.A. ha demostrado una liquidez que ha fluctuado en buen nivel. En septiembre de 2023, presenta un indicador superior a la unidad, 1,42 veces, lo que indica que los activos corrientes cubren en un 142% a los pasivos a corto plazo; así pues, a la fecha de corte experimenta una mejora de +0,15 veces en comparación con el mismo mes del año anterior (1,27 veces). Este comportamiento se debe a la disminución de los activos corrientes en menor proporción a la reducción de los pasivos corrientes. Con respecto a la prueba ácida, que no incluye inventarios, se observa un indicador de 1,01 veces, un valor que supera lo registrado en septiembre de 2022 (0,82 veces).



El capital de trabajo ha mostrado una tendencia creciente en los últimos cinco años, efecto que se mantienen a la fecha de corte al crecer interanualmente en +28,76%, alcanzando un valor de US\$ 8,45 millones.

Instrumento Calificado

Primera Emisión de Obligaciones

La Junta General de Accionistas de la Compañía Aglomerados Cotopaxi S.A., en reunión celebrada el 01 de junio de 2020 aprobó la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 6.000.000,00. El día 22 de julio de 2020 aprobó la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros la emisión mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00004275.

Características de los Valores						
Emisor:	AGLOMERADOS COTOPAXI S.A.					
Monto de la Emisión:	US\$ 6.000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.					
Características:	Clase	Monto a Emitir	Plazo	Tasa Anual	Pago de intereses	Amortización de Capital
	A	6.000.000	1.080 días	8,25%	Trimestral	Trimestral y período de gracia de 180 días.
	B		1.440 días	8,50%	Trimestral	Trimestral y período de gracia de 360 días.
	C		1.440 días	8,50%	Trimestral	Trimestral
	D		1.800 días	8,75%	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal	US\$ 1.000,00					
Sistema de Colocación:	La colocación de primera emisión de obligaciones de largo plazo se realizará a través del mercado bursátil.					
Rescates Anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados, ni sorteos de los valores.					
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Estructurador Financiero	Picaval Casa de Valores S.A.					
Representante de los Obligacionistas:	Avalconsulting Cía. Ltda.					
Destino de los recursos:	Los recursos de la presente emisión se destinarán en aproximadamente 50% para capital de trabajo consistente en pago a proveedores de los diferentes componentes del costo y aproximadamente el 50% en la restructuración de pasivos con instituciones financieras, consistente en el pago de créditos de corto plazo.					
Resguardos de ley:	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2. Así mismo la Junta General resuelve no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora 3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.					
Garantía General	Garantía General, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables.					
Límite de Endeudamiento	El emisor se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con costo sobre el total del patrimonio no mayor a (1) vez. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de los pasivos con costo se considerará las cuentas de pasivo de corto y largo plazo referentes a créditos bancarios y emisiones a través del Mercado de Valores.					
Compromiso Adicional	El emisor se compromete a adoptar las estrategias necesarias para generar el flujo de efectivo suficiente para garantizar el pago a los inversionistas.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos de la presente emisión se destinarán en aproximadamente 50% para capital de trabajo consistente en pago a proveedores de los diferentes componentes del costo y aproximadamente el 50% en la restructuración de pasivos con instituciones financieras, consistente en el pago de créditos de corto plazo.

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Para la presente Emisión de Obligaciones, el Emisor se compromete a cumplir los resguardos previstos en el artículo once (11), sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

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

Endeudamiento			
Indicador	Límite	sep-23	Cumplimiento
activos reales/pasivos	≥ 1	2,49	SI

A la fecha de corte, se cumple el resguardo ya que el indicador supera la unidad al posicionarse en 2,49 veces.

2. Así mismo la Junta General resuelve no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha corte, no se han repartido dividendos mientras existan obligaciones en mora con lo cual se cumple el resguardo.

3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo Activos Depurados / Obligaciones en Circulación	
Componentes	sep-23
Activos depurados	43.113.567,86
Obligaciones en circulación	452.120,00
Indicador (parámetro: >=1,25 veces)	95,36
Cumplimiento	SI

A la fecha de corte, la relación entre activos depurados y obligaciones en circulación se encuentra en 95,36 veces con lo cual se cumple el resguardo.

