

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	abril 2023

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AA (+) para la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A. en comité No. 259-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 06 de octubre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021, y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto 2022 y agosto 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451, emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 24 de noviembre de 2021 por un monto de hasta USD 10.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- En 2022 la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.400 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,7%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. Su crecimiento post pandemia ha sido más lenta que el de la economía ecuatoriana. Sin embargo, se espera que mantenga el crecimiento en 2023 debido a nuevos acuerdos comerciales del Ecuador con otros países. El sector contribuye a la generación de plazas de trabajo en el país con 9,5% del empleo total con respecto a la PEA.
- CARVAGU S.A. es una compañía familiar con amplia trayectoria y experiencia en el mercado. No tiene implementadas prácticas de gobierno corporativo y no cuenta con un directorio estatutario. Sin embargo, opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad, y demás indicadores de relevancia del negocio. Sus estrategias a futuro buscan mayor control de gastos y expandir las ventas mediante mayores exportaciones.
- A pesar de un menor costo de ventas entre 2020 y 2022, la caída en los niveles de ventas junto con el incremento en gastos operativos y gastos financieros causaron que la utilidad neta de la compañía sea descendiente en el periodo, aunque siempre positiva. Los resultados de la empresa permitieron un ROE de 4,65% en el año 2022, mientras que la cobertura de EBITDA sobre gastos financieros fue de 2,28. La relación de años de pago con EBITDA ha sido creciente en función de mayores gastos financieros.
- El flujo de efectivo generado a nivel operacional fue negativo en 2021 y 2022, lo que obedece a la estrategia de aumentar inventarios, manteniendo días de existencias crecientes, que alcanzaron un valor superior a 1.400 en 2022. Tal situación, junto a días de pago menores a los días de cobro y una necesidad operativa de fondos creciente, causó que la compañía se financie con entidades financieras y el Mercado de Valores, evidenciado en un flujo de financiamiento positivo y una deuda con costo con tendencia creciente. A agosto de 2023, el apalancamiento bajó significativamente comparado con diciembre 2022 debido a la venta de propiedades de inversión, recursos que permitieron cancelar valores de deuda bancaria de corto plazo y aumentar los resultados del ejercicio en curso.
- Las proyecciones estiman una disminución de 2% en las ventas de 2023 y un posterior crecimiento de 10% para años futuros siempre que se generen mayores exportaciones. Los gastos operativos dependerán de las estrategias de la compañía ante mayores exportaciones y el control de gastos correspondiente. Se generarían flujos operativos positivos desde 2023 a causa de menor inventario, permitiendo una disminución en el nivel de deuda; además que, en lo que falta de 2023 se proyecta la colocación total de USD 5 millones de la Tercera Emisión de Obligaciones.
- El instrumento bajo análisis cumple con los resguardos de ley y con la garantía general. Adicionalmente, ha cumplido con los resguardos adicionales que limitan la distribución de dividendos hasta por 20% del ejercicio del año anterior, restringen la disminución de la cuenta por pagar con accionistas y se mantiene la fianza solidaria por parte de Carlos Julio Valarezo Guzmán por un valor de USD 5 millones.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA (+)	oct-2021	GlobalRatings
AA (+)	abr-2022	GlobalRatings
AA (+)	oct-2022	GlobalRatings
AA (+)	abr-2023	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

DESEMPEÑO HISTÓRICO

CARVAGU S.A. se dedica a la fabricación y venta de medicamentos de origen y otros productos naturales. La compañía comercializa los productos con la marca “Nature’s Garden”, los que son distribuidos en farmacias, grandes cadenas de supermercados, micro mercados y autoservicios a nivel nacional.

Durante el periodo de estudio, las ventas fluctuaron a la baja, pasando de USD 22,09 millones en 2020 a USD 15,1 millones en 2021 y a USD 14,30 millones en 2022, lo que representa una caída total de 35,26%. A pesar de esto, el total de exportaciones de la empresa fue de 15% en 2022, un mayor porcentaje al de 13% de 2021. Sin embargo, menores ventas locales causaron que el total de las ventas disminuya en un 5% entre un año y otro. Este comportamiento se mantiene a agosto de 2023, con ventas menores en 8,23% comparado con agosto de 2022, aunque las exportaciones han incrementado a representar un 23% del total de ventas, el valor más alto de todo el periodo analizado.

