

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO – CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 014/2024, del 31 de enero de 2024

Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2023

Analista: Ing. Juliana Pacheco

juliana.pacheco@classrating.ec

www.classinternationalrating.ec

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. es una compañía que se dedica a la construcción de viviendas unifamiliares o multifamiliares, de casas de interés social o bajo costo, y de edificios en general, lotizaciones, parcelaciones y urbanización de terrenos, de hoteles, de proyectos de desarrollo urbano y de playas de turismo, entre otras obras de infraestructura en general.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-0000010, emitida el 02 de enero de 2019.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 014/2023 del 31 de enero de 2024 decidió otorgar la calificación de “D” a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., por un monto de tres millones quinientos mil dólares (USD 3.500.000,00).

Categoría D: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. es una compañía que se dedica a la ejecución de obras civiles tales como la construcción de viviendas unifamiliares o multifamiliares, casas de interés social o bajo costo, y de edificios en general; promoción y construcción de bienes inmuebles; construcción de lotizaciones, parcelaciones y urbanización de terrenos, de hoteles, entre otras.
- CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. además de las labores de construcción, también participa en forma activa como promotora de los proyectos en los que participa y realiza sus ventas mediante personal propio (vendedores) y en algunos casos mediante free lance.

- Las principales líneas de negocio de la empresa son: Construcción: Desarrollo de obras civiles para construcción de inmuebles, y, Promoción: Comercialización de los inmuebles que generalmente están aportados a un fideicomiso, en el cual participa la constructora ya sea como constructor y/o gerente de proyecto y/o gerente comercial.
- Para el año 2021 los ingresos crecen levemente a USD 1,89 millones (+1,71%) frente a su año previo, como efecto de la flexibilización de las actividades para las diferentes industrias. Mientras que, para diciembre de 2022, disminuyen a USD 1,76 millones, debido a menores ingresos por ventas de sus bienes inmuebles. Para los periodos interanuales los ingresos continúan decreciendo, pues luego de ubicarse en USD 1,22 millones en noviembre de 2022, pasaron a USD 0,99 millones en noviembre de 2023, lo que significó una contracción del 18,43%; estuvieron conformados por honorarios por construcción y venta de villas, principalmente.
- Con excepción de los años 2020 y 2021, la Compañía estuvo en capacidad de generar utilidad operativa. En el año 2022 su peso dentro de los ingresos ordinarios alcanzó el 4,75% (4,68% en diciembre de 2019); para los periodos interanuales esta pasó de significar el 16,44% en noviembre de 2022 a USD 27,77% en noviembre de 2023.
- La compañía generó una utilidad neta que no superó el 2,50% en su representación sobre los ingresos en cortes anuales, en diciembre 2021 significó el 0,55% de los ingresos ordinarios y el 2,33% en diciembre de 2022. Para noviembre de 2023, la compañía registró un margen neto positivo que representó el 17,94% de los ingresos, valor porcentual significativamente superior al reportado en su similar de 2022, cuando representó el 0,41% de los ingresos. Pese a la contracción del 18,43% en ventas, los resultados se fortalecen gracias a la gestión en sus costos y gastos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía, presentó una evolución acorde al desempeño de su margen operacional, pasó de representar el 7,17% de los ingresos en el año 2019 a 1,24% en 2020, 6,59% en diciembre de 2022 y 30,03% en noviembre de 2023. En el año 2021, la compañía registró un EBITDA (acumulado) negativo, dado que los ingresos obtenidos no fueron suficientes para cubrir los costos y gastos generados ocasionando una pérdida operativa. Analizando la cobertura del EBITDA (acumulado) sobre los gastos financieros generados en los cortes anuales, se debe indicar que, la Compañía estuvo en capacidad de brindar una cobertura aceptable únicamente en el año 2019, en los demás ejercicios económicos esta fue insuficiente. En los cortes interanuales (noviembre 2022 y noviembre 2023), la relación EBITDA (acumulado)/gastos financieros superó la unidad.
- Los activos totales de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. tuvieron una tendencia variable, pues pasaron de USD 31,61 millones en 2021, a USD 34,02 millones en diciembre de 2022 y USD 33,41 millones en noviembre de 2023, en este último corte la conducta estuvo determinada por el decremento en sus cuentas por cobrar relacionadas y otras cuentas por cobrar¹.
- La estructura de financiamiento de la compañía estuvo determinada por recursos de terceros, es así que los pasivos pasaron de financiar el 75,91% de los activos en diciembre de 2021 a un 77,49% en el año 2022 y un 76,55% en noviembre de 2023, siendo sus principales cuentas, las obligaciones con costo (corto y largo plazo) y anticipo clientes.
- La deuda financiera que se encuentra conformada por obligaciones con el mercado de valores e instituciones financieras y no financieras pasó de financiar el 42,89% de los activos en 2022 a un 37,98% en noviembre de 2023, en este último corte significó el 49,61% del pasivo y el 161,92% del patrimonio.
- Durante el periodo analizado el patrimonio de la compañía presentó ligeros crecimientos en términos monetarios, sin embargo, en su financiamiento dentro del activo se mantuvo en un nivel relativamente estable pasó de 24,09% (USD 7,62 millones) en el año 2021 a un 22,51% (USD 7,66 millones) en el año 2022 y 23,45% (USD 7,84 millones) de los activos en noviembre de 2023.
- Es importante indicar que el capital social de la compañía se mantuvo invariable en un monto de USD 0,25 millones y su representación sobre los activos fue inferior al 1,00% durante el periodo analizado. Lo que determina la necesidad de la compañía por inyectar recursos frescos en su operación.
- Para todos los ejercicios económicos analizados la Compañía presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, así mismo el capital de trabajo se presentó positivo, durante el período sujeto de análisis.
- Durante el periodo analizado, el indicador de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) fue superior a 2,00 veces, evidenciando que la compañía financia su operación fundamentalmente con recursos de terceros. Para noviembre de 2023 esta relación se ubicó en 3,26 veces (3,44 veces en diciembre de 2022).

