

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 179/2024 del 31 de julio de 2024

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2024

Analista: Econ. Pamela Olalla

[pamela.olalla@classrating.ec](mailto:pamela.olalla@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

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

### Segunda Revisión

**Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00042185 emitida el 01 de septiembre de 2023**

## Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 179/2024 del 31 de julio de 2024 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. por un monto de cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

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

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

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

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

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

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

### Sobre el Emisor:

- CARVAGU S.A., tiene su giro de negocio en la venta de productos farmacéuticos, naturales, suplementos alimenticios y cosméticos de calidad, creados a través de la investigación, innovación y tecnología, con infraestructura adecuada y personal altamente calificado.
- Los productos elaborados en los laboratorios de CARVAGU S.A. se comercializan tanto en el mercado nacional como en el extranjero. La empresa cerró el año 2023 con un 23,53% en ventas al exterior, mientras que para mayo de 2024 las exportaciones se ubicaron en un 22,36% de las ventas totales (76,47% y 77,64% en ventas locales en ese mismo orden).

- CARVAGU S.A. posee un laboratorio dotado de tecnología del más alto nivel, en base a los lineamientos de BPM (Buenas Prácticas de Manufactura) y con altos estándares de calidad a lo largo de los procesos de producción en él realizados, además cuenta con tres plantas industriales, en la vía a la Costa (línea farmacéutica natural), en Pascuales (línea cosmética) y en Chongón (suplementos alimenticios). Lo que contribuye a que la compañía elabore productos confiables y de verificada efectividad, que compiten directamente con los productos de otras empresas conocidas dentro del sector farmacéutico.
- Los principales ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual se desenvuelve CARVAGU S.A., lo que representa una ventaja competitiva en el *know how* del negocio.
- Los ingresos de la compañía registraron una tendencia decreciente desde USD 14,30 millones al cierre de 2022 a USD 13,47 millones en el año 2023, debido a la situación política, económica y la inseguridad que atraviesa el país, ya que muchos de sus clientes de cobertura comenzaron a cerrar sus negocios por las vacunas, además, los clientes Vip no cumplieron con los acuerdos comerciales ya que ellos también se vieron afectados por la baja en sus ventas. Sin embargo, esta situación no repercutió de manera drástica en los resultados de CARVAGU S.A. ya que se incrementaron sus exportaciones, lo cual está ayudando de cierta manera a equilibrar la disminución de las ventas locales. Para los periodos interanuales los ingresos continúan disminuyendo (USD 5,91 millones en mayo de 2023 y USD 5,68 millones en mayo de 2024), sin embargo, la compañía registra pedidos en firme de aproximadamente USD 4,00 millones para exportar en los próximos meses, por lo cual, la administración de la compañía espera que siga incrementando el rubro de exportaciones.
- Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales hasta el año 2022, generando un margen operativo positivo, que significó el 25,14% en 2021 y un 24,24% en 2022. Mientras que, para diciembre de 2023 se registró una pérdida operacional que representó el 26,59% de los ingresos, debido al importante incremento en sus costos de ventas (+136,67%). Al 31 de mayo de 2024 el margen operativo se recupera, arrojando cifras positivas (30,66% de los ingresos), como efecto de la reducción de sus gastos operativos (-4,81% de los ingresos en mayo de 2023).
- Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó una utilidad neta que significó el 4,07% de los ingresos al cierre de 2022 y un 15,44% en diciembre de 2023. Este último resultado obedece al registro de otros ingresos no operacionales por USD 15,03 millones, generados por la venta de propiedades de inversión. Al 31 de mayo de 2024, la utilidad antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta representó el 10,80% de los ingresos.
- Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, (excepto en el año 2023, cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo).
- Para el año 2023, los activos totales decaen a USD 48,69 millones, luego de haber registrado USD 49,93 millones en diciembre de 2022, debido a la disminución de propiedades de inversión. Mientras que para mayo de 2024, los activos crecen a USD 52,99 millones como efecto del aumento en efectivo y equivalentes, inventarios y anticipo a proveedores.
- Al 31 de mayo de 2024, la cartera por vencer más la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 80,93% del total de la cartera (73,46% a diciembre de 2023); mientras que la cartera vencida más de 30 días representó el 19,07% (26,54% en diciembre de 2023), cuya mayor representación se ubicó en el rango de más de 90 días (6,80%). En términos generales la estructura de la cartera muestra una mejoría frente a diciembre de 2023; sin embargo, los niveles mencionados podrían derivar en un posible riesgo de incobrabilidad, en caso de que la misma se deteriore a otras bandas.
- Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el 2022, a un 74,97% en diciembre de 2023 y 75,85% en mayo de 2024, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo financió el 52,70% de los activos (49,30% en diciembre de 2023).
- El patrimonio financió un 22,86% de los activos en diciembre de 2022, un 25,03% en diciembre de 2023 y un 24,15% en mayo de 2024, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron las ganancias acumuladas con el 16,79% de los activos (14,00% en diciembre de 2023).
- El capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios durante el periodo analizado (USD 2,10 millones), y financió el 3,96% de los activos en mayo de 2024 (4,31% en diciembre de 2023).

- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre la unidad a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 2 veces, lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 15 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 5'000.000,00.
- Mediante escritura pública, con fecha 19 de julio de 2023, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con AVALCONSULTING CÍA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.
- Con fecha 24 de octubre de 2023, METROVALORES Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 30 de mayo de 2024 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones).
- Al 31 de mayo de 2024, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 5,00 millones, dado que el primer dividendo vence el 24 de abril de 2025.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
  - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
    - ❖ Al 31 de mayo de 2024, la compañía cumplió con los resguardos mencionados en los incisos anteriores.
- CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento **anual** referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.
  - ❖ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con el resguardo mencionado.
- CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN, administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país.
  - ✓ Al 31 de mayo de 2024, el aporte a un fondo de inversión aún no había sido constituido; sin embargo, según informó la empresa, ya se encuentra registrada como partícipe y la transferencia respectiva se realizará a fines del mes de julio de 2024.
- Con fecha 31 de mayo de 2024, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 30,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 24,69 millones. Dicho valor genera una cobertura de 4,94 veces sobre el saldo de capital de la emisión, determinando de esta manera que la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que las cifras mayo de 2024 fueron comparadas con las proyecciones del segundo trimestre de 2024, haciendo la calificadora constar su avance.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos y la industria en general.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Demoras en los procesos internos de desaduanización de las entidades del estado, de los productos importados por la compañía podría generar a su vez retrasos en la entrega de productos a los clientes.
- Ingreso de productos importados con similares características y con menores precios
- Cambios en regulaciones jurídicas o sanitarias que puedan afectar los productos de CARVAGU S.A. o su operación
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los productos farmacéuticos.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con CARVAGU S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.

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

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

- Un riesgo que podría mermar la calidad de documentos y cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.

- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con las pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- El efectivo y equivalentes de efectivo que respalda la emisión tiene el riesgo de que, si la empresa deja de operar normalmente, la empresa pudiera sufrir de iliquidez y no disponer de efectivo.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a efectivo y equivalentes de efectivo tendrían un alto grado de liquidación y dependen únicamente de que se repongan o mantengan, mientras que, al referirnos a documentos y cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

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

La empresa registró dentro de la garantía general al 31 de mayo de 2024, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

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

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

## Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

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

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Actas de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión

- Prospecto de oferta pública.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 de CARVAGU S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 31 de mayo de 2023 y al 31 de mayo de 2024.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser líquidos.

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

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

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

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

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

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **Aspectos Generales de la Emisión**

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 15 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 5'000.000,00.

Mediante escritura pública, con fecha 19 de julio de 2023, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con AVALCONSULTING CÍA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.

## CUADRO 1: EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tercera Emisión de Obligaciones – CARVAGU S.A.				
Emisor	CARVAGU S.A.			
Capital a Emitir	USD 5'000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Tipo de Emisión	Desmaterializada, con valor nominal múltiplo de USD 1,00.			
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.			
Tipo de Oferta	Pública			
Monto	El monto colocado por cada Clase será de acuerdo a la solicitud del Mercado, al momento de la colocación de la emisión.			
Clase, plazo, tasa	Clase	Plazo	Tasa de Interés	
	Clase D	1,080 días	Fija anual del 8,00%	
	Clase E	1,440 días	Fija anual del 8,50%	
	Clase F	1,800 días	Fija anual del 9,00%	
Agente Estructurador y colocador	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)			
Tipo de Garantía	Garantía General conforme lo dispone el art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	En un 100% para financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa (materias primas), pago a proveedores, pago de impuestos, pago de sueldos y salarios y pago a empresas y personas no vinculadas.			
Fecha de la Emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de cada clase.			
Representante de Obligacionistas	AVALCONSULTING CÍA. LTDA.			
Pago Intereses	Clase D: contendrá 6 cupones de intereses, se pagarán cada 180 días Clase E: contendrá 8 cupones de intereses, se pagarán cada 180 días Clase F: contendrá 10 cupones de intereses, se pagarán cada 180 días			
Forma de Cálculo	Base comercial 30/360			
Amortización de Capital	Clase D: El capital se pagará en 4 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase E: El capital se pagará en 6 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase F: El capital se pagará en 8 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días.			
Sistema de Colocación	Bursátil			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: 1. 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. 2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.			
Resguardo Adicional	CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado por el Representante de Obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la Emisión de Obligaciones. Este fondo se mantendrá disponible durante la vigencia de la Emisión de Obligaciones, y CARVAGU S.A., se compromete a reponer el valor del mismo las veces que fuere necesario.			
Límite de Endeudamiento	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.			