El costo de ventas de CARVAGU S.A. fue en promedio 37% de las ventas totales en el periodo 2020-2022. Sin embargo, en el periodo interanual el costo de ventas crece y pasa de una representación de 38,83% en agosto de 2022 a 52,48% en agosto de 2023, aumento explicado por la expansión de mercados hacia Centroamérica, donde las exportaciones no alcanzan el mismo volumen que las ventas locales. Dado que no se produce el mismo volumen en esos mercados, los costos tienden a aumentar. Además, es importante mencionar que CARVAGU S.A. se ha enfrentado a aumentos en el costo de algunas materias primas importadas y locales, influenciados por diversos factores económicos a nivel internacional, lo que ha contribuido al encarecimiento del costo de producción.

Coherente con menores ingresos, el margen bruto presentó una disminución monetaria y pasó de USD 11,46 millones en 2020 a USD 9,76 millones en 2022; en este último año, la participación sobre ventas fue de 68,24%.

Los gastos operativos de la compañía compuestos por gastos de administración y gastos de ventas pasaron de USD 6,54 millones en 2020 a USD 6,09 millones en 2022, valor que, a pesar de ser menor en términos nominales, pasó de representar 30% de los ingresos a 43%. En agosto de 2023, los gastos operativos aumentaron en más de USD 900 mil frente a agosto de 2022, pasando de representar 40% de las ventas a 54%. El incremento constante de la participación de los gastos operativos se debe a la combinación de menores ventas junto a mayores gastos por mercadeo, publicidad y exportaciones a nuevos mercados.

La disminución de ventas, junto con mayores gastos de administración y ventas llevaron a que la utilidad operativa sea descendiente de año a año. A agosto de 2023, estos factores junto con el incremento considerable del costo de ventas causaron una pérdida operativa de -USD 574 mil.

Los gastos financieros fluctuaron de acuerdo con las necesidades de financiamiento de CARVAGU S.A. Este rubro se ha mantenido creciente entre 2020 y 2022 en función de mayor deuda con costo en cada periodo, impulsada por una mayor necesidad operativa de fondos. Esto ha llevado a que la utilidad neta sea decreciente en el periodo, llegando a su nivel más bajo con USD 582 mil en 2022, representando 4% del total de ingresos de ese año.

Cabe resaltar que, a agosto de 2023, la utilidad neta alcanza USD 9,19 millones a pesar de la pérdida operativa registrada. Esto se debe a que, en febrero de 2023, la compañía vendió tres solares al grupo corporativo Perú Homecenter. Estos terrenos estaban previamente contabilizados como propiedades de inversión y la venta generó un ingreso de USD 15.031.480,10 mediante un pago de contado; un 60% de este monto se destinó para liquidar pasivos financieros. El valor neto, después de gastos no operativos relativos a la venta de las propiedades fue de USD 11,03 millones.

Coherente con los resultados de cada año, el ROE y ROA de la compañía se han presentado a la baja, llegando a valores de 5% y 1%, respectivamente, en 2022. El EBITDA fluctuó de la misma manera que la utilidad operativa y tuvo un comportamiento decreciente, aunque siempre por encima de USD 4 millones en cada uno de los años estudiados. A diciembre de 2022, el saldo ascendió a USD 4,71 millones, lo que resultó en una cobertura de gastos financieros de 2,28. Esta cifra permitiría el pago completo de la deuda con costo en un plazo de 5,53 años, lo cual representa el periodo más largo de todo el periodo analizado. A agosto 2023 el EBITDA se registra negativo debido a la pérdida operativa registrada.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	AGOSTO 2022	AGOSTO 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	22.090	15.064	14.301	10.189	9.350
Utilidad operativa (miles USD)	4.923	3.787	3.668	2.133	(574)
Utilidad neta (miles USD)	1.733	1.202	582	559	9.190
EBITDA (miles USD)	6.149	4.904	4.708	2.826	-35
Deuda neta (miles USD)	12.897	19.708	26.023	23.810	20.832
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	2.337	(8.951)	(4.080)	(1.335)	5.401
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	14.791	21.553	25.926	24.836	30.746
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(2.983)	6.647	6.290	6.015	15.035
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-2,06	0,74	0,75	0,47	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	16.942	25.185	20.630	29.729	31.593
ROE	16,15%	10,07%	5,10%	6,71%	71,44%
Apalancamiento	3,02	3,05	3,37	2,92	1,82

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 y Estados Financieros internos agosto de 2022 y agosto de 2023

Por otro lado, el total de activos se ha mantenido creciente desde el año 2020, evolucionando desde USD 43,18 millones a USD 49,33 millones en 2022, un 15,62% de incremento. La mayor parte del activo se concentra en los activos corrientes, llegando a representar 75,02% del activo total a diciembre 2022, impulsado por rubros importantes en las cuentas por cobrar, efectivo e inventarios, situación que ha permitido un índice de liquidez siempre mayor a la unidad y que alcanzó un valor de 2,23 en este último año.