¹ Corresponde a anticipo de proyectos

- De acuerdo con información reportada por el Servicio de Rentas Internas (SRI), la compañía registra deudas en firme, y por facilidades de pago. Mientras que en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), posee obligaciones patronales en mora. Así mismo, registra operaciones vencidas, en demanda judicial y cartera castigada en el sistema financiero regulado por la SB.
- La cuenta efectivo y equivalente de efectivo ha venido decreciendo a lo largo del tiempo y representa menos del 0,20% sobre los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa. Para noviembre de 2023 el efectivo y equivalentes significó apenas el 0,01% de los activos (0,08% en diciembre de 2022).
- Los auditores externos independientes, en su informe sobre los estados financieros de la Compañía correspondientes al año 2021, emitieron su opinión con salvedades. La base para dicha opinión hace referencia a la falta de respuesta en confirmación de saldos por parte de la Institución Financiera del exterior BANCO EFG, confirmación de abogados al 31 de diciembre de 2021 impidiendo concluir sobre la posible existencia de litigios, contingencias y demás situaciones de tipo legal que pudiera tener la compañía, y además la falta de envío del cálculo actuarial sobre sus obligaciones con los empleados al 31 de diciembre de 2021.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., reunida en Guayaquil el 18 de mayo de 2018, resolvió autorizar que la compañía realice la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 3,50 millones.
- Posteriormente, con fecha 08 de junio de 2018, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., en calidad de Emisor, conjuntamente con ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.
- Con fechas 23 de junio de 2021 y 05 de julio de 2021, la Asamblea de Obligacionistas de la compañía CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. aprobaron por unanimidad modificar las características originales de la Emisión de Obligaciones, con este antecedente, el 14 de julio de 2021 se suscribe la reforma al contrato de la Emisión de Obligaciones.
- Con fecha 24 de enero de 2019, Casa de Valores ADVFIN S.A. inició con la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de agosto de 2019 logro colocar el 100% del total aprobado (USD 3,50 millones).
- Al 30 de noviembre de 2023, el saldo capital pendiente de pago registró la suma de USD 0,46 millones.
- La calificadora ha tomado en conocimiento, a través de comunicados emitidos por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. y el Representante de Obligacionistas, que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantuvo valores pendientes de pago correspondientes a los dividendos programados el 24 de julio de 2023 y el 24 de octubre de 2023. Posteriormente, estos fueron cancelados con sus respectivos intereses de mora. Así mismo mantiene valores pendiente de pago del dividendo que venció el 24 de enero de 2024, no obstante, este fue reestructurado.
- La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - Al 30 de noviembre de 2023, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.

- El emisor se compromete a mantener durante el período 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.
 - Al 30 de noviembre de 2023, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Al 30 de noviembre de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 11,73 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 9,38 millones, cifra que genera una cobertura de 20,52 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Las cifras para noviembre de 2023 fueron comparadas con las proyecciones realizadas para diciembre de 2023 respectivamente, por lo que la calificadora hizo 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:

- Factores externos, políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los servicios ofertados por la compañía y se vea disminuido el rubro de sus ingresos.
- La operación de la compañía se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno en donde factores como el incremento en los precios de los materiales de construcción e incluso otros relacionados directamente con los proyectos en los cuales trabaja la compañía, tales como situaciones económicas adversas de los sub - contratantes, podrían reducir la demanda de los servicios que ésta presta, demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.
- El incumplimiento de los plazos o condiciones especiales de los proyectos en construcción, conforme lo estipulado en cada contrato, podría generar multas o demorar su pago, lo cual podría acarrear presión sobre su caja y efectivo.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con CONSTRUCTORA COVIGÓN C.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 cuenta efectivo y equivalente de efectivo ha venido decreciendo a lo largo del tiempo y representa menos del 1,00% sobre los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa. Para noviembre de 2023, el efectivo y equivalentes representó el 0,01% de los activos.
- Los problemas tributarios de deudas en firme con el Servicio de Rentas Internas y las obligaciones patronales en mora con el IESS que afronta la compañía se constituyen en un riesgo digno de mención, los que de no solucionarse en un corto plazo, podrían afectar la operación y la continuidad de las actividades y negocios de la empresa.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos) u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- 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 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:

Primero se debe establecer que los activos libres de gravamen que respaldan la emisión son: el efectivo y equivalentes del efectivo e inventarios libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Los inventarios que respaldan la emisión podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, por lo cual, el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de proveedores, por lo que su comercialización se vería afectada.
- El inventario podría verse afectado por imposición medidas arancelarias y regulatorias por parte del Gobierno que impida o restrinja la importación de los productos que comercializa la compañía.
- El inventario que respalda la emisión, si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones, no obstante, para contrarrestar este riesgo la compañía trabaja con estrictos controles de su inventario y realiza además estudios de mercado.
- 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 al 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 en caja bancos.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a efectivo y equivalentes del efectivo tendrían un alto grado de liquidación y dependen únicamente de que se repongan o mantengan. Por su parte el inventario 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:

Al 30 de noviembre de 2023, la compañía registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estas 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.

No obstante, según certificación emitida por la empresa, no se contempla cuentas por cobrar a relacionadas dentro de los activos que respaldan la emisión.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.
- Contrato Escritura Pública de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de la Compañía CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.
- Modificación de las condiciones de la Emisión de Obligaciones.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., así como los Estados de Situación Financiera y los Estados de Resultados Integrales, internos no auditados, con notas financieras, al 30 de noviembre de 2022, 31 de diciembre de 2022 y 30 de noviembre de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el 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.
- Informe del Representante de Obligacionistas.

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

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

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

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

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., conformada por el 100,00% de sus accionistas, reunida en Guayaquil el 18 de mayo de 2018, resolvió autorizar que la compañía realice la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 3,50 millones.

Posteriormente, con fecha 08 de junio de 2018, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., en calidad de Emisor, conjuntamente con ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas y Casa de Valores ADFIN S.A. como Agente Colocador, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.