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

## Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2024)

Con fecha 01 de septiembre de 2023, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la III Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 5'000.000,00, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00042185, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado

de Valores el 07 de septiembre de 2023. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión venció el 01 de junio de 2024.

## Colocación de los Valores

Con fecha 24 de octubre de 2023, METROVALORES Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 30 de mayo de 2024 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones). Las colocaciones se realizaron en las clases D y E, no hubo colocaciones en la Clase F.

## Saldo de Capital

Al 31 de mayo de 2024, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 5,00 millones, dado que el primer dividendo vence el 24 de abril de 2025.

## Garantías y Resguardos

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

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

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

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

✓ Al 31 de mayo de 2024, la compañía cumplió con los resguardos mencionados en los incisos anteriores.

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

## Resguardo Adicional

CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado por el Representante de Obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la Emisión de Obligaciones. Este fondo se mantendrá disponible



durante la vigencia de la Emisión de Obligaciones, y CARVAGU S.A., se compromete a reponer el valor del mismo las veces que fuere necesario.

- ✓ Al 31 de mayo de 2024, el aporte a un fondo de inversión aún no había sido constituido; sin embargo, según informó la empresa, ya se encuentra registrada como partícipe y la transferencia respectiva se realizará a fines del mes de julio de 2024.

## Límite de Endeudamiento

Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), la compañía CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de 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.

- ✓ Al 31 de diciembre de 2023 el emisor cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 2: RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	dic-23	may-24	Cumple
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,26	SÍ
Activos depurados / Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	-	3,41	SÍ
Pasivos afectos al pago de intereses / Activos totales	Hasta el 80%	49,30%	-	SÍ

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

## Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por CARVAGU S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, al 31 de mayo de 2024 el activo total de la compañía alcanzó la suma de USD 52,99 millones, de los cuales el 85,99% corresponde a activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 3: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN. MAYO 2024

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	3.048.242	6,69%
Exigibles	12.105.949	26,57%
Realizables	24.988.506	54,84%
Otros activos	5.423.434	11,90%
<b>TOTAL</b>	<b>45.566.131</b>	<b>100,00%</b>

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías

nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>1</sup>.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 30,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 24,69 millones. Dicho valor genera una cobertura de 4,94 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Tercera Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de mayo de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,24 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (MAYO 2024)

Descripción	USD
Total Activos	52.991.962
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	1.160.448
(-) Activos Gravados	7.425.831
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	221.181
(-) Derechos Fiduciarios <sup>3</sup>	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>4</sup>	5.750.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	7.571.749
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup>	-
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>30.862.752</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión</b>	<b>24.690.202</b>
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	5.000.000
<b>Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>6,17</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>4,94</b>

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

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de mayo de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de la emisión ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,88 veces<sup>6</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de mayo de 2024, la empresa ha otorgado garantías por USD 7,43 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 45,57 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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

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

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

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

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

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

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación representa el 42,00% del 200% del patrimonio al 31 de mayo de 2024, y el 83,99% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO. MAYO 2024

Descripción	USD
Patrimonio	12.798.806
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>25.597.613</b>
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	5.750.000
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	5.000.000
<b>Total Emisiones Vigentes</b>	<b>10.750.000</b>
<b>Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio</b>	<b>42,00%</b>
<b>Saldo Emisiones / Patrimonio</b>	<b>83,99%</b>

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

## Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

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

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

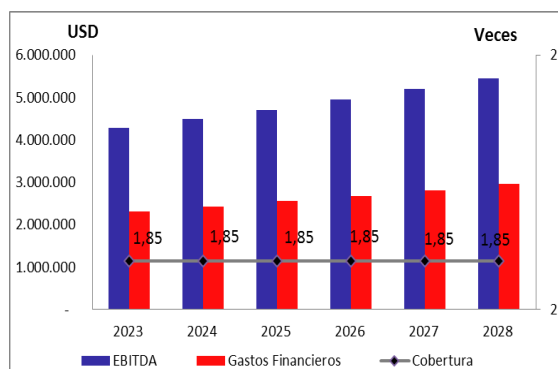
La estructuración financiera prevé un aumento del 12,00% en ventas para el año 2023, en comparación con el ejercicio previo de 2022. Posteriormente, para los años siguientes (2024-2028) se espera una tasa de crecimiento del 5,00%. Por su parte, los costos de ventas representarían el 31,76% de los ingresos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

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

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

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

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

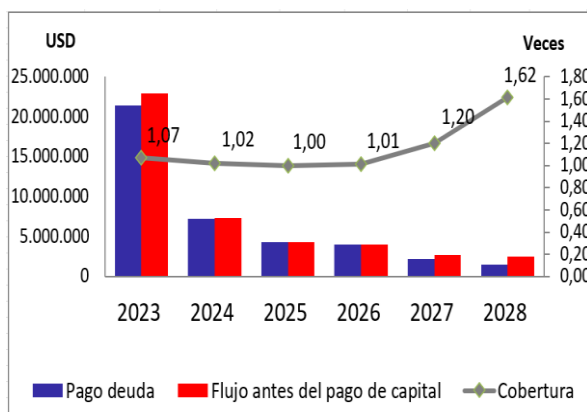
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia considera las actividades de operación, el mismo que parte de cobros a clientes, y sigue con los pagos a proveedores, pagos operativos y otros cobros y pagos. Posteriormente está el flujo correspondiente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

CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

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

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

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

## Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se realizó un análisis comparativo entre el estado de resultados real a mayo de 2024 y lo proyectado a junio del mismo año. De este modo los ingresos registraron un avance del 70,93%, mientras que el costo de ventas lo hizo en un 71,45%, lo que generó una utilidad bruta con una ejecución del 70,68%. Luego de descontar los gastos operativos que significaron el 62,19% del valor proyectado, la compañía obtuvo una utilidad operacional con un cumplimiento de 84,79%. Finalmente, al deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales, la compañía registró un cumplimiento en su utilidad antes de participación e impuestos de 77,45%.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Rubro	Proyectado	Real	Avance
	jun-24	may-24	
Ingresos	8.007.413	5.679.556	70,93%
Costos	2.543.168	1.817.215	71,45%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>5.464.245</b>	<b>3.862.342</b>	<b>70,68%</b>
Gastos Operacionales	3.410.521	2.121.040	62,19%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>2.053.724</b>	<b>1.741.301</b>	<b>84,79%</b>
Gastos Financieros	1.156.595	1.015.558	87,81%
Otros ingresos (egresos)	(105.149)	(112.394)	106,89%
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>791.980</b>	<b>613.349</b>	<b>77,45%</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa al 31 de mayo de 2024, registró un flujo procedente de actividades de operación por un valor de USD 1,37 millones, no registró flujos de actividades de inversión y el flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 0,33 millones, lo que generó un flujo de efectivo y equivalentes al final del periodo, de USD 3,07 millones, monto que significó el 54,01% de los ingresos y el 5,79% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de

estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Riesgo de la Economía

### Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024<sup>7</sup>. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025<sup>8</sup>. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo<sup>9</sup>. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja<sup>10</sup>.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.<sup>11</sup>

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024<sup>12</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en mayo de 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (abr 2024)	38,55%	Inflación mensual (jun- 2024)	-0,95%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2024	2.301,4 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,18%
Reservas Internacionales (millones USD mayo-2024)	6.740,1	Inflación acumulada (jun 2024)	0,70%
Riesgo país, 11 de jul 2024 (puntos)	1.339	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD 14 jul 2024)	82,21	Tasa de Desempleo nacional (may-2024)	3,55%

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

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

<sup>8</sup> <https://revistagestion.ec/noticias/el-banco-mundial-ajusta-la-proyeccion-de-crecimiento-de-ecuador-07-en-2024/>

<sup>9</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

<sup>10</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-macroeconomico-Diciembre-2023.pdf>

<sup>11</sup> <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

<sup>12</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%<sup>13</sup>.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este incremento fue impulsado por una reducción del 3,3% en las importaciones y un aumento positivo en las existencias. Sin embargo, los componentes principales del PIB mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones descendieron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1% y la formación bruta de capital fijo (FBKF) disminuyó un 1,3%.<sup>14</sup>

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión<sup>15</sup>. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía<sup>16</sup>.

El **Riesgo País** registró 1.339 puntos al 11 de julio de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés<sup>17</sup>.

La **calificación de deuda** al 20 de mayo de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para mayo de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "CCC+"<sup>18</sup>, calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para mayo de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.<sup>19</sup>

Hasta mayo de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.026,6 millones, mostrando una reducción de USD 728,7 millones, lo que equivale a un descenso del 6,2% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.<sup>20</sup>

**Las exportaciones totales** en valores FOB hasta mayo de 2024 ascendieron a USD 14.026,9 millones, lo que representa un incremento del 11,1% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 29,5% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 4,4%, alcanzando un valor de USD 9.704,4 millones.