El total de cuentas por cobrar comerciales ha mostrado una tendencia decreciente a lo largo del período, pasando de USD 5,12 millones en 2020 y disminuyendo a USD 4,76 millones en 2022, comportamiento coherente con menores ventas en cada año. Los días de cobro aumentaron de 83 días en 2020 a 120 días en 2021 y 2022. En paralelo, el período promedio de pago creció de 68 días en 2020 a 82 días en 2022, generando mayor presión sobre los flujos de la compañía. A agosto de 2022 se registra 155 días de cobro y 48 días de pago. En lo que respecta al análisis de la antigüedad de la cartera (exclusivamente cuentas por cobrar comerciales no relacionadas), se observó que, durante el período analizado, más de 50% de la cartera se encontraba en estado vencido.

Así mismo, CARVAGU S.A. mantiene montos significativos en cuentas por cobrar a compañías relacionadas, compañías a las cuales ha realizado préstamos y venta de inventario. Esta cuenta es el segundo activo más representativo a agosto 2023 y la tendencia ha sido estable en torno a USD 8 millones desde 2020.

Los inventarios son el activo con más peso en CARVAGU S.A., llegando a una representación de 44,54% de los activos en 2022. Están compuestos por productos terminados, productos en proceso, materia prima y suministros y materiales. Entre 2020 y 2022 se observó una tendencia creciente en los inventarios, pasando de USD 11,68 millones en 2020 a 22,24 millones, un 90,34% de aumento. La estrategia de la compañía entre 2020 y 2022 fue de abastecerse de materia prima para contrarrestar los efectos de la inflación y poder tener producto disponible para el incremento de exportaciones. Los días de existencias pasaron de 396 en 2020 a 1.763 en 2022 (1.256 a agosto de 2023).

La propiedad, planta y equipo de CARVAGU S.A. presentó un comportamiento estable en torno a USD 11 millones a lo largo del periodo analizado. Las depreciaciones anuales se han aplicado de acuerdo con la vida útil estimadas de cada componente que compone la cuenta bajo análisis

El total de pasivos tuvo tendencia al alza y pasó de USD 32,45 millones en 2020 a USD 38,51 millones en 2022, financiando, en promedio, 76% del activo. El mayor porcentaje del pasivo se ha concentrado en el largo plazo, una situación positiva para los flujos de la compañía.

La disminución en ventas registrada en 2021 y 2022 junto con el incremento en inventarios produjo un flujo operacional negativo que fue financiado con deuda con costo. Esto, junto a una necesidad operativa de fondos creciente, un menor financiamiento con proveedores y días de pago menores a los días de cobro ha causado que la deuda con costo crezca entre 2020 y 2022, pasando de USD 17,58 millones a USD 27,69 millones, representado un incremento de 57,43% en el total de deuda contraída. Esta situación se refleja en un flujo de financiamiento positivo y con valores superiores a USD 3 millones en cada año.

A agosto de 2023, se evidencia una disminución el nivel de deuda hacia un valor de USD 22,46 millones, efecto de la cancelación de una porción del endeudamiento a través de los flujos recibidos por la venta de propiedades de inversión.

El patrimonio de la compañía ha financiado, en promedio, 24% del activo. Se ha incrementado en el periodo bajo análisis pasando de USD 10,73 millones en 2020 a USD 11,41 millones en 2022, impulsado por los resultados de cada ejercicio y el no reparto de dividendo. El capital pagado se ha mantenido en USD 2,1

millones. Coherente con el incremento del pasivo, el apalancamiento se ha mantenido creciente dentro del periodo, llegando a 3,37 en 2022, valor que se considera alto en el giro de negocios de CARVAGU S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en los resultados reales de la compañía en el periodo 2020-2022, en el comportamiento histórico de los índices en ese lapso y en las proyecciones realizadas por el Emisor.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	14.015	15.417	16.958
Utilidad operativa (miles USD)	140	1.850	2.035
Utilidad neta (miles USD)	5.751	14	157
EBITDA (miles USD)	1.180	2.890	3.075
Deuda neta (miles USD)	19.516	19.331	17.035
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	2.204	(517)	2.198
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	26.746	27.943	26.497
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	14.066	12.206	10.660
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,08	0,24	0,29
Capital de trabajo (miles USD)	28.842	29.380	27.846
ROE	33,51%	0,08%	0,91%
Apalancamiento	1,93	1,79	1,64

Fuente: CARVAGU S.A.