Limitaciones de Endeudamiento

El emisor se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con costo sobre total patrimonio no mayor a (1) vez.

Límite de Endeudamiento			
Indicador	Límite	sep-23	Cumplimiento
Pasivo con Costo / Patrimonio	<= 1 veces	0,15	SI

A la fecha de análisis, Aglomerados Cotopaxi S.A. cumple adecuadamente el límite de endeudamiento al mantener su relación de pasivos con costo y patrimonio por debajo de 1 veces y posicionarse en 0,15 veces.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados realizadas por el emisor que comprende los períodos hasta 2025, las mismas forman parte de la Circular de Oferta Pública de la Primera Emisión de Obligaciones de Aglomerados Cotopaxi S.A. Cabe aclarar que la comparación se realizó con el escenario B que es más conservador para ver los niveles de cumplimiento.

Aglomerados Cotopaxi S.A. se distingue por su dedicación a la producción y comercialización de tableros de aglomerado y MDF, enriquecidos con recubrimientos de chapa de madera y/o papel, consolidando su presencia tanto en el mercado nacional como en el internacional. Además de su foco principal, la empresa se involucra activamente en el establecimiento de plantaciones forestales y en la oferta de productos complementarios vinculados a la industria maderera. Su extensa variedad de productos y servicios abarca tableros de MDF, tableros de aglomerado, molduras de MDF, y maderas, donde destaca la significativa participación de los tableros de aglomerado, los cuales constituyen la principal contribución al volumen de ventas de la compañía. Este enfoque integral permite a Aglomerados Cotopaxi S.A. posicionarse como un actor clave en el sector, ofreciendo soluciones diversificadas y de alta calidad.

Para septiembre de 2023, el emisor alcanzó un total de ingresos operacionales por US\$ 38,30 millones, tras presentar una reducción interanual de -13,46% (US\$ -5,96 millones) debido a la normalización de la demanda; de este modo, se aprecia que se mantiene un nivel de cumplimiento adecuado al alcanzar el 89,01% de lo proyectado hasta diciembre de 2023. De manera similar, sus costos operacionales mantienen un adecuado cumplimiento de 84,94%. Por su parte, los gastos operacionales y financieros pareciera que van sobrepasar lo proyectado al manejar un nivel de cumplimiento de 95,02% y 102,98%, respectivamente hasta septiembre de 2023. Finalmente, en cuanto a los resultados, se proyectó registrar una utilidad de US\$ 1,81 millones después de impuestos y participación trabajadores al finalizar 2023 y, hasta septiembre de 2023 se tiene un sobrecumplimiento de 126,00% por lo que se espera que los resultados reales se ajusten a los proyectados; cabe mencionar que la utilidad a septiembre no está considerando la participación de trabajadores.

ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL					
(en miles USD)	sep-23	dic-23	Cumplimiento	dic-24	dic-25
Ventas	38.299,71	43.027,00	89,01%	44.726,00	46.493,00
Costo de ventas	-26.772,11	-31.517,00	84,94%	-32.762,00	-34.056,00
Utilidad bruta	11.527,60	11.510,00	100,15%	11.964,00	12.437,00
Gastos administrativos y de Ventas	8.618,49	-9.070,00	-95,02%	-9.445,00	-9.856,00
Total gasto operacionales	8.618,49	-9.070,00	-95,02%	-9.445,00	-9.856,00
Utilidad operativa	2.909,11	2.440,00	119,23%	2.519,00	2.581,00
Gastos financieros	-1.151,28	-1.118,00	102,98%	-1.004,00	-751,00
Otros gastos/ingresos, neto	1.281,20	1.090,00	117,54%	1.090,00	1.090,00

Total gastos / ingresos no operacionales	129,92	-28,00	-464,00%	86,00	339,00
Utilidad antes de part e imptos	3.039,03	2.412,00	126,00%	2.605,00	2.920,00
25% Impuesto Renta	-759,79	-603,00	126,00%	-651,00	-730,00
15% trabajadores					
UTILIDAD NETA	2.279,25	1.809,00	126,00%	1.954,00	2.190,00

Fuente: PICAVAL Casa de Valores S.A. / Elaboración: PCR

Garantía General de las emisiones

Es importante mencionar que todos los instrumentos evaluados mantienen garantía general. PCR ha recibido por parte del emisor el valor en libros de los activos libres de gravamen al corte de 30 de septiembre de 2023, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 34,13 millones.