<sup>13</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTIITrim2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2023.pdf)

<sup>14</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTITrim2024.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTITrim2024.pdf)

<sup>15</sup> <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

<sup>16</sup> <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

<sup>18</sup> <https://www.bloomberglia.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

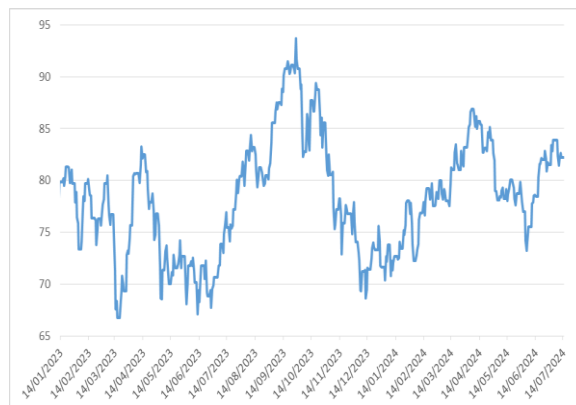
<sup>19</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

<sup>20</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

Hasta mayo de 2024, la **Balanza Comercial** Total mostró un superávit de USD 3.000,3 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.127,3 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 1.664,9 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 1.335,5 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los periodos analizados, cerrando en USD 82,21 por barril el 14 de julio de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo<sup>21</sup>.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



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

La producción promedio diaria de crudo en el Ecuador registró 485 miles de barriles en mayo de 2024, EP Petroecuador registró un promedio de 390,2 miles de barriles y las Compañías privadas de 94,3 miles de barriles, cifras superiores a lo registrado en mayo de 2023 en 1,42% y 5,65% respectivamente. Por su parte las exportaciones de crudo en mayo de 2024 se ubicaron en 11.190 miles de barriles, 13,05% más que en su similar de 2023. De estas exportaciones, el 84,80% fueron exportados por empresas públicas, el 12,24% por el Ministerio de Energía y Minas y el 2,96% por otras compañías<sup>22</sup>.

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambococha, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo esta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.<sup>23</sup>

Hasta junio de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 10.002,12 millones, es decir existió un incremento de 4,09% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta junio de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.628,68 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.353,71 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 558,00 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 276,57 millones.<sup>24</sup>

La **inflación mensual** en junio de 2024 registró una variación de -0,95%, mientras que la variación **anual** fue de 1,18% y la **acumulada** fue de 0,70%. Para junio de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con -0,76%. Y la división de alimentos y bebidas no alcohólicas también tuvo un impacto significativo del -0,15% en el resultado final del IPC.<sup>25</sup>

<sup>21</sup> <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

<sup>22</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2024208.pdf>

<sup>23</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

<sup>24</sup> <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

<sup>25</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Junio/Boletin\\_tecnico\\_06-2024-IPC.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Junio/Boletin_tecnico_06-2024-IPC.pdf)



En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo de 2024, se fijó en USD 536,60<sup>26</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,46 para mayo de 2024<sup>27</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en mayo de 2024, se ubicó en USD 560,81<sup>28</sup>, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 53,11% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,55% en mayo de 2024. La tasa de **empleo adecuado**<sup>29</sup> pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,41% en mayo de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 23,05% en ese mismo orden<sup>30</sup>.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8%. En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>31</sup>, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)<sup>32</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 8,27% para mayo de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,12%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,85%<sup>33</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para mayo de 2024 alcanzó la suma de USD 81.633,80 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.633,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.641,1 millones<sup>34</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a febrero de 2024 se ubicó en USD 42.289 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,60% frente a enero de 2024, en términos anuales la cartera bruta creció un 8,3%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera<sup>35</sup>. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos<sup>36</sup>.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para febrero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 8,3% anual en febrero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales<sup>37</sup>.

<sup>26</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

<sup>27</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

<sup>28</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin\\_tecnico\\_05-2024-IPC.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin_tecnico_05-2024-IPC.pdf)

<sup>29</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

<sup>30</sup> <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>31</sup> El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

<sup>32</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312\\_PobrezayDesigualdad.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezayDesigualdad.pdf)

<sup>33</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasVigentes052024.htm>

<sup>34</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202403.pdf>

<sup>35</sup> <file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf>

<sup>36</sup> <https://www.expresso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor-ritmo-2024-185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicaci%C3%B3n,3.540%20millones%20de%20d%C3%B3lares%20adicionales.>

<sup>37</sup> <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que representó un aumento del 6,8% en comparación con el cuarto trimestre de 2023 (USD 1.496,2 millones), y un incremento del 16,9% respecto al valor contabilizado en el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos<sup>38</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones), resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador<sup>39</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros<sup>40</sup>.

Para abril de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.184,85 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para abril de 2024 fue de USD 11.995,46 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.111,16 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,57% del PIB superando el límite del 40% del PIB<sup>41</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 6.740,05 millones en mayo de 2024)<sup>42</sup>. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad. Esta medida dio como resultado una externalidad positiva para el sector fiscal, pues originó utilidades adicionales por USD 252,9 millones, de los cuales el 70% serán distribuidos en el primer trimestre de 2024<sup>43</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

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

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

CARVAGU S.A., se enorgullece de contar con una amplia presencia en el mercado. No solo opera en Ecuador, sino que también ha expandido las operaciones a otros países, esta expansión ha sido posible gracias al compromiso con la calidad y la efectividad de sus productos. Para respaldar y demostrar su compromiso con la excelencia, cuenta con 200 registros sanitarios a nivel nacional y 163 a nivel internacional.

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>

<sup>39</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

<sup>40</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

<sup>41</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

<sup>42</sup> <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>43</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/el-banco-central-concluye-exitosamente-proceso-de-recomposicion-de-las-reservas-internacionales-del-ecuador>

CUADRO 10: LÍNEAS DE PRODUCTOS

Línea	Marcas
Productos	Alimento
	Cosméticos
	Farmacéuticos
	Natural
	Suplementos
	Otros

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

**Propiedad Administración y Gobierno Corporativo**

Al 31 de mayo de 2024, el capital social de CARVAGU S.A., se mantiene en USD 2,10 millones, el mismo que está conformado por 2.100.000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de valor nominal de un dólar cada una. Adicionalmente se debe indicar que el capital se concentra en el Sr. Carlos Valarezo con el 43,75%.

CUADRO 11: ACCIONISTAS

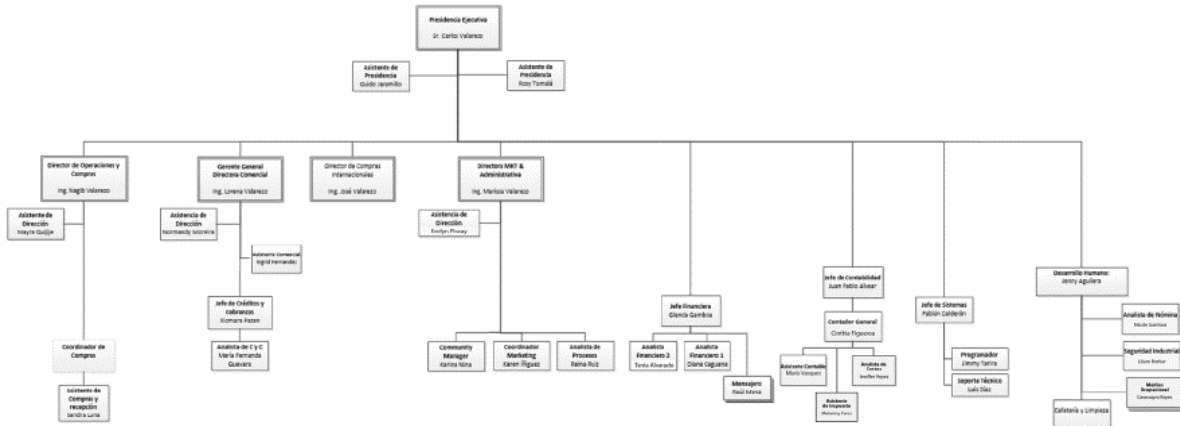
Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
ISNAVA NAVASA S.R.L.	295.302,00	14,06%
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	918.750,00	43,75%
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	295.302,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	295.323,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LORENA	295.323,00	14,06%
<b>Total</b>	<b>2.100.000,00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

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

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

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

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: CARVAGU S.A.

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

CUADRO 12: PRINCIPALES EJECUTIVOS<sup>44</sup>

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

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

## Gobierno Corporativo

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

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

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

## Empleados

Al 31 de mayo de 2024, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 161 empleados (164 empleados en noviembre de 2023), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de la compañía, y se distribuyen en distintas áreas, como comercial y logística (39%), producción (29%), administrativo financiero (17%) y servicios de planta (14%). Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones. Es importante mencionar que el 100% de los colaboradores cuenta con contrato indefinido.

Adicionalmente, CARVAGU S.A. no posee sindicatos ni contratos colectivos y mantiene buenas relaciones con todos sus colaboradores.