Con fechas 23 de junio de 2021 y 05 de julio de 2021, la Asamblea de Obligacionistas de la compañía CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. aprobaron por unanimidad modificar las características originales de la Emisión de Obligaciones, con este antecedente, el 14 de julio de 2021 se suscribe la reforma al contrato de la Emisión de Obligaciones, a continuación sus características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO - CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.				
Emisor	CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.			
Capital a Emitir	USD 3'500.000,00			
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Valores	Desmaterializados. Con valor nominal mayor o igual a USD 1,00.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés	Clase	Plazo	Tasa	
	A	1.800 días	9,00% anual fija nominal	
	B	1.800 días	8,00% anual fija nominal	
	C	2.160 días	9,00% anual fija nominal	
Pago del Capital	Trimestralmente			
Forma de cálculo del Intereses	Base comercial 30/360			
Pago de intereses	Cada 90 días			
Fecha de Inicio	Fecha en la que se realice la primera colocación de la Emisión.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de underwriting			
Redención Anticipada	No contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Garantía Específica	La emisión contará con la garantía específica consistente en un Fideicomiso de garantía denominado "Fideicomiso Primera Emisión Covigón".			
Destino de los recursos a captar	Los recursos captados servirán en un 30% para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas locales y con el 70% restante, financiar el desarrollo del proyecto inmobiliario Punta Esmeralda, ubicado en el kilómetro 13,5 de la vía a la Costa, en la ciudad de Guayaquil.			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Sistema de colocación	Bursátil			
Agente Colocador	Casa de valores Advfin S.A.			
Agente Estructurador Financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.			
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y 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. <p>Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</p>			
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 CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. se compromete a mantener durante el período 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: Contrato de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presenta las tablas de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones conforme con la última reestructuración:

CUADROS 2, 3 y 4: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A						CLASE B					
PAGO	FECHA	CAPITAL	INTERÉS	DIVIDENDO	SALDO DE CAPITAL	PAGO	FECHA	CAPITAL	INTERÉS	DIVIDENDO	SALDO DE CAPITAL
					1.666.330						526.316
1	24/04/2019	104.146	33.327	137.472	1.562.184	1	24/04/2019	26.316	10.526	36.842	500.000
2	24/07/2019	104.146	31.244	135.389	1.458.038	2	24/07/2019	26.316	10.000	36.316	473.684
3	24/10/2019	104.146	29.161	133.306	1.353.893	3	24/10/2019	26.316	9.474	35.789	447.368
4	24/01/2020	104.146	27.078	131.223	1.249.747	4	24/01/2020	26.316	8.947	35.263	421.053
5	24/04/2020	-	12.497	12.497	1.249.747	5	24/04/2020	-	4.211	4.211	421.053
6	24/07/2020	-	22.912	22.912	1.249.747	6	24/07/2020	-	7.895	7.895	421.053
7	24/10/2020	147.540	39.575	187.115	1.102.208	7	24/10/2020	37.281	13.158	50.439	383.772
8	24/01/2021	147.540	22.044	169.584	954.668	8	24/01/2021	37.281	7.675	44.956	346.491
9	24/04/2021	147.540	19.093	166.633	807.128	9	24/04/2021	37.281	6.930	44.211	309.211
10	24/07/2021	-	18.160	18.160	807.128	10	24/07/2021	37.281	6.184	43.465	271.930
11	24/10/2021	-	18.160	18.160	807.128	11	24/10/2021	30.702	5.439	36.140	241.228
12	24/01/2022	-	18.160	18.160	807.128	12	24/01/2022	30.702	4.825	35.526	210.526
13	24/04/2022	-	18.160	18.160	807.128	13	24/04/2022	26.316	4.211	30.526	184.211
14	24/07/2022	147.540	18.160	165.700	659.589	14	24/07/2022	26.316	3.684	30.000	157.895
15	24/10/2022	121.503	14.841	136.344	538.086	15	24/10/2022	26.316	3.158	29.474	131.579
16	24/01/2023	121.503	12.107	133.610	416.582	16	24/01/2023	26.316	2.632	28.947	105.263
17	24/04/2023	104.146	9.373	113.519	312.437	17	24/04/2023	26.316	2.105	28.421	78.947
18	24/07/2023	104.146	7.030	111.175	208.291	18	24/07/2023	26.316	1.579	27.895	52.632
19	24/10/2023	104.146	4.687	108.832	104.146	19	24/10/2023	26.316	1.053	27.368	26.316
20	24/01/2024	104.146	2.343	106.489	-	20	24/01/2024	26.316	526	26.842	0
	Total	1.666.330	378.114	2.044.443			Total	526.316	114.211	640.526	

CLASE C					
PAGO	FECHA	CAPITAL	INTERÉS	DIVIDENDO	SALDO DE CAPITAL
					1.307.355
1	24/04/2019	65.368	26.147	91.515	1.241.987
2	24/07/2019	65.368	24.840	90.207	1.176.619
3	24/10/2019	65.368	23.532	88.900	1.111.251
4	24/01/2020	65.368	22.225	87.593	1.045.884
5	24/04/2020		10.459	10.459	1.045.884
6	24/07/2020	-	19.610	19.610	1.045.884
7	24/10/2020	92.604	20.918	113.522	953.279
8	24/01/2021	92.604	19.066	111.670	860.675
9	24/04/2021	92.604	17.214	109.818	768.071
10	24/07/2021		17.282	17.282	768.071
11	24/10/2021		17.282	17.282	768.071
12	24/01/2022		17.282	17.282	768.071
13	24/04/2022		17.282	17.282	768.071
14	24/07/2022	92.604	17.282	109.886	675.467
15	24/10/2022	76.262	15.198	91.460	599.204
16	24/01/2023	76.262	13.482	89.744	522.942
17	24/04/2023	65.368	11.766	77.134	457.574
18	24/07/2023	65.368	10.295	75.663	392.206
19	24/10/2023	65.368	8.825	74.192	326.839
20	24/01/2024	65.368	7.354	72.722	261.471
21	24/04/2024	65.368	5.883	71.251	196.103
22	24/07/2024	65.368	4.412	69.780	130.735
23	24/10/2024	65.368	2.942	68.309	65.368
24	24/01/2025	65.368	1.471	66.839	-
	Total	1.307.355	352.046	1.659.401	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2023)

Mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00000010 del 02 de enero de 2019, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, aprobó y autorizó la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., por un monto de hasta USD 3,50 millones e inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 04 de enero de 2019. El plazo de oferta pública venció el 02 de octubre de 2019.