ANEXO 3: CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN A SEPTIEMBRE 2023	
TOTAL ACTIVOS	128.932.201,99
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	749.414,22
(-) Activos Gravados	46.891.296,47
(-) Activos en litigio	
(-) Impugnaciones tributarias	843.480,00
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	452.120,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	37.334.443,44
Total de Activos Libres de Gravamen	42.661.447,86
Monto máximo a emitir (80% activos deducidos)	34.129.158,29
Monto por Emitir	10.000.000,00
Monto a emitir / Activos menos deducciones (<80%)	23,44%

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración: PCR

Activos en Litigio

A la fecha de corte, Aglomerados Cotopaxi S.A. no presentó activos en litigio según el certificado de activos libres de gravamen remitido. Según la página del Consejo de la Judicatura, el emisor refleja un total de 2 registros en calidad de actor/ofendido en las fechas de 1998 por pago indebido y en 2020 por actos administrativos de determinación tributaria; adicional, no registra procesos en calidad de demandado/procesado. Por otra parte, acorde al certificado de activos libres de gravamen mantiene un valor de US\$ 843,48 mil por impugnaciones tributarias. Adicional, al revisar la página del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social se ve que la empresa no mantiene deudas pendientes. Finalmente, la compañía ha dado cumplimiento a las obligaciones con la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Los activos que respaldan la emisión se detallan a continuación:

Activos que Respaldan la Emisión			
Cuenta	Respaldo	Valor en Libros (sep-23)	% de Cobertura
Activo Fijo - Maquinaria	4.000.000,00	19.647.989,00	491,20%
Cuentas por Cobrar Comerciales	2.000.000,00	4.315.414,00	215,77%
Total	6.000.000,00	23.963.403,00	399,39%

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto a la calidad de cartera, se observa que Aglomerados Cotopaxi S.A. mantiene tanto cuentas por cobrar comerciales como relacionadas, debido a esto resulta relevante diferenciar cada una de ellas para analizar la calidad de las mismas; en ese sentido, al desglosar la parte comercial se observa que la mayor parte se encuentra en la parte corriente (73,79%) y en el rango de vencimiento de 1 a 30 días (20,14%); de este modo, la cartera comercial que maneja la empresa mantiene un nivel de morosidad de 28,06%; sin embargo, si se excluye la cartera vencida de menor rango (1-30 días) el indicador de morosidad es de apenas 6,50%; cabe mencionar también que la compañía mantiene una provisión por deterioro de cartera por un monto de US\$ 303,46 mil. Por otro lado, en el apartado de la cartera con empresas relacionadas, se ve que casi la totalidad de esta se halla dentro de la cartera corriente (99,75%); de manera más detallada, se menciona que los valores más relevantes se encuentran entre la Empresa Durini C.A. (Edimca) y Panelat Ecuador SAS. De este modo, el indicador de morosidad se posiciona en 0,25%.

Tomando en cuenta lo antes mencionado, se ve que Aglomerados Cotopaxi S.A. maneja una cartera de buena calidad en el sentido de que no muestran niveles de morosidad elevados, especialmente en sus cuentas por cobrar a relacionadas que mantienen un nivel de morosidad por debajo del 1%. Por otro lado, US\$ 2,00 millones del monto emitido están respaldados por las cuentas por cobrar comerciales, alcanzando un nivel de cobertura de 215,77% con respecto a la cifra exhibida en balances al cierre de septiembre de 2023.

Por otro lado, a la fecha de cierre la maquinaria y equipo de la compañía muestra un valor en libros de US\$ 19,65 millones después de efectuar la depreciación; así pues, se ve un nivel de cobertura amplio en relación con el monto total emitido de 491,20% lo cual reduce de manera considerable cualquier riesgo de impago.