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

## Empresas Vinculadas o Relacionadas

CUADRO 13: RELACIONADAS POR ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Compañías Relacionadas	Situación legal
CARVAGU S.A.	Activa
FRABBA S.A.	Activa
IMPORT & EXPORT WORLD LIVE S.A. IMPORTWL	Activa
IMPORTADORA DEGAN S.A.	Activa
IMPORTADORA NAGIB S.A.	Activa
NATURAL HERBS S.A. NATUHERB	Activa
MEDNATCORP S.A.	Activa
PRONATCORP S.A.	Activa

<sup>44</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable

IMPORTMOVA S.A.	Activa
INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	Activa
IMPORFRUIT S.A.	Activa
SERVGLUM S. A.	Activa
LABORATORIOS ABRAHAM S.A. ABRAMLAB	Activa
FASARNEX S.A.	Activa
ISNAVA S.A.	Activa
TS IMPORTACIONES S.A.	Activa
WORLD LIVE DEL ECUADOR WLE S.A.	Activa
EXPORTGREEN SA	Activa
IMPORTMIRAMAR S.A.	Activa
IMPORVARELLANO S.A.	Activa
PRETORIANOS SECURITY CÍAL.TDA.	Activa
CLARV S.A.	Activa
CREDIMEDIC SA	Disolución y liquidación
RECIGUAYAS SA	Disolución y liquidación
MEDICINA TOTAL TOTALMEDICA S.A.	Disolución y liquidación
VALLNATURAL S.A.	Cancelación de la inscripción

Fuente/ Elaboración: CARVAGU S.A.

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clientes<sup>45</sup>

CARVAGU S.A. al ser una compañía retail mantiene una extensa variedad de clientes dentro de su portafolio, lo que reduce la probabilidad de un posible riesgo de concentración en su cartera. El cliente más representativo dentro del total de las ventas a mayo de 2024 representó el 8,93%, los 12 principales sumaron el 63,31%, la diferencia está compuesta por clientes con representaciones individuales por debajo del 3%.

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

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

Según informó la empresa, históricamente las ventas al contado representan el 20,00% del total de las ventas, mientras que las ventas a crédito suman el 80,00%.

Asimismo, se debe indicar que la empresa cerró el año 2023 con un 23,53% en ventas al exterior, mientras que para mayo de 2024 las exportaciones se ubicaron en un 22,36% de las ventas totales (76,47% y 77,64% en ventas locales en ese mismo orden).

Al 31 de mayo de 2024, la cartera por vencer más la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 80,93% del total de la cartera (73,46% a diciembre de 2023); mientras que la cartera vencida más de 30 días representó el 19,07% (26,54% en diciembre de 2023), cuya mayor representación se ubicó en el rango de más de 90 días (6,80%). En términos generales la estructura de la cartera muestra una mejoría frente a diciembre de 2023; sin embargo, los niveles mencionados podrían derivar en un posible riesgo de incobrabilidad, en caso de que la misma se deteriore a otras bandas.

<sup>45</sup> La Compañía posee una adecuada capacidad de negociación con sus clientes.

CUADRO 14: ANTIGÜEDAD DE CARTERA

CARTERA TOTAL	2021	2022	2023	may-24
Por Vencer	36,45%	42,38%	56,83%	57,17%
Vencida de 1 a 30 días	14,06%	6,19%	16,63%	23,76%
Vencida de 31 a 60 días	6,96%	12,18%	11,40%	6,48%
Vencida de 61 a 90 días	0,00%	0,00%	6,79%	5,79%
Vencida más de 90 días	42,53%	39,25%	8,35%	6,80%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

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

La cobertura de la cartera vencida más de 30 días con el nivel de provisiones constituidas fue de 3,30% en mayo de 2024 (2,49% en diciembre de 2023); aspecto que se debe reforzar con el propósito de cubrir adecuadamente la cartera en riesgo de la Compañía.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre el cierre de 2022 y 2023, pues en 2023 la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). A mayo de 2024 la provisión para incobrables se mantiene igual a diciembre de 2023.

## Proveedores

CARVAGU S.A. mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas de prestigio en el mercado nacional e internacional; sin embargo, registra concentración en su estructura, su principal proveedor alcanza el 69,53% del costo de ventas (49,53% en diciembre de 2023); la diferencia corresponde a aquellos con participaciones inferiores al 14,00%.

Al 31 de mayo de 2024, las cuentas por pagar a proveedores vigentes representaron el 45,20% del total de las cuentas por pagar (70,77% en diciembre de 2023), mientras que el 54,80% restante corresponde a cuentas por pagar vencidas (29,23% al cierre del año 2023).

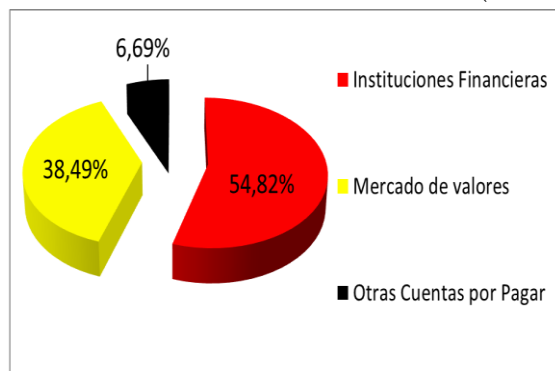
La compañía maneja políticas en sus cuentas por pagar para establecer los lineamientos bajo los que debe ejecutarse las adquisiciones locales de bienes y prestaciones de servicios a través de una adecuada selección de proveedores que cumplan con los términos de objetividad, transparencia, aprovechamiento de las mejores ofertas del mercado en cuanto a calidad y precio. El manejo, control y aprobación de estos pagos está a cargo del departamento compras y financiero. Se destaca que, dada la dispersión de los proveedores sobre los costos de ventas, la compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus proveedores.

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

## Política de Financiamiento

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y, desde el año 2023, por otras cuentas por pagar, mismas que están conformadas por créditos concedidos por terceros. Al 31 de mayo de 2024 la deuda con costo ascendió a USD 27,93 millones y financió el 52,70% de los activos. Se debe acotar que la compañía también financió sus operaciones, pero en menor proporción, con proveedores, en mayo de 2024 el peso de este rubro dentro del activo cerró en 1,61%.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (MAYO 2024)



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

## Políticas de Precios

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

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

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

## Políticas de Inversiones

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

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

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

La empresa cuenta con varias certificaciones:

- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM).** Nature's Garden se ha constituido en una empresa de sólido liderazgo y posicionamiento, convirtiéndose actualmente en un referente excepcional en el mercado de productos naturales y farmacéuticos, gracias a la implementación de exitosas estrategias y alianzas de integración comercial.
- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Almacenamiento (BPA).** CARVAGU S.A. aplica las buenas prácticas de almacenamiento (BPA) para el fiel cumplimiento en distribución, expendio e importación de nuestros

productos farmacéuticos y afines. Con una capacidad instalada y procedimientos operativos destinados a garantizar el mantenimiento de las características y propiedades de los productos.

- ✓ **Certificación Business Alliance for Secure Commerce (BASC).** Alianza empresarial internacional que promueve un comercio seguro en cooperación con gobiernos y organismos internacionales. La iniciativa BASC refleja el compromiso de las empresas por mejorar las condiciones de su entorno.

## Responsabilidad Social y Ambiental

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

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

## Eventos Importantes

- En el mes de febrero de 2023 CARVAGU S.A., generó una operación significativa por la venta de los solares ubicados en la Av. Francisco de Orellana, registrados contablemente como Propiedades de Inversión, por tal transacción la empresa recibió un flujo de USD 15.031.480,00, de lo cual se utilizó un 60% para cancelar pasivos con carga financiera y la diferencia para capital de trabajo.
- CARVAGU S.A. se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar la marca Natures Garden en los países centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU. A nivel local, debido a la inestabilidad política y económica del Ecuador, la empresa ha decidido restringir los gastos en publicidad y otros rubros comerciales, ya que tiene controlado el mercado local.

## Riesgo Legal

Al 31 de mayo de 2024, según información de la página institucional del Consejo de la Judicatura, la Compañía presenta 1 proceso como actor ofendido y 2 en calidad de demandado procesado.

## Liquidez de los títulos

Con fecha 24 de octubre de 2023, METROVALORES Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y, hasta el 30 de mayo de 2024 colocó el 100,00% del total aprobado (USD 5,00 millones).

Al 31 de mayo de 2024 CARVAGU S.A. registra las siguientes emisiones en el Mercado de Valores:

CUADRO 15: EMISIONES REALIZADAS

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado (USD)	Estado
Inscripción Genérica	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00007915	-	-
Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451	10.000.000	Vigente
Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00042185	5.000.000	Vigente

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



## Presencia Bursátil

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

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

Durante el último semestre, diciembre 2023 – mayo 2024, los valores registraron negociaciones únicamente en el mes de diciembre de 2023. Para el resto de meses del semestre la presencia bursátil fue del 0%.

CUADRO 16: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-23	1	1	500.000,00	20	5,00%

Fuente: BOLSA DE VALORES / Elaboración: Class International Rating

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

## Situación del Sector

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

Según el artículo "Productos naturales atraen a más consumidores" de junio de 2024, publicado por la Revista Vistazo<sup>46</sup>, en Ecuador están registrados 77 laboratorios farmacéuticos de productos naturales procesados de uso medicinal y en algunos ya se trabaja con especies nuevas. En las plantas nacionales se explota las propiedades antibióticas, antiespasmódicas, antiulcerosas y antiinflamatorias, entre otras, de diversos productos naturales.

A raíz de la pandemia, continúa el artículo, los consumidores han mostrado mayor interés por consumir productos más naturales. El Estudio Salud del Consumidor en Ecuador, realizado por Euromonitor en 2020, evidenció que desde el COVID-19 las personas se preocupan por prevenir el envejecimiento, incentivar el bienestar cerebral y digestivo, y en mejorar el manejo del estrés y el sistema inmunitario.