Posteriormente, con fecha 06 de agosto de 2021, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00006551 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la reforma por concepto de modificación de plazo, tasa de interés y sistemas de amortización para el pago de capital e intereses, respecto a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.

Colocación de los Valores

Con fecha 24 de enero de 2019, Casa de Valores ADVFIN S.A. inició con la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de agosto de 2019 logro colocar el 100% del total aprobado (USD 3,50 millones).

Saldo de Capital

Al 30 de noviembre de 2023, el saldo capital pendiente de pago registró la suma de USD 0,46 millones.

La calificadora ha tomado en conocimiento, a través de comunicados emitidos por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. y el Representante de Obligacionistas, que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantuvo valores pendientes de pago correspondientes a los dividendos programados el 24 de julio de 2023 y el 24 de octubre de 2023. Posteriormente, estos fueron cancelados con sus respectivos intereses de mora.

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:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

- Al 30 de noviembre de 2023, el emisor cumplió con todo lo listado anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

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 CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. se compromete a mantener durante el período 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.

- Al 30 de noviembre de 2023, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.

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

CUADRO 5: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	nov-23	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1,00	1,55	-	Sí
Activos Reales / Pasivos	Mayor o igual a 1,00	-	1,24	Sí
Pasivos afectos al pago de intereses / Activos	No mayor a 80%	-	37,98%	Sí

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez semestral. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de enero, el promedio se calculará en semestres enero-junio y julio-diciembre, según corresponda.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Rubro	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	PROMEDIO
Activos corrientes	24.857	24.706	24.854	24.779	24.701	24.697	
Pasivos corrientes	16.426	16.269	15.922	16.364	15.537	15.550	
Índice Liquidez (Veces)	1,51	1,52	1,56	1,51	1,59	1,59	1,55

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Garantía Específica:

Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "Fideicomiso Primera Emisión Covigón"

Con fecha 01 de octubre de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaría Vigésima del Cantón Guayaquil, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. conjuntamente con AFVP. Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. como Fiduciaria y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas suscribieron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "Fideicomiso Primera Emisión Covigón".

En el siguiente extracto se detallan las principales características del Fideicomiso contenidas en el contrato de constitución:

CUADRO 7: CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL FIDEICOMISO

"FIDEICOMISO PRIMERA EMISION COVIGON"	
Constituyente, Beneficiario del remante, Deudor	CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.
Representante de Obligacionistas, Beneficiario acreedor, Acreedor	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Tipo de Encargo	Fideicomiso de Garantía
Fiduciaria	AFVP, Administradora de Fondos y Fideicomisos ²
Objetivo	El presente Fideicomiso tiene por objeto principal crear un mecanismo de garantía con los bienes transferidos por la Constituyente al Fideicomiso, que caucione el cumplimiento de las obligaciones a favor de los obligacionistas.
Cobertura	Las partes dejan expresamente establecido que la garantía que se constituye con el presente Fideicomiso deberá cubrir como mínimo el ciento veinticinco por ciento (125%) del saldo insoluto del capital de la obligación que se garantiza y en el evento de que exista un exceso en dicha garantía se podrá restituir alguno de los inmuebles fideicomitados, de así solicitarlo la CONSTITUYENTE, siempre y cuando la garantía del Fideicomiso no sea inferior

² La Fiduciaria informará a la Constituyente por escrito de la necesidad de provisión de recursos y el monto requerido. La constituyente dispondrá de un plazo improrrogable de 10 días hábiles, contados a partir de la fecha en que la Fiduciaria así le haya informado, para que efectúe tales desembolsos al Fideicomiso a la cuenta del Fideicomiso designada por la Fiduciaria. En caso de que la Constituyente no proporcione los recursos para el pago, podrá hacerlo el acreedor, a nombre del deudor, acreciendo el monto pagado a las obligaciones que el deudor le adeuda.

	del ciento veinticinco por ciento del saldo del capital de la obligación. Así mismo las partes dejan establecido que la CONSTITUYENTE podrá sustituir la garantía constituida y por ende pedir la restitución de los inmuebles fideicomitidos siempre y cuando otorgue previamente, una garantía bancaria por todo el valor del capital insoluto de la obligación y que se garantiza con el presente Fideicomiso, la cual será renovable por todo el plazo de la operación.
Descripción de los Bienes Inmuebles	La constituyente es legítima propietaria de los siguientes bienes inmuebles: 3.1.1) Lote de terreno ubicado en el sector de San Mateo de la parroquia San Mateo del Cantón Manta, provincia de Manabí, con un área total de 1,7358 hectáreas con código catastral No. 8-01-04-04-000 y ficha registral No. 39343. 3.1.2) Lote de terreno ubicado en la parroquia de San Mateo del cantón Manta, provincia de Manabí, con área total de 10,3438 hectáreas con código catastral No. 8-01-04-03-000 y ficha registral No. 37482. La Constituyente declara que los bienes y/o activos, descritos en la presente cláusula se encuentran en perfecto estado de conservación, uso y goce, en correspondencia a su naturaleza y vocación.

Fuente: Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable / Elaboración: Class International Rating

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil

Se constituye el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado FIDEICOMISO PRIMERA EMISIÓN COVIGÓN, el cual consiste en un patrimonio autónomo, separado e independiente de aquel o aquellos de la constituyente, de la Fiduciaria, del Beneficiario Acreedor, o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria.