Finalmente, es necesario mencionar que la Primera Emisión de Obligaciones mantiene un saldo pendiente de pago de apenas US\$ 452,12 mil con lo cual el riesgo de impago, tomando en cuenta los activos que respaldan la emisión, es mínimo.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$)	
Detalle	Valor
Patrimonio	81.562.337,00
200% Patrimonio	163.124.674,00
Monto no redimido de obligaciones en circulación	452.120,00
Emisión de Obligaciones (por emitir)	10.000.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	10.452.120,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	12,81%

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado por la garantía general en 4,94 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a septiembre 2023				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	8.277.948,00	452.120,00	12.078.250,00	19.702.719,00
Pasivo Acumulado	8.277.948,00	8.730.068,00	20.808.318,00	40.511.037,00
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	1.030.498,00			
Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación	43.113.567,86			
Cobertura Fondos Líquidos	0,12	0,12	0,05	0,03
Cobertura ALG	5,21	4,94	2,07	1,06

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Procedimientos de Calificación de Riesgo – Ecuador

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Los estados financieros auditados del año 2018 al 2020, lo realizó la firma PriceWaterHouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. mismos que no presentan salvedad. Para diciembre 2021 y 2022, se encargó la firma auditora Ecovis Ecuador Cía. Ltda., la cual no mostró salvedades en los informes. Además, se utilizaron Estados financieros internos con corte a septiembre 2022 y septiembre 2023.
- Detalle de Cuentas por Cobrar, con el detalle de cartera por vencer, cartera vencida por plazo, monto de castigos y provisiones para cobranzas dudosas, en los dos períodos de corte indicados.
- Presupuesto del año en curso y año siguiente, de estado de pérdidas y ganancias, flujo de efectivo y flujo de caja.
- Política de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar, y de rotación de inventarios.
- Circular de Oferta Pública.
- Contrato de la Primera Emisión de Obligaciones.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a septiembre 2023.
- Acta de la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Compañía.
- Otros papeles de trabajo
- Contacto Aglomerados Cotopaxi S.A.: Alejandra Vaca (aevaca@cotopaxi.com.ec).

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

En Ecuador se encuentra acoplándose a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece el mercado bursátil, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia

presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar periodo anterior.

Para diciembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 113.783 millones con una ponderación de 11,8% en el PIB. Para junio de 2023, el valor ascendió a US\$ 6.587 millones lo que reflejó una participación sobre el PIB del 5,4% y corresponde a las negociaciones realizadas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Al analizar el mercado por sector, se puede notar que los títulos emitidos por el sector privado evidenciaron una mayor participación, representando el 57,18%, mientras que los del sector público, ponderaron el 42,82%³.

Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional, a junio 2023, son el Comercial (29,74%), seguido del Industrial (24,18%), Servicios (12,09%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,44%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, el 82,59% corresponde a las provincias Guayas y Pichincha; es decir, las principales ciudades del país son los más importantes dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntural por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país, un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos en el mercado primario. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así como, se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para diciembre de 2022 se reportaron US\$ 13.451,65 millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto (19%) en el secundario. Mientras que a junio de 2023, se reportaron US\$ 6.586,97 millones de montos negociados de los cuales el 80,76% pertenecen al mercado primario y el restante (19,24%) pertenecen al mercado secundario.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable⁴. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

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

Adicional, Aglomerados Cotopaxi S.A. registra vigente en el Mercado de Valores el siguiente instrumento, como se describe a continuación:

Presencia Bursátil (Miles US\$) – septiembre 2023					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo	Calificaciones
Primera Emisión de Obligaciones	No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00004275 (22 de julio de 2020)	6.000,00	6.000,00	452,12	Global Ratings AAA (abr23)
Total		6.000,00	6.000,00	452,12	

Hechos de importancia

No se presentaron hechos relevantes que destacar.