El índice de expectativas de la economía (IEE), del mes de mayo de 2024 se situó en 54,6 puntos, lo que significa que las empresas mostraron una mayor confianza con respecto al mes anterior (51,3 puntos). El aumento de la confianza empresarial estaría relacionado con la evolución positiva que registraron dos de los cuatro sectores de los IEE analizados: comercio y servicios. Por el contrario, los sectores de manufactura y construcción disminuyeron en el mes de análisis.<sup>47</sup>

Según un informe del Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca, en el sector manufacturero, las ventas netas experimentaron una contracción anual de -2,8% a abril de 2024 (USD 9.984 millones) respecto de su similar en 2023 (USD 10.286 millones).<sup>48</sup>

<sup>46</sup> <https://www.vistazo.com/enfoque/productos-naturales-atraen-a-mas-consumidores-DN7429599>

<sup>47</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202405.html>

<sup>48</sup> <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2024/06/VFBoletinProduccion-JUNIO-2024.pdf>

Por actividad económica, la manufactura es la segunda más importante, después del comercio, que muestra un repunte en ventas netas de 2,6% a abril de 2024 (USD 31.610 millones) respecto de su similar en 2023 (USD 30.811 millones).<sup>49</sup>

El crecimiento farmacéutico en el Ecuador tiene su origen en las ciudades de Quito, Guayaquil y Cuenca, ciudades que, con el resurgimiento económico, político, social y cultural, avivaron el interés de los distintos empresarios en incursionar en este mercado y expandirse por todo el territorio ecuatoriano.<sup>50</sup>

En la actualidad, los avances tecnológicos, el crecimiento poblacional y las necesidades demográficas han reforzado el cambio en la gestión y operación de la farmacia ecuatoriana, que integra personal especializado no sólo en áreas químicas o farmacológicas, sino también en la gestión de recursos, operatividad y comercialización. Por consiguiente, el sector farmacéutico en el Ecuador se encuentra regulado constitucionalmente por el Estado, que permite la administración independiente y regulada por empresas o personas particulares especializadas en este giro de negocio.

Es así que el sector farmacéutico también está en innovación y la inteligencia artificial ofrece una amplia gama de recursos en este sector, debido a que aporta al desarrollo de medicamentos, diagnósticos, prevención o tratamiento de enfermedades; además, en el área comercial, siendo un eje de aporte en el posicionamiento o ventaja competitiva.<sup>51</sup>

Alrededor del 40% de los medicamentos usados en la actualidad se basan en productos naturales. Se están realizando nuevos estudios en este campo, por ejemplo, sobre genómica e inteligencia artificial, y cada vez hay más empresas especializadas en hierbas medicinales, productos naturales, salud, bienestar y los viajes relacionados con estos temas.

La orientación del tipo de productos que comercializa CARVAGU S.A. coloca a esta empresa dentro de las alternativas de medicina natural, la tendencia del mercado se ha inclinado a una mayor demanda de productos naturales que ayuden a mejorar la salud y bienestar de las personas, es por esto que los productos de mayor demanda son los multivitamínicos, antioxidantes y productos para combatir el estrés, así también como productos que contengan vitamina C, A y D, y productos para quemar grasa y reducir el apetito. La diferencia de precio entre los medicamentos naturales y los químicos es quizá uno de los factores determinantes para que haya clientes fieles de este tipo de medicina.

La industria de productos cosméticos, otro segmento al cual está dirigida la actividad de la compañía, se refiere a aquellas sustancias que se orientan a limpiar el cuerpo humano y mantener la piel en condiciones saludables.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: La necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para cada uno de los productos, registros sanitarios, fijación de precios, los cuales son sometidos a una revisión y control por las entidades pertinentes, la necesidad de profesionales especializados y con experiencia en las actividades desarrolladas por la compañía, la necesidad de fuertes inversiones de capital en infraestructura y tecnología, patentes y licencias, distribución y almacenamiento, nuevos productos y publicidad, etc., el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el *Know how* necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

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

<sup>49</sup> <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2024/06/VFBoletinProduccion-JUNIO-2024.pdf>

<sup>50</sup> file:///D:/Downloads/ERUDITUS+V5-NUM2-2024-9-37.pdf

<sup>51</sup> file:///D:/Downloads/ERUDITUS+V5-NUM2-2024-9-37.pdf

## Expectativas

Las expectativas de la industria farmacéutica se centran en la introducción y mejora de nuevas tecnologías, en base a la proporción personalizada del tratamiento. Estos tratamientos, adaptados a los genes del paciente, podrían revolucionar el tratamiento de enfermedades crónicas y raras.

La inteligencia artificial ha demostrado ser una herramienta valiosa para identificar objetivos terapéuticos y acelerar el desarrollo de fármacos, y se espera que continúe desarrollándose. Los algoritmos seguirán evolucionando, aumentando la precisión y la eficiencia de la investigación, así también el desarrollo de la personalización de la atención sanitaria a una escala global sin precedentes.

El año 2024 presenta un horizonte lleno de oportunidades y desafíos para la industria farmacéutica. Para navegar con éxito en este panorama, las empresas deben adoptar estrategias que no sólo respondan a las tendencias actuales, sino que también anticipen las futuras.<sup>52</sup>

## Posición Competitiva de la Empresa

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

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

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

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

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

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

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

<sup>52</sup> <https://cercal.cl/envinculo/industria-farmaceutica-2024/>

CUADRO 17: FODA

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>Personal consciente y comprometido</li> <li>Personal capacitado en su actividad</li> <li>Reconocimiento de la marca</li> <li>Custodia de la mercadería y circuito de monitoreo video grabado</li> <li>Alta dirección comprometida con el SG.</li> <li>Cumplimiento de requisitos legales</li> <li>Estrategias Comerciales con asociados de negocio</li> <li>Certificación BASC</li> <li>Confianza de actuales y nuevos Clientes por la actual Certificación BASC.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Costos altos en los procesos productivos</li> <li>Costos altos en el sistema de distribución y exportación</li> <li>Auditorías a Asociados de negocios</li> <li>Retraso en el abastecimiento de inventario de empaque</li> <li>Posición geográfica de la planta de fabricación.</li> </ul>
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>Demanda de diversificación de productos suplementos en el mercado internacional.</li> <li>Facilidades de préstamos por entidades financieras a las empresas</li> <li>Aperturas de mercados internacionales.</li> <li>Reactivación económica de los países por mejora en la situación pandémica.</li> <li>Nuevas alianzas estratégicas con Asociados de Negocios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Regulaciones más estrictas</li> <li>Narcotráfico-Contaminación de la carga</li> <li>Mayores requisitos legales</li> <li>Competencia desleal</li> <li>Delincuencia organizada</li> <li>Desabastecimiento de Contenedores</li> <li>Hackeo de la información</li> <li>Retrasos de pagos de clientes</li> <li>Incremento de la inseguridad del país.</li> <li>Disminución de la demanda.</li> </ul>

Fuente/Elaboración: CARVAGU S.A.

## Riesgo operacional

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

Entre los principales riesgos a los que está expuesta la compañía de acuerdo a la actividad que desempeña, se encuentra la posibilidad de que se presenten incendios y otros accidentes propios de trabajo, para lo cual la compañía con la finalidad de mitigar este riesgo creó un departamento de seguridad industrial, que se encarga de monitorear a diario el funcionamiento de maquinarias. Es oportuno indicar que CARVAGU S.A. mantiene asegurados tanto sus laboratorios como las instalaciones correspondientes a las bodegas y plantas procesadoras de materia prima, y materia prima. Para esto CARVAGU S.A. mantiene contratadas pólizas de seguros con vigencia hasta mayo de 2025.

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

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

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

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

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

## Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CARVAGU S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2020, 2021, 2022 y 2023, y Estados de Situación Financiera internos no auditados, al 31 de mayo de 2023 y al 31 de mayo de 2024.

## **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Durante el periodo analizado, los ingresos de CARVAGU S.A., experimentaron una tendencia decreciente pasando de USD 22,09 millones en 2020, a USD 15,06 millones en diciembre de 2021, USD 14,30 millones al cierre de 2022 y USD 13,47 millones en el año 2023.

Entre los factores que afectaron el comportamiento de los ingresos se tiene que: El año 2020 fue un año atípico por la Pandemia, pues, los productos inmunológicos y suplementos tuvieron un volumen en ventas significativo. Por su parte, durante los años 2021 y 2022 debido a la vacunación masiva disminuyeron los ingresos de la compañía, por lo tanto, los productos que tuvieron un auge en el año 2020 empezaron a disminuir su volumen de comercialización, pues los efectos por covid bajaron, sus clientes quedaron sobrestockeados por lo cual disminuyeron los pedidos y posteriormente su facturación fue afectada por las devoluciones que se comenzaron a recibir, además, la contracción económica que sufrió el país debido al paro del mes junio 2022, afectó no solo al sector donde se desenvuelve la compañía sino a nivel general. Finalmente, para el año 2023 la situación política, económica y la inseguridad afectó las ventas de la compañía ya que muchos de sus clientes de cobertura comenzaron a cerrar sus negocios por las vacunas, además, los clientes Vip no cumplieron con los acuerdos comerciales ya que ellos también se vieron afectados por la baja en sus ventas. Sin embargo, esta situación no repercutió de manera drástica en los resultados de CARVAGU S.A. ya que se incrementaron sus exportaciones, lo cual está ayudando de cierta manera a equilibrar la disminución de las ventas locales.