Dicho patrimonio autónomo se encuentra integrado inicialmente por dos lotes de terreno que se describen en los numerales 3.1.1 y 3.1.2 de la cláusula tercera, aportado por el Constituyente a través del contrato del Fideicomiso. Posteriormente, la constituyente podrá transferir al Fideicomiso, previo consentimiento del beneficiario acreedor, a título de Fideicomiso mercantil irrevocable, activos o derechos adicionales para que integren el patrimonio autónomo y se destinen al cumplimiento del objeto de este contrato.

Transferencia de Dominio

El constituyente transfiere al Fideicomiso Primera Emisión Covigón, a título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable, el dominio de los bienes que se describen en los numerales 3.1.1 y 3.1.2 de la cláusula tercera que se detalla en el contrato del Fideicomiso.

La constituyente es legítima propietaria de los siguientes bienes inmuebles: 3.1.1) Lote de terreno ubicado en el sector de San Mateo de la parroquia San Mateo del Cantón Manta, provincia de Manabí, con un área total de 1,7358 hectáreas con código catastral No. 8-01-04-04-000 y ficha registral No. 39343., y 3.1.2) Lote de terreno ubicado en la parroquia de San Mateo del cantón Manta, provincia de Manabí, con área total de 10,3438 hectáreas con código catastral No. 8-01-04-03-000 y ficha registral No. 37482.

Instrucciones Fiduciarias

Para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso, la Fiduciaria cumplirá las siguientes instrucciones fiduciarias:

1. Registrar contablemente como propiedad del Fideicomiso Primera Emisión Covigón:
 - i) Los bienes que transfiere en este acto la constituyente;
 - ii) Todos los bienes que la constituyente transfiera al Fideicomiso a futuro, previa aprobación del acreedor; y
 - iii) Aquellos bienes, que se generen en virtud del cumplimiento del objeto de este Fideicomiso.
2. En el caso de que el beneficiario acreedor comunique por escrito a la fiduciaria que el deudor, ha incumplido cualquiera de las obligaciones, la fiduciaria en su calidad de representante legal del Fideicomiso Primera Emisión Covigón cumplirá las siguientes instrucciones:
 - 2.1) Iniciar inmediatamente el procedimiento convencional de enajenación descrito en la cláusula undécima del presente instrumento, por instrucción expresa del acreedor, conforme el procedimiento establecido en dicha cláusula;
 - 2.2) En el caso de que los bienes hayan sido enajenados total o parcialmente a través del procedimiento convencional de enajenación, entregar, por cuenta del deudor, al acreedor como abono a las obligaciones o cancelación de las mismas, el producto de la enajenación y/o cesión del o los bienes, neto de gastos e impuestos del Fideicomiso y de los honorarios de la Fiduciaria debidamente acordado en este instrumento,

- hasta por el valor de las obligaciones que tiene el deudor a favor del acreedor, debiendo retener el saldo en el Fideicomiso y proceder de acuerdo con lo expuesto en el numeral 7.3 de este contrato. Si el producto de la enajenación y/o cesión de los bienes fuere insuficiente para cubrir en su totalidad las obligaciones adeudadas al acreedor, el acreedor recibirá únicamente el monto disponible, una vez pagados los impuestos, gastos del Fideicomiso y los honorarios de la Fiduciaria debidamente pactados en este contrato.
3. Restituir los bienes a la Constituyente, siempre y cuando, dichos bienes no hayan sido previamente enajenados a terceros en cumplimiento de las instrucciones fiduciarias de este Fideicomiso, y/o el remanente de los mismos y cualquier otro bien que hubiera en el patrimonio autónomo, una vez que:
 - i) El acreedor certifique por escrito que el deudor ha cancelado y cumplido totalmente las obligaciones;
 - ii) Se hubieran cancelado todos los pasivos, gastos y tributos del Fideicomiso; y,
 - iii) Se hubieran cancelado en su totalidad los honorarios de la fiduciaria debidamente pactados en este contrato.
 4. Entregar la tenencia, custodia y mantenimiento de los bienes descritos en la sub-cláusula 3.1.1 y 3.1.2 a la constituyente, bajo la figura de comodato precario y bajo su único costo y riesgo que permita a la constituyente utilizar y mantener los bienes para beneficio propio mientras se encuentre vigente el Fideicomiso, y hasta que el presente Fideicomiso sea terminado o que los bienes sean enajenados en virtud del procedimiento convencional de enajenación. Este comodato precario no autoriza a la constituyente a la enajenación de dichos bienes a favor de terceros ni la constituyente podrá ceder los derechos en calidad de comodataria precaria, ni arrendarlos, y dicho comodato precario podrá ser terminado en cualquier momento a pedido del acreedor, siempre que el deudora haya incumplido con las obligaciones garantizadas por el presente Fideicomiso y se haya iniciado el procedimiento convencional de enajenación descrito en la cláusula undécima del presente instrumento.
 5. Cuando existan procesos judiciales o reclamos extrajudiciales, cuyo objeto sea cualquiera de los bienes que conforman el patrimonio autónomo, ejercer las acciones o proponer las excepciones legales, por sí o a través de un procurador judicial de reconocida reputación y experiencia en la materia que se trate, designado por la constituyente, para la defensa en las acciones administrativas, civiles y penales que fueren del caso, previa aprobación del acreedor. Cualquiera de estas situaciones deberá ser informada por la Fiduciaria al beneficiario acreedor y a la constituyente, mediante comunicación cursada en las direcciones que estos hayan señalado en el presente contrato. De no designar la constituyente un Procurador Judicial podrá designarlo el acreedor para la defensa de los bienes.
 6. Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que considere necesarios para cumplir con el objeto de este Fideicomiso, actos y contratos que deberán estar enmarcados en las instrucciones fiduciarias previstas en el presente contrato, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que impidan, dificulten o atrasen su cumplimiento integral.

Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Fideicomiso Primera Emisión Covigón”

Al 30 de noviembre de 2023, el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Fideicomiso Primera Emisión Covigón” registró un total de activos de USD 4.694.132,56 conformados únicamente por propiedad, planta y equipo que corresponde a los dos terrenos aportados al Fideicomiso. Así mismo, el patrimonio se conformó por el aporte de dichos bienes inmuebles, cuyo monto es equivalente al total de activos.

Situación Actual del Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Fideicomiso Primera Emisión Covigón”

En el último informe de Rendición de Cuentas de la Fiduciaria con corte al 31 octubre de 2023³, se concluye dos puntos relevantes:

- El Patrimonio cumple con la cobertura de garantía sobre el capital insoluto que establece el contrato del Fideicomiso.
- El emisor, la compañía CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. ha cumplido con el pago de los dividendos de las obligaciones, a través de transferencias a DECEVALE.

³ El informe se elabora de manera anual.

En el Informe de Gestión del Representante de Obligacionistas a enero 2022 se describe el cumplimiento de varias obligaciones en virtud del Fideicomiso, no obstante, se presenta el incumplimiento del pago de impuestos prediales del año en curso y las expensas de causarse por parte de La Constituyente. El Representante de Obligacionistas menciona que la Fiduciaria ha informado mediante correo el 22 de marzo del 2022, lo siguiente: “La fiduciaria no ha recibido evidencia del pago de los impuestos prediales. La Constituyente ha presentado una impugnación al Municipio de Manta sobre la cual aún no han recibido respuesta, por tanto, se encuentra pendiente de pago los impuestos prediales de los años 2020, 2021 y 2022 de uno de los predios; y, del otro predio se encuentra pendiente el pago de los años 2021 y 2022.” Posteriormente, el 12 de abril de 2022 el emisor dio respuesta sobre este incumplimiento de esta obligación e indicó lo siguiente: “Sobre el inmueble 8-01-04-04-000, una vez que el Municipio de Manta, aprobó el trámite de impugnación en el cálculo del impuesto predial, se procedió a cancelar el impuesto del año 2020. El valor correspondiente al 2021 se cancelará en julio del 2022.” Y “Sobre el inmueble 8-01-04-03-000 se inició el proceso de impugnación del impuesto predial. Debo indicar que el impuesto predial está cancelado hasta el 2019, a espera que se pronuncie el municipio, sobre este trámite y se determine el valor a cancelar.”

Según el Informe de Rendición de Cuentas al 31 de octubre de 2023, se informa que mediante correo del 29 de agosto de 2023 “La Fiduciaria solicitó a la Constructora Covigon remitir los comprobantes de pago de los impuestos prediales de los bienes aportados al Fideicomiso por los años 2021, 2022 y 2023.” En respuesta la Constructora informó que los impuestos prediales no han sido cancelados.

Finalmente, el informe de avalúo realizado por el Ing. Miguel Macías Rivas estableció que los bienes aportados por la Constituyente registran un valor de USD 4.694.132,56, el cual generaría una cobertura del 1026,49% sobre el saldo de capital de la emisión de obligaciones al 30 de noviembre de 2023.

Finalmente, al referirnos a la garantía específica (Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Fideicomiso Primera Emisión Covigón”) 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 y la Fiduciaria estén normalmente operando.

Monto Máximo de la Emisión

La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que, al 30 de noviembre de 2023, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., alcanzó un total de activos de USD 33,41 millones, de los cuales USD 16,89 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 8: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (NOVIEMBRE 2023, Miles USD)

Concepto	Monto	%
Activo Disponible	3	0,02%
Activo Exigible	7.358	43,56%
Activo Realizable	2.852	16,89%
Activo Fijo	117	0,69%
Otros Activos	6.561	38,85%
TOTAL ACTIVOS	16.891	100,00%

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de noviembre de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, 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; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; 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 la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro; 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 complementarias⁴.

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

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 11,73 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 9,38 millones, cifra que genera una cobertura de 20,52 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 30 de noviembre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 36,94 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (NOVIEMBRE 2023)

Descripción	Miles USD
Total Activos	33.408
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	140
(-) Activos Gravados	16.518
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁵	133
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	-
(-) Monto no redimido de Titarizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ⁶	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁷	4.694
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁸	196
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	11.728
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	9.382
Capital Emisión Obligaciones	457
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	25,65
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	20,52

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de noviembre de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,45 veces⁹ sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

⁴ "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."

⁵ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

⁶ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁷ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁸ 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.

⁹ (Activos deducidos – Saldo emisiones vigentes) / (Pasivo - Saldo emisiones vigentes)

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de noviembre de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 16,52 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 16,89 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 30 de noviembre de 2023, el 2,92% del 200% del patrimonio y el 5,84% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 10: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (Noviembre 2023)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	7.835
200% del Patrimonio	15.671
Primera Emisión de Obligaciones	457
Valores en circulación / 200% del Patrimonio	2,92%
Valores en circulación / Patrimonio	5,84%

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	7.417	6.307	12.031	9.570	22.849	6.000
Costo de Ventas	5.502	4.574	9.195	4.945	14.035	4.800
Utilidad Bruta	1.915	1.733	2.836	4.625	8.814	1.200
Gastos Administrativos	1.051	1.136	990	990	1.040	1.040
Utilidad Operacional	864	597	1.846	3.635	7.774	161
Gastos Financieros	129	109	209	166	396	35
Otros ingresos netos	(453)	(385)	(735)	(585)	(1.396)	(96)
Utilidad Antes de Impuestos	282	103	902	2.884	5.982	30
Participación trabajadores	42	15	135	433	897	5
Impuesto a la renta	53	19	169	539	1.119	6
Utilidad Neta	187	68	598	1.912	3.966	20

Fuente: Prospecto Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero determinaron que, para el año 2019 las ventas decrecerían en un 14,96% frente al ejercicio previo de 2018. Posteriormente, se determinó un comportamiento variable de las ventas, pues para los años 2020 y 2022 registrarían una tasa de crecimiento del 90,75% y 138,75% y para los años 2021 y 2023 una tasa de decrecimiento del 20,45% y de 73,74%.