³ Cifras tomadas a junio de 2023 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

⁴ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, la empresa mantiene relación con empresas vinculadas, por acciones y por administración. Además, de acuerdo con la información enviada por parte del emisor, se mantuvo cuentas por cobrar y por pagar con compañías relacionadas. A continuación, un detalle de lo mencionado:

Detalle de Empresas Relacionadas		
Accionista	Relación	Detalle
Ecuapet	Accionista	Inversiones
Moldupaxi CL	Accionista	Inversiones
Enchapes Decorativos S.A.	Accionista	Inversiones
Alianza Estrategia de Comercio e Industria	Subsidiaria	Inversiones
Casco Antiguo S.A (2)	Subsidiaria	Inversiones
Sociedad Amador Arias Andrade Cía. Ltda. (3)	Subsidiaria	Inversiones
Panelat SAS	Subsidiaria	Inversiones
AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK	Subsidiaria	Inversiones
Empresa Durini Industria de Madera C.A. - Edimca	Accionista	Cuentas por cobrar
Sociedad Agropecuaria Amador Arias Andrade Cía.Ltda.	Subsidiaria	Cuentas por cobrar
Enchapes Decorativos S.A.	Accionista	Cuentas por cobrar
Distribuidora del Artesano Distrisan S.A.	Control común	Cuentas por cobrar
Alianza Estrategica de Comercio e Industria S.A	Control común	Cuentas por cobrar
AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK S.C.C.	Subsidiaria	Cuentas por cobrar
Paneles Latinoamericanos PANELAT ECUADOR SAS	Accionista	Cuentas por cobrar
Sociedad Ecuatoriana de Petreos ECUAPET SCC	Accionista	Cuentas por cobrar
Empresa Durini Industria de Madera C.A. - Edimca	Accionista	Cuentas por pagar
AGLOMERADOS COTOPAXI BIKE PARK S.C.C.	Subsidiaria	Cuentas por pagar
Sociedad Administradora de Inversiones S.A Adinsa	Control común	Cuentas por pagar
ANDICORP HOLDING SAA	Control común	Cuentas por pagar