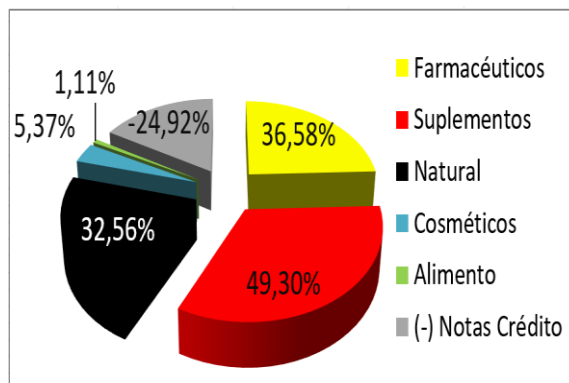
Para los periodos interanuales los ingresos continúan disminuyendo (USD 5,91 millones en mayo de 2023 y USD 5,68 millones en mayo de 2024), sin embargo, la compañía registra pedidos en firme de aproximadamente USD 4,00 millones para exportar en los próximos meses, por lo cual, la administración de la compañía espera que siga incrementando el rubro de exportaciones.

Actualmente, CARVAGU S.A., se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar las marcas NATURES GARDEN en los países Centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU, de acuerdo a lo indicado por la Administración.

La empresa cerró el año 2023 con un 23,53% en ventas al exterior, mientras que para mayo de 2024 las exportaciones se ubicaron en un 22,36% de las ventas totales (76,47% y 77,64% en ventas locales en ese mismo orden).

La línea de productos que lidera las ventas en la compañía son los suplementos, en mayo de 2024 significó el 49,30% del total de ventas (40,38% en diciembre de 2023), le sigue la línea de farmacéuticos y natural con el 36,58% y 32,56%, respectivamente (44,01% y 38,11% en diciembre de 2023), dentro de las principales. Sus principales canales de venta o distribución son los autoservicios, distribuidores, mayoristas, ventas en línea, tiendas naturistas y exportación.

GRÁFICO 6: VENTAS POR PRODUCTO (MAYO 2024)



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

El costo de ventas, que en su composición estuvo conformado principalmente por costos de suministros, materiales y repuestos, entre otros, presentó un comportamiento fluctuante en cuanto a su peso dentro de los ingresos ordinarios, pues pasó de significar el 48,12% en 2020 a 30,12% en 2021 y 31,76% en diciembre de 2022. Para diciembre de 2023, la participación del costo de ventas sobre los ingresos sube a un inusual 79,78% debido al incremento en el costo indirecto de fabricación derivado del mantenimiento de las maquinarias de producción, que se realiza cada 5 años. Los resultados mencionados, arrojaron un margen bruto que pasó de 69,88% de los ingresos en diciembre de 2021 a 68,24% en 2022 y 20,22% en 2023.

Para los periodos interanuales, el costo de ventas disminuye su participación sobre los ingresos, pasando de representar el 47,42% en mayo de 2023 a 32,00% en mayo de 2024, lo que generó un margen bruto creciente, cuyo peso pasó de significar el 52,58% de los ingresos en mayo de 2023 a un 68,00% en mayo de 2024.

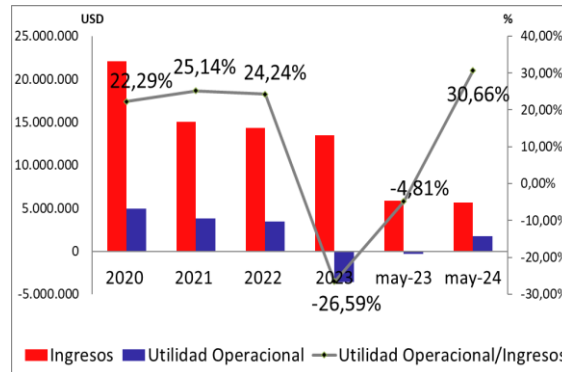
Por su parte, los gastos operacionales, que estuvieron compuestos de sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales, publicidad, y otros gastos, pasaron del 44,73% de los ingresos en 2021 a 44,00% en diciembre de 2022 y 46,81% en el año 2023. Para mayo de 2024 disminuyeron a 37,35% de los ingresos, luego de significar el 57,39% en mayo de 2023, lo que demuestra mayor eficiencia en la administración de sus recursos.

Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales hasta el año 2022, generando un margen operativo positivo, que significó el 22,29% de los ingresos en 2020, un 25,14% en 2021 y un 24,24% en 2022, en este último corte, la utilidad operacional registra una contracción del 8,48% en términos nominales, tendencia atada al comportamiento en sus ventas.

Para diciembre de 2023 la compañía registró una pérdida operacional que significó el 26,59% de los ingresos, debido al incremento significativo que sufrieron sus costos de ventas (+136,67%).

Al 31 de mayo de 2024 el margen operativo se recupera, arrojando cifras positivas (30,66% de los ingresos), como efecto de la reducción de sus gastos operativos (-4,81% de los ingresos en mayo de 2023).

**GRÁFICO 7: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



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

Los gastos financieros, con una tendencia creciente, pasaron de representar el 12,08% de los ingresos ordinarios en 2021 a un 14,44% en 2022 y un 15,79% en 2023, comportamiento que está atado al desempeño de sus obligaciones con costo. Para mayo de 2024 los gastos financieros representaron el 17,88% de los ingresos ordinarios (10,20% en mayo de 2023), conducta que responde al crecimiento de su deuda financiera.

Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó una utilidad neta con un comportamiento variable durante el período analizado, pues luego de significar el 7,85% de los ingresos en 2020 pasó a 7,98% para diciembre de 2021, 4,07% al cierre de 2022 y 15,44% de los ingresos en diciembre de 2023. Este último resultado obedece al registro de otros ingresos no operacionales por USD 15,03 millones, generados por la venta de propiedades de inversión<sup>53</sup>.

Al 31 de mayo de 2023, la utilidad al final del ejercicio arrojó un porcentaje inusualmente alto frente a lo registrado históricamente (171,15% de los ingresos) lo que estuvo influenciado por el registro de otros ingresos no operacionales derivados de la venta de unas propiedades de inversión. Para mayo de 2024, la utilidad antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta representó el 10,80% de los ingresos.

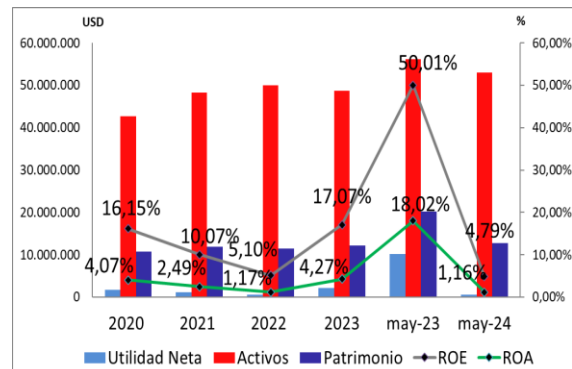
**Indicadores de Rentabilidad y Cobertura**

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

**CUADRO 18 / GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO**

Ítem	2020	2021	2022	2023
ROA	4,07%	2,49%	1,17%	4,27%
ROE	16,15%	10,07%	5,10%	17,07%

Ítem	may-23	may-24
ROA	18,02%	1,16%
ROE	50,01%	4,79%



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

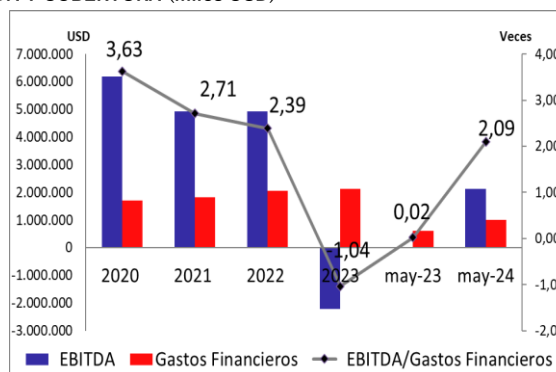
<sup>53</sup> Con fecha 02 de febrero de 2023 se realizó la venta de terrenos y edificios entre CARVAGU S.A. y HOMECENTERS ECUATORIANOS S.A.S. por un monto de USD 15,03 millones, dicha venta fue aprobada previamente por la Junta de Accionistas realizada el 30 de septiembre de 2022.

Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, siempre mayor a 1 (excepto en el año 2023, cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo). Al 31 de mayo de 2024 el EBITDA (acumulado) significó el 37,44% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros fue de 2,09 veces.

CUADRO 19, GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA (miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
EBITDA	6.185	4.928	4.935	-2.211
Gastos Financieros	1.706	1.819	2.066	2.128
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	3,63	2,71	2,39	-1,04

Ítem	may-23	may-24
EBITDA	13	2.126
Gastos Financieros	602	1.016
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,02	2,09



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

## Capital Adecuado Activos

Los activos mostraron un comportamiento variable en el periodo analizado, crecieron de USD 42,63 millones en el año 2020 a USD 49,93 millones en diciembre de 2022, lo que estuvo determinado por el incremento en sus inventarios. Mientras que para el año 2023, los activos totales decaen a USD 48,69 millones debido a la disminución de propiedades de inversión. Finalmente, para mayo de 2024, los activos nuevamente crecen a USD 52,99 millones como efecto del aumento en efectivo y equivalentes, inventarios y anticipo a proveedores. Es relevante mencionar que, el 50% de la materia prima que utiliza la compañía es importada, por lo tanto, CARVAGU S.A. decidió abastecerse de la misma en caso de una posible alza en los precios internacionales o problemas logísticos como lo que sucedió con la crisis de los contenedores.