Partiendo de las consideraciones anotadas, la proyección considera que las ventas para 2023 podrían disminuir en un 2% respecto a 2022, basadas en el periodo interanual y podrían tender a estabilizarse en crecimientos de 10% para 2024 y 2025 ante mayores exportaciones. Un análisis conservador ha resultado en la determinación de un costo de ventas combinado para la empresa de 48% en 2023 y 45% en años futuros.

Los gastos de ventas y administración se estiman en un 51% del total de ventas en 2023 y 43% en los años siguientes, estimación basada en el comportamiento histórico. Es importante mencionar que estos podrían fluctuar en base a la cantidad de exportaciones y a las estrategias de control de gastos que pueda adoptar la compañía. Los gastos financieros obedecen a las proyecciones de estructura de pasivos necesaria para financiar el crecimiento previsto en las actividades de la compañía que se analiza más adelante.

La utilidad neta de 2023 sobrepasaría USD 5 millones en 2023, cifra que es causada principalmente por la venta de propiedades de inversión que incrementaron significativamente los otros ingresos operacionales, lo que permitiría alcanzar un ROE promedio que compara favorablemente con posibles inversiones alternativas de riesgo similar. En 2024 y 2025 se evidenciaría una utilidad neta menor a la histórica ante el crecimiento de la estructura operativa y los gastos financieros de cada año. El EBITDA alcanzaría un monto cercano a USD 1,18 millones en 2023 y llegaría a alrededor de hasta USD 3 millones en 2025, permitiendo una cobertura de gastos financieros de 0,55 en 2023, 1,36 en 2024 y 1,63 en 2025.

Los activos fluctuarían de acuerdo con los niveles de cartera y de inventarios. Se estiman 135 días de cobro, lo que llevaría a niveles de cartera similares a los de 2021. Las cuentas por cobrar a relacionadas se mantendrían en torno a USD 10 millones, compuestas principalmente por préstamos. Los inventarios disminuirían ligeramente comparado con el nivel de agosto 2023 ante mayores exportaciones esperadas por la compañía, y se considera un promedio de 1.200 días de existencias en 2023 y 1.000 días en 2025.

El pasivo de la compañía seguiría concentrado en la deuda con costo, aunque esta podría tener un comportamiento a la baja en los siguientes años. Gran parte de la deuda con instituciones financieras de corto plazo fue cancelada con los flujos recibidos por la venta de propiedades de inversión, por lo que se espera un total de deuda cercano a USD 22 millones en 2023, considerando la colocación total de USD 5 millones de la Tercera Emisión de Obligaciones.

Como resultado de las consideraciones señaladas, el flujo libre de efectivo de actividades de operación arrojaría saldos positivos para 2023 y 2025.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de liquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.
- El ingreso de potenciales productos importados con similares características y menores precios, al igual que el surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y por ende reducción del mercado objetivo, podría afectar al nivel de ventas. Para mitigar un posible impacto la empresa realiza análisis de mercado para proveer de productos competitivos y con precios ajustados al mercado objetivo.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente inventarios y cuentas por cobrar comerciales. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía al ser éstos un 47,16% del total de activos. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene, así como la trayectoria de buena relación comercial, considerando que los principales clientes son cadenas nacionales.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene CARVAGU S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 8,12 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 18,04% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es representativo si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, existiría un efecto negativo en los flujos de la empresa.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A B C	10.000.000	1.080 1.440 1.800	6,00% 6,50% 7,00%	Semestral, 1 año de gracia	Semestral Semestral Semestral
Saldo Vigente (agosto 2023)	Clase A: USD 5.250.000 Clase B: USD 2.625.000 Total: USD 7.875.000					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos captados se destinarán en un 70% para la cancelación de pasivos con costo reduciendo cargas financieras, y con el 30% restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa (materias primas), pago a proveedores, pago de impuestos, pago de sueldos y salarios y pago a empresas y personas no vinculadas.					
Estructurador financiero	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)					
Representantes de obligacionistas	Valoraciones Técnicas Valoratec S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en una razón mayor o igual a 1,25. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento anual referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los obligacionistas. 					
Resguardos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ■ Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior. ■ No disminuir la cuenta por pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión. ■ Fianza solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5 millones. 					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc
Presidente Ejecutivo