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Miembros de Comité



Ing. Alan Aguirre



Ing. Paula Berrú



Lic. Carlos Polanco

Anexos

Balance General y Estado de Pérdidas y Ganancias							
AGLOMERADOS COTOPAXI S.A.							
Estados Financieros							
(MILES DE US\$)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sep-22	dic-22	sep-23
BALANCE GENERAL							
Efectivo y Equivalentes de efectivo	808,04	1.084,27	5.196,97	683,25	921,95	1.140,06	1.030,50
Cuentas por cobrar clientes	4.506,88	3.011,13	4.194,34	6.909,16	6.363,64	4.447,47	4.315,41
Cuentas por cobrar relacionadas	6.818,24	5.807,38	7.056,37	10.698,85	8.412,99	10.401,80	12.718,96
Otras cuentas por cobrar	1.669,61	1.853,67	966,68	1.120,57	4.449,67	1.331,98	2.311,90
Inventarios	6.717,07	7.216,87	6.533,68	7.842,14	11.132,27	9.244,71	8.236,21
Otros Activos no Corrientes	95,74	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Activo Corriente	20.615,57	18.973,32	23.948,04	27.253,97	31.280,52	26.566,02	28.612,98
Inversiones en Acciones	6,16	6,56	6,56	13.183,46	28.400,42	24.117,82	24.119,22
Inversiones en Subsidiarias	9.036,30	13.213,72	13.213,72	13.213,72	13.213,72	13.215,22	13.215,22
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	2.718,35	318,39	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otras cuentas por cobrar	44,66	104,55	152,59	166,09	197,70	174,44	247,47
Inversiones forestales	14.495,65	14.715,19	14.791,27	14.864,70	14.645,43	15.254,65	15.300,07
Propiedades, planta y equipo	37.675,52	37.609,34	36.645,66	36.440,71	36.074,69	36.429,89	35.217,06
Activos por derecho de uso	0,00	669,93	501,56	893,81	893,81	589,05	589,05
Otros activos	11.534,74	10.396,00	10.397,88	10.408,77	11.037,34	10.377,72	11.127,14
Total Activo No Corriente	75.511,37	77.033,69	75.709,24	89.171,26	104.463,12	100.158,79	100.319,23
ACTIVO TOTAL	96.126,94	96.007,01	99.657,28	116.425,23	135.743,63	126.724,81	128.932,20
Obligaciones financieras	6.000,65	6.167,73	5.763,79	3.963,37	7.252,73	6.936,08	7.370,43
Cuentas por pagar a comerciales y otras cuentas por pagar	8.583,60	8.554,00	6.183,27	9.191,94	12.764,61	10.209,54	9.119,87
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	358,68	384,34	61,39	2.604,07	110,75	66,40	69,82
Impuestos por pagar	538,82	733,51	562,38	824,26	1.979,93	946,07	1.506,70
Pasivos por arrendamientos	0,00	241,04	241,27	264,63	264,63	295,54	295,54
Beneficios a Empleados	811,45	1.026,58	1.118,07	1.874,26	2.346,82	2.088,52	1.800,81
Total Pasivo Corriente	16.293,21	17.107,20	13.930,17	18.722,52	24.719,46	20.542,14	20.163,18
Obligaciones financieras	3.997,86	1.971,22	6.569,96	6.111,45	6.192,12	5.804,63	5.159,94
Cuentas por pagar a proveedores y otras cuentas por pagar	0,00	0,00	0,00	133,59	106,87	80,16	53,44
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	0,00	0,00	0,00	6.991,71	14.687,58	10.459,59	10.459,59
Pasivos por arrendamientos	0,00	452,31	294,57	720,16	720,16	424,95	424,95
Beneficios a Empleados	4.867,49	5.249,61	5.379,80	6.067,01	6.580,49	6.248,02	6.477,13
Pasivo por Impuesto Diferido	5.384,92	5.230,76	4.931,21	4.561,61	5.196,99	3.882,23	4.631,64
Total Pasivo No Corriente	14.250,26	12.903,90	17.175,54	24.585,53	33.484,22	26.899,57	27.206,69
TOTAL PASIVO	30.543,47	30.011,11	31.105,71	43.308,05	58.203,68	47.441,72	47.369,87
Capital	27.500,00	28.100,00	28.800,00	31.172,41	31.172,41	33.172,41	33.172,41
Reserva Legal	3.692,70	4.005,17	4.085,21	4.268,48	4.268,48	4.713,83	4.713,83
Resultados Acumulados	34.390,77	33.890,74	35.666,36	37.676,30	42.099,07	41.396,86	43.676,10
TOTAL PATRIMONIO	65.583,47	65.995,90	68.551,57	73.117,18	77.539,95	79.283,09	81.562,34
Deuda Financiera	9.998,50	8.138,95	12.333,75	10.074,82	13.444,85	12.740,71	12.530,37
Corto Plazo	6.000,65	6.167,73	5.763,79	3.963,37	7.252,73	6.936,08	7.370,43
Largo Plazo	3.997,86	1.971,22	6.569,96	6.111,45	6.192,12	5.804,63	5.159,94


ESTADO DE RESULTADOS							
Ventas Netas	46.550,04	43.964,65	39.748,65	54.217,73	44.257,80	57.314,59	38.299,71
(-) Costo de Ventas	34.638,26	33.364,87	28.606,83	36.592,07	29.520,97	39.167,70	26.772,11
(=) Utilidad Bruta	11.911,78	10.599,77	11.141,82	17.625,66	14.736,83	18.146,89	11.527,60
(-) Gastos Operacionales	9.393,70	11.322,91	8.487,01	10.862,89	8.668,33	11.858,23	8.618,49
Resultado Operacional	2.518,08	(723,14)	2.654,81	6.762,77	6.068,50	6.288,66	2.909,11
(-) Gastos Financieros	1.080,20	1.231,92	1.369,78	1.780,77	947,31	2.597,94	1.151,28
(+) Ingresos por cambios en el valor razonable de las inversiones forestales	784,66	399,85	644,02	812,56	386,25	1.196,90	450,00
(+/-) Otros ingresos (egresos), neto	(330,21)	3.451,66	818,41	61,20	374,58	1.510,58	831,20
(=) Utilidad antes de Impuesto a la Renta	1.892,33	1.896,45	2.747,46	5.855,76	5.882,02	6.398,20	3.039,03
(-) Impuesto a la Renta	1.240,86	1.185,02	619,73	1.095,10	1.459,26	842,96	759,79
(-) Participación de los trabajadores	-	-	-	-	-	-	-
(+) Ganancias (Pérdidas) actuariales	218,28	252,43	428,03	(195,06)	-	605,99	-
Resultado Integral del Año	869,76	963,86	2.555,76	4.565,61	4.422,77	6.161,23	2.279,24