Al analizar la estructura de los activos se denotó que históricamente los activos corrientes fueron los que prevalecieron, es así que pasaron de 75,02% de los activos totales en el año 2022 a 78,66% en diciembre de 2023 y 80,32% en mayo de 2024. Para este último corte estuvieron representados mayormente por inventarios con el 47,16% del total de activos (48,70% en diciembre de 2023), seguido por cuentas por cobrar a relacionadas<sup>54</sup> con el 14,29% (16,18% al cierre de 2023), cuentas por cobrar clientes con el 8,61% (8,63% en diciembre de 2023), efectivo y equivalentes de efectivo con el 5,75% (2,63% en diciembre de 2023) y anticipo a proveedores<sup>55</sup> con un 2,68% (1,62% a diciembre de 2023), mismos que corresponden en su mayoría a anticipo por importaciones de materia prima, además de anticipo a proveedores locales para la transformación de materia prima utilizados en el proceso productivo de CARVAGU S.A. como efecto de la planificación de pedidos en el exterior.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, pues para este último año la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). A mayo de 2024 la provisión para incobrables se mantiene igual que lo registrado en diciembre de 2023 (USD 27.752,00).

Los activos no corrientes representaron el 24,98% de los activos totales en diciembre de 2022, mientras que en diciembre de 2023 lo hicieron en un 21,34% y un 19,68% en mayo de 2024, siendo sus cuentas más relevantes para este último periodo, propiedad, planta y equipo, (conformada en su gran mayoría por edificios, instalaciones, maquinaria y equipos y construcciones en curso) con el 9,30% de los activos (9,52% en el año

<sup>54</sup> Entre las principales compañías relacionadas se encuentran Frabba S.A., Import and Export World Live S.A., Inmobiliaria del Río S.A. INMORIO entre otras.

<sup>55</sup> Existe un incremento del 80,61% en anticipo a proveedores entre diciembre de 2023 y mayo de 2024; en este último corte, los anticipos realizados a proveedores relacionados representaron el 75,47% del total.



2023), le sigue la cuenta propiedades de inversión<sup>56</sup> que corresponde a terrenos ubicados en Mucho Lote y Chongón, con el 4,71% (5,13% en el año 2023), activos por derecho de uso<sup>57</sup> con el 2,73% (3,43% en 2023), que corresponde a las oficinas administrativas en Quito, y activos intangibles y diferidos con el 2,19% (2,39% en 2023), entre los principales rubros.

## Pasivos

Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el 2022, un 74,97% en diciembre de 2023 y 75,85% en mayo de 2024, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo financió el 52,70% de los activos (49,30% en diciembre de 2023).

En cuanto a su estructura, se evidencia que los pasivos de tipo no corriente tuvieron mayor peso en el financiamiento de los activos, fondeando el 35,84% en diciembre de 2023 y el 41,33% en mayo de 2024; la cuenta más representativa en este último corte es cuentas por pagar relacionadas de largo plazo<sup>58</sup> con el 15,63% de los activos (17,01% en diciembre de 2023), le sigue obligaciones con el mercado de valores con el 11,98% (5,65% en 2023) y préstamos con instituciones financieras que participaron con el 9,39% de los activos (10,22% en 2023), entre los principales rubros.

Los pasivos corrientes por su parte financiaron el 39,13% de los activos en diciembre de 2023 y el 34,52% en mayo de 2024; en este último corte, obligaciones bancarias<sup>59</sup> de corto plazo constituyen la cuenta contable más representativa, financiando el 19,50% de los activos totales (22,34% en diciembre de 2023), le siguen obligaciones con el mercado de valores con el 8,30% (9,04% en diciembre de 2023) y pasivos por arrendamiento<sup>60</sup> que significó el 2,86% (3,55% en diciembre de 2023).

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y, desde el año 2023, otras cuentas por pagar, donde constan créditos concedidos por terceros. Al 31 de mayo de 2024 ascendió a USD 27,93 millones y permitió el financiamiento del 52,70% de los activos (USD 24,00 y 49,30% de los activos en diciembre de 2023).

Se debe indicar que a mayo de 2024 la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 69,49% y 218,21%, respectivamente.

## Patrimonio

El patrimonio financió un 22,86% de los activos en diciembre de 2022, un 25,03% en diciembre de 2023 y un 24,15% en mayo de 2024, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron las ganancias acumuladas con el 16,79% de los activos (14,00% en diciembre de 2023), de lejos le sigue la utilidad del ejercicio con el 1,16% (4,27% en diciembre de 2023), el capital social con 3,96% (4,31% en diciembre de 2023) y la reserva legal con el 2,24% (2,44% en diciembre de 2023).

Se debe indicar que el capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 2,10 millones).

Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo. Finalmente, la Junta

<sup>56</sup> La cuenta Propiedades de Inversión disminuye en 66,02% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, debido a la venta de los solares en febrero de 2023 a HOMECENTER.

<sup>57</sup> Entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, la cuenta de activos por derecho de uso se incrementó en más de 2.000%, debido a la aplicación de la NIIF 16 (reconocimiento del activo por contrato celebrado en enero 2023 por arriendo de las oficinas administrativas por 6 años).

<sup>58</sup> Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2023, estos saldos corresponden principalmente a valores por pagar a largo plazo al Sr. Calor Valarezo Guzman – Presidente, por el concepto de la venta de la marca HEPALIVE a Grupofarma del Ecuador S.A por un total de USD 7.797.934.

<sup>59</sup> Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2023, estos préstamos están garantizados con propiedades del presidente de la Compañía, planta productora y el Centro de Distribución Nacional.

<sup>60</sup> Entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, pasivos por arrendamiento se incrementó de manera significativa debido a la aplicación de la NIIF 16 (reconocimiento del activo por contrato celebrado en enero 2023 por arriendo de las oficinas administrativas por 6 años).

General tendrá las atribuciones que le confiere la Ley de compañías, especialmente en todo lo relacionado al reparto de las utilidades, reservas, derechos y obligaciones de los accionistas

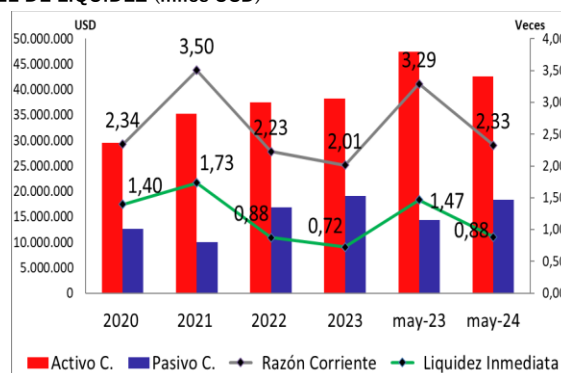
## Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 2 veces, lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo. Esto derivó además en un capital de trabajo positivo que significó el 45,80% de los activos en mayo de 2024 (39,53% en 2023).

CUADRO 20, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	29.561	35.246	37.456	38.299
Pasivo Corriente	12.619	10.060	16.826	19.053
Razón Circulante (veces)	2,34	3,50	2,23	2,01
Liquidez Inmediata (veces)	1,40	1,73	0,88	0,72

Ítem	may-23	may-24
Activo Corriente	47.408	42.564
Pasivo Corriente	14.408	18.293
Razón Circulante (veces)	3,29	2,33
Liquidez Inmediata (veces)	1,47	0,88



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

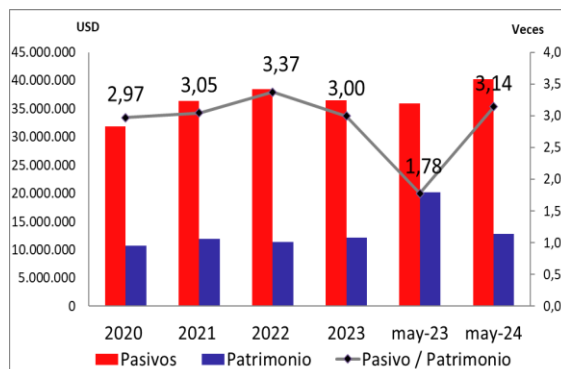
## Indicadores de Eficiencia

Conforme revelan los indicadores de eficiencia, el crédito que la compañía recibe de sus proveedores no es suficiente para financiar el crédito que otorga a sus clientes, pues existe un desfase de aproximadamente 300 días en diciembre de 2023 (290 días en diciembre de 2022). Por otro lado, al considerar los días de inventario, el desfase crece a aproximadamente a 1.105 días en 2023 (2.077 días en diciembre de 2022), periodo para el cual la empresa utiliza fuentes de financiamiento diferentes a proveedores.

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre la unidad a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros. En mayo de 2024, esta relación se ubicó en 3,14 veces (3,00 veces en diciembre de 2023).

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), demostró que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 7,88 años en mayo de 2024. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 5,47 años a mayo de 2024.