Los costos de ventas significarían en promedio (2018-2023) el 69,37% de los ingresos y los gastos operacionales mantendrían un promedio del 12,11% sobre el total de los ingresos. Resultados que le permitirían a la compañía arrojar un margen operativo positivo para todos los periodos proyectados, que significaría en promedio el 18,52% del total de ingresos.

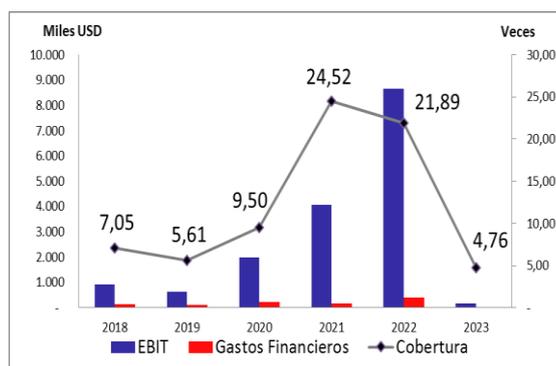
Dentro del modelo se consideran gastos financieros, otros ingresos/gastos neto, participación e impuestos, que después de ser deducidos del margen operativo, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. arrojaría una utilidad neta que pasaría del 2,52% de los ingresos en 2018 al 19,98% en 2021 y 0,33% al cierre de 2023.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el frente a los gastos financieros y deuda financiera que la institución presentaría en los próximos años,

incluyendo los derivados de la presente Emisión. En este sentido, de acuerdo a como se refleja en el gráfico a continuación, existiría de acuerdo a las proyecciones, una cobertura positiva por parte del EBIT frente a los gastos financieros, la misma que pasaría de 0,96 veces en el año 2021 a 0,98 veces en el año 2026, mientras que sobre su deuda financiera, la cobertura sería de 0,35 veces en 2021 y de 0,99 veces en 2026, sin embargo, el Emisor tendría una capacidad de pago adecuada en los períodos proyectados.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBIT¹⁰ frente a los gastos financieros y deuda financiera que la compañía presentaría en los próximos años, incluyendo los derivados de la presente Emisión. En este sentido, existiría una cobertura positiva, la misma que pasaría de 7,05 veces en el año 2018 a 4,76 veces en el año 2023.

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



Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presentaría movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arrojaría flujos de operación positivos para todos los periodos; a continuación, el flujo de inversión revela que la compañía no tiene proyectado realizar adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las actuales obligaciones con su correspondiente pago, así como la colocación y pago del presente proceso en el Mercado de Valores.

Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

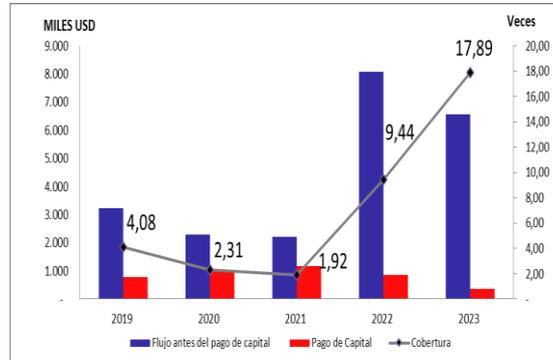
DESCRIPCIÓN	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Actividades De Operación						
Cobros Por Ventas Y Otros Ingresos	5.350	8.533	9.022	12.821	7.682	-
Otras Entradas De Efectivo	-	485	1.240	-	6.000	6.000
Otros Pagos Por Actividades De Operación	(4.457)	(6.800)	(6.365)	(6.483)	(5.840)	(5.840)
Flujo En Actividades De Operación	892	2.218	3.897	6.337	7.843	161
Actividades De Inversión						
Adquisiciones PPE	-	-	-	-	-	-
Flujo En Actividades De Inversión	-	-	-	-	-	-
Actividades De Financiamiento						
Ingresos Por Emisión	-	3.500	-	-	-	-
Pagos Capital de emisión	-	(591)	(788)	(984)	(788)	(350)
Pagos intereses Clase A	-	(98)	(101)	(77)	(22)	-
Pagos intereses Clase B	-	(100)	(109)	(96)	(46)	(18)
Pago Instituciones Financieras (k+i)	(298)	(6.793)	(1.405)	(289)	(834)	(799)
Ingresos Nuevos financiamientos	1.500	3.470	1.600	-	-	-
Pagos Nuevos financiamientos	(4)	(440)	(3.081)	(3.190)	-	-
Otros Pagos por Actividades de Financiamiento	(317)	(522)	(1.135)	(1.948)	-	-
Flujo De Efectivo Financiamiento	881	(1.574)	(5.018)	(6.584)	(1.689)	(1.167)

¹⁰ Para el cálculo del EBITDA proyectado no se incluyó el gasto por depreciación, dado que la calificadora no cuenta con esa información.

Aumento (Disminución) Neta De Efectivo En El Período	1.774	644	(1.121)	(247)	6.154	(1.006)
Efectivo Al Principio Del Período	10	1.784	2.428	1.306	1.060	7.214
Efectivo Al Final Del Período	1.784	2.428	1.306	1.060	7.214	6.207

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS¹¹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 6,99 veces en 2018, mientras que, para diciembre de 2023, sería de 6,32 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 0,50% en el costo de ventas para los años 2018 y 2019, del 2,00% para el año 2020, del 20,00% para los años 2021 y 2022, y del 0,25% para 2023, con lo cual la compañía generaría una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados. Por otro lado, en el estado de flujo del efectivo se afectó a los ingresos operativos (cobros por ventas y otros ingresos) con una disminución del 5,00% para el año 2018, del 2,00% para el período 2019-2021, y del 8,00% para el año 2022, con lo cual se obtendría flujos de efectivo positivos. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

El análisis comparativo se realizó entre los resultados reales al 30 de noviembre de 2023 frente a lo proyectado a diciembre de 2023. Por lo mencionado, las ventas alcanzaron un avance de apenas un 16,57%, mientras que el costo de ventas registró el 4,98%, generando como resultado una utilidad bruta con un avance de 62,94%. Por su parte los gastos operacionales significaron el 46,11% de lo proyectado, lo que resultó posteriormente en un margen operacional positivo que superó las expectativas con un cumplimiento de 172,00%. Finalmente, al descontar gastos financieros y otros ingresos / egresos netos, la compañía registró una utilidad antes de participación de trabajadores e impuestos representado un cumplimiento de 593,75% respecto a lo proyectado.

CUADRO 13: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (miles USD)

Cuenta	Proyectado 2023	Real Nov 2023	Avance
Ventas	6.000	994	16,57%
Costo de Ventas	4.800	239	4,98%
Utilidad Bruta	1.200	755	62,94%
Gastos de Administración	1.040	479	46,11%
Utilidad Operacional	161	276	172,00%
Gastos Financieros	35	89	255,97%
Otros ingresos / egresos netos	(96)	(9)	9,37%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	30	178	593,75%

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

¹¹ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de noviembre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo que ascendió a USD 1,47 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de financiamiento fue negativo por un monto de USD -1,59 millones y presenta flujo procedente de actividades de inversión por un monto de USD 0,14 millones. Por lo que generó un flujo neto final positivo de USD 2.944,53, monto que representó apenas el 0,30% de los ingresos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. analizó y estudió las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de caja, presentadas por la empresa y el agente estructurador financiero en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalaron que la empresa presentaba 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 señalaron que el emisor generaría los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha tenido dificultades para cumplir con sus obligaciones con costo, así como con los demás pasivos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor no ha realizado puntualmente las provisiones de recursos para cumplir con las obligaciones derivadas de la emisión, pues registró atrasos en el pago del dividendo que venció en octubre de 2022, enero 2023, abril de 2023, julio 2023, octubre 2023 y enero 2024. 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 2024¹². La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 1,9% en 2024¹³. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹⁴. 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 baja¹⁵.

De igual manera, 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, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 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 2024¹⁶.

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

¹² <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

¹³ <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

¹⁴ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

¹⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

CUADRO 14: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD 2018) año 2022	116.586	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (ene 2024)	51,40%	Inflación mensual (dic 2023)	-0,02%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-nov 2023	1.650,61 (Superávit)	Inflación anual (nov 2023)	1,53%
Reservas Internacionales (millones USD 31-dic-2023)	4.454,36	Inflación acumulada (dic 2023)	1,35%
Riesgo país (14 de ene 2024)	1.968 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 15-ene-2024)	72,10	Tasa de Desempleo urbano (nov 2023)	4,77%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 11,28% respecto al año anterior. 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 tercer trimestre del 2023 el PIB creció en 0,4% en relación al tercer trimestre de 2022 (t/t-4) y una variación trimestral de -1,3%. Este comportamiento estuvo impulsado por el incremento de las Exportaciones de bienes y servicios en 7,3% y del Gasto de Consumo Final del Gobierno General en 5,1%. La dinámica de las Exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo y gas natural, cacao y minerales metálicos y no metálicos. Por su parte, el incremento del Gasto de Consumo Final del Gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y al pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud¹⁷.

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 inversión¹⁸.

El **Riesgo País** registró 1.968 puntos al 14 de enero 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 interés¹⁹.

La **calificación de deuda** al 27 de febrero de 2023 de Moody's al para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"²⁰. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país²¹. El 11 de enero de 2024, S&P cambió la calificación crediticia de Ecuador de B- estable a B- negativo (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 2025²².

Hasta octubre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 24.273 millones, monto inferior (-3,8%) a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 25.224 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: materias primas, combustibles y lubricantes, bienes de consumo, bienes de capital, tráfico postal y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

¹⁸ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²⁰ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-cao3-perspectiva-estable-152042.html>

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

²² <https://bvgnoticias.com/sp-empeora-la-perspectiva-credicia-de-ecuador-en-medio-de-crisis-de-seguridad/>

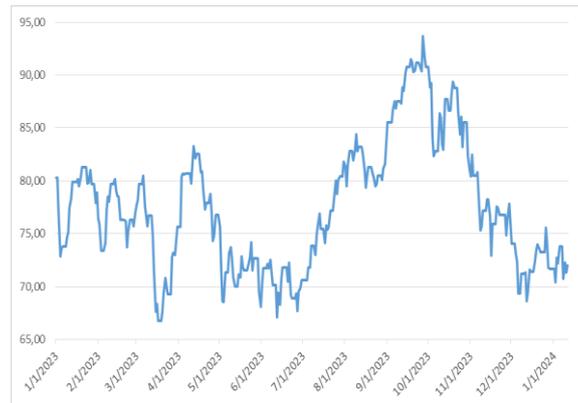
Por su parte, las **exportaciones totales** hasta octubre de 2023 alcanzaron USD 26.019 millones, siendo este rubro inferior (-1,2%) a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 27.482 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta octubre de 2023 arrojaron una suma de USD 18.592 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 7.427 millones.

El sector exportador ecuatoriano estima pérdidas cercanas a los USD 400 millones debido a los apagones entre finales de octubre y mediados de diciembre de 2023. Además, las interrupciones en el suministro eléctrico paralizaron diversas cadenas industriales, y los costos asociados, como la reprogramación de jornadas laborales, resultaron en aumentos del 50% al 100% en el valor de las horas de trabajo para compensar la producción²³.

Hasta octubre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.746,0 millones, USD 512,0 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.258,0 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.835 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 89 millones²⁴.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril posteriormente presenta una tendencia variable, cerrando en USD 72,02 en 11 de enero de 2024 y al 31 de diciembre de 2023 registró USD 71,65 por barril (USD 75,96 por barril al 30 de noviembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²⁵ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²⁶.

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



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

En noviembre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,70 millones de barriles, lo que representa un 0,18% más que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,72 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,98 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁷.

En octubre de 2023, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, descendió un 1,6%, cerrando