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Indicadores							
AGLOMERADOS COTOPAXI S.A.							
(% US\$, veces y días)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sep-22	dic-22	sep-23
Márgenes							
Costo de Ventas / Ingresos	74,41%	75,89%	71,97%	67,49%	66,70%	68,34%	69,90%
Margen Bruto	25,59%	24,11%	28,03%	32,51%	33,30%	31,66%	30,10%
Gastos Operacionales/Ingresos	20,18%	25,75%	21,35%	20,04%	19,59%	20,69%	22,50%
Margen Operacional	5,41%	-1,64%	6,68%	12,47%	13,71%	10,97%	7,60%
Gastos Financieros/Ingresos	2,32%	2,80%	3,45%	3,28%	2,14%	4,53%	3,01%
Margen Neto	1,87%	2,19%	6,43%	8,42%	9,99%	10,75%	5,95%
Margen EBITDA	9,47%	2,40%	11,30%	16,15%	16,18%	14,35%	10,56%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	1.890	1.778	1.836	1.992	1.091	1.936	1.136
EBITDA acumulado	4.408	1.055	4.490	8.755	7.159	8.225	4.045
EBITDA (12 meses)	4.408	1.055	4.490	8.755	9.546	8.225	5.394
EBITDA / Gastos Financieros	4,08	0,86	3,28	4,92	7,56	3,17	3,51
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo	0,73	0,17	0,78	2,21	0,99	1,19	0,55
EBITDA / Deuda Financiera	0,44	0,13	0,36	0,87	0,53	0,65	0,32
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,14	0,04	0,14	0,20	0,16	0,17	0,11
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,53	0,57	0,45	0,43	0,42	0,43	0,43
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,33	0,27	0,40	0,23	0,23	0,27	0,26
Deuda Financiera / Patrimonio	0,15	0,12	0,18	0,14	0,17	0,16	0,15
Deuda Financiera CP/ Deuda Total	0,60	0,76	0,47	0,39	0,54	0,54	0,59
Pasivo Total / Patrimonio	0,47	0,45	0,45	0,59	0,75	0,60	0,58
Pasivo Total / Capital Social	1,11	1,07	1,08	1,39	1,87	1,43	1,43
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,27	7,72	2,75	1,15	1,41	1,55	2,32
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	6,93	28,45	6,93	4,95	6,10	5,77	8,78
Rentabilidad (%)							
ROA	0,90%	1,00%	2,56%	3,92%	3,26%	4,86%	1,77%
ROE	1,33%	1,46%	3,73%	6,24%	5,70%	7,77%	2,79%
Liquidez							
Liquidez General	1,27	1,11	1,72	1,46	1,27	1,29	1,42
Prueba Ácida	0,85	0,69	1,25	1,04	0,82	0,84	1,01
Capital de Trabajo	4.322	1.866	10.018	8.531	6.561	6.024	8.450
Rotación							
Días de cuentas por cobrar	35	25	38	46	39	28	30
Días de cuentas por pagar	89	92	78	92	118	95	93
Días de inventario	70	78	82	77	102	85	83
Ciclo de conversión de efectivo	15	10	42	31	23	18	21
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	(1.216)	8.062	148	12.417	11.556	10.013	(2.749)
Flujo de Inversión	(3.331)	(6.245)	(64)	(14.402)	(14.978)	(11.901)	(28)
Flujo de Financiamiento	3.003	(1.541)	4.029	(2.528)	3.660	2.345	2.667
Saldo al Inicio del Periodo	2.352	808	1.084	5.197	683	683	1.140
Saldo al Final del Periodo	808	1.084	5.197	683	922	1.140	1.030

Fuente: Aglomerados Cotopaxi S.A. / Elaboración PACIFIC CREDIT RATING

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Ing. Jhonatan Velastegui
Analista