## Contingentes

Al 31 de mayo de 2024, CARVAGU S.A. mantiene varias obligaciones como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto en total representa el 10,00% de sus activos.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>61</sup>

Hasta junio de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 16 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 3 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 13 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 78,70 millones, valor que representó el 23,62% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 333,24 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 70,82%, mientras que las titularizaciones representaron el 5,56% del total del monto autorizado.

<sup>61</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

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

Cuenta	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.688.679	3.376.716	1.662.443	6.137.468	1.279.309	3.048.242
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	12.772.363	13.538.453	12.918.160	14.583.201	12.081.275	12.133.700
Provisión cuentas incobrables	(264.406)	(270.179)	(278.566)	(17.616)	(27.751)	(27.752)
Inventarios	11.688.305	17.658.096	22.237.679	24.433.300	23.711.650	24.988.506
Otros Activos Corrientes	675.627	942.841	916.473	2.271.805	1.254.822	2.420.961
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>29.560.568</b>	<b>35.245.927</b>	<b>37.456.189</b>	<b>47.408.159</b>	<b>38.299.305</b>	<b>42.563.659</b>
Propiedad, planta y equipo neto	4.820.152	4.376.350	4.453.103	4.404.226	4.636.660	4.930.520
Otros Activos No Corrientes	8.247.496	8.671.816	8.017.702	4.299.863	5.752.475	5.497.783
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>13.067.648</b>	<b>13.048.166</b>	<b>12.470.805</b>	<b>8.704.089</b>	<b>10.389.135</b>	<b>10.428.303</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>42.628.216</b>	<b>48.294.093</b>	<b>49.926.994</b>	<b>56.112.248</b>	<b>48.688.440</b>	<b>52.991.962</b>
<b>PASIVOS</b>						
Préstamos Instituciones financieras	8.188.789	5.887.181	10.511.223	6.117.972	10.877.605	10.334.494
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	4.250.000	4.250.000	4.399.940	4.399.940
Proveedores locales y del exterior	450.074	706.846	494.584	1.744.031	804.897	854.906
Otros Pasivos Corrientes	3.980.110	3.466.422	1.570.253	2.296.146	2.970.420	2.703.312
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>12.618.973</b>	<b>10.060.449</b>	<b>16.826.060</b>	<b>14.408.148</b>	<b>19.052.862</b>	<b>18.292.653</b>
Préstamos Instituciones financieras	9.397.168	9.597.841	7.174.575	6.987.164	4.974.725	4.974.725
Cuentas por pagar relacionada LP	9.259.428	8.624.428	8.280.347	8.280.347	8.280.347	8.280.347
Otros Pasivos No Corrientes	619.392	8.075.855	6.233.063	6.222.341	4.195.048	8.645.431
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>19.275.988</b>	<b>26.298.124</b>	<b>21.687.985</b>	<b>21.489.852</b>	<b>17.450.120</b>	<b>21.900.503</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>17.585.957</b>	<b>23.085.022</b>	<b>27.685.798</b>	<b>23.105.136</b>	<b>24.002.330</b>	<b>27.928.674</b>
Deuda Financiera C/P	8.188.789	5.887.181	14.761.223	10.367.972	15.277.545	14.734.434
Deuda Financiera L/P	9.397.168	17.197.841	12.924.575	12.737.164	8.724.785	13.194.239
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>31.894.961</b>	<b>36.358.573</b>	<b>38.514.045</b>	<b>35.898.000</b>	<b>36.502.982</b>	<b>40.193.156</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000
Reserva Legal	832.673	1.006.005	1.130.311	1.188.538	1.188.537	1.188.538
Ganancias y Pérdidas acumuladas	6.067.259	7.627.249	7.600.374	6.816.684	6.816.686	8.896.920
Utilidad/Perdida neta del ejercicio	1.733.323	1.202.266	582.264	10.109.026	2.080.235	613.349
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>10.733.255</b>	<b>11.935.520</b>	<b>11.412.949</b>	<b>20.214.247</b>	<b>12.185.458</b>	<b>12.798.806</b>

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

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

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
<b>Ventas</b>	<b>22.090.304</b>	<b>15.063.756</b>	<b>14.301.228</b>	<b>5.906.556</b>	<b>13.473.584</b>	<b>5.679.556</b>
Costo de ventas	10.630.438	4.537.919	4.542.094	2.801.040	10.749.770	1.817.215
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>11.459.866</b>	<b>10.525.837</b>	<b>9.759.134</b>	<b>3.105.516</b>	<b>2.723.814</b>	<b>3.862.342</b>
Total Gastos Operacionales	6.536.482	6.738.604	6.292.985	3.389.883	6.306.430	2.121.040
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>4.923.384</b>	<b>3.787.233</b>	<b>3.466.149</b>	<b>(284.367)</b>	<b>(3.582.616)</b>	<b>1.741.301</b>
Gastos Financieros	1.705.853	1.819.398	2.065.677	602.488	2.128.092	1.015.558
Otros ingresos / egresos netos	(119.617)	(193.617)	(256.937)	10.995.880	6.650.057	(112.394)
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>3.097.914</b>	<b>1.774.218</b>	<b>1.143.535</b>	<b>10.109.026</b>	<b>939.349</b>	<b>613.349</b>
15% participación de trabajadores	(464.687)	(266.133)	0	0	0	0
Impuesto a la Renta	(899.904)	(305.819)	(561.271)	0	1.140.886	0
<b>UTILIDAD/PERDIDA NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>1.733.323</b>	<b>1.202.266</b>	<b>582.264</b>	<b>10.109.026</b>	<b>2.080.235</b>	<b>613.349</b>

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

## ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Gastos Operacionales / Ingresos	29,59%	44,73%	44,00%	57,39%	46,81%	37,35%
Utilidad Operacional / Ingresos	22,29%	25,14%	24,24%	-4,81%	-26,59%	30,66%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	7,85%	7,98%	4,07%	171,15%	15,44%	10,80%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	284,04%	315,01%	595,29%	-2,81%	-172,22%	283,90%
Utilidad / capital permanente	14,06%	5,92%	3,60%	151,39%	17,32%	8,93%
Utilidad Operativa / capital permanente	39,93%	18,65%	21,46%	-4,26%	-29,82%	25,35%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-6,90%	-16,10%	-44,13%	108,77%	319,68%	-18,32%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	98,42%	151,33%	354,77%	5,96%	102,30%	165,58%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	16,15%	10,07%	5,10%	50,01%	17,07%	4,79%
Rentabilidad sobre Activos	4,07%	2,49%	1,17%	18,02%	4,27%	1,16%
Utilidad operacional / activos operacionales	18,90%	12,56%	10,56%	-1,67%	-10,60%	11,14%
Resultados operativos medidos / activos totales	11,55%	7,84%	6,94%	-1,22%	-7,36%	7,89%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	2,34	3,50	2,23	3,29	2,01	2,33
Liquidez Inmediata	1,40	1,73	0,88	1,47	0,72	0,88
Capital de Trabajo	16.941.595	25.185.478	20.630.129	33.000.011	19.246.443	24.271.006
Capital de Trabajo / Activos Totales	39,74%	52,15%	41,32%	58,81%	39,53%	45,80%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	6.184.592	4.927.728	4.935.383	12.665	-2.211.293	2.126.198
EBITDA anualizado	6.184.592	4.927.728	4.935.383	3.405.144	-2.211.293	5.102.874
Ingresos	22.090.304	15.063.756	14.301.228	5.906.556	13.473.584	5.679.556
Gastos Financieros	1.705.853	1.819.398	2.065.677	602.488	2.128.092	1.015.558
EBITDA / Ingresos	28,00%	32,71%	34,51%	0,21%	-16,41%	37,44%
EBITDA/Gastos Financieros	3,63	2,71	2,39	0,02	-1,04	2,09
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,28	0,16	0,13	-0,03	-0,15	0,15
EBITDA / Deuda total	0,35	0,21	0,18	0,15	-0,09	0,18
Flujo libre de caja / deuda total	0,39	0,26	0,59	0,76	1,02	0,71
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,44	27,63	7,33	7,66	-2,11	11,25
Gastos de Capital / Depreciación	2,02	0,16	0,64	1,50	1,02	1,18
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	2,97	3,05	3,37	1,78	3,00	3,14
Activo Total / Capital Social	20,30	23,00	23,77	26,72	23,18	25,23
Pasivo Total / Capital Social	15,19	17,31	18,34	17,09	17,38	19,14
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	2,84	4,68	5,61	6,79	-10,85	5,47
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,16	7,38	7,80	10,54	-16,51	7,88
Deuda Financiera / Pasivo	55,14%	63,49%	71,88%	64,36%	65,75%	69,49%
Deuda Financiera / Patrimonio	163,85%	193,41%	242,58%	114,30%	196,98%	218,21%
Pasivo Total / Activo Total	74,82%	75,29%	77,14%	63,98%	74,97%	75,85%
Capital Social / Activo Total	4,93%	4,35%	4,21%	3,74%	4,31%	3,96%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	46,56%	25,50%	53,32%	44,87%	63,65%	52,76%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	25,18%	24,71%	22,86%	36,02%	25,03%	24,15%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	211	328	330	373	327	323
Duración de Existencias (días)	401	1.420	1.787	1.317	805	2.076
Plazo de Proveedores	15	57	40	94	27	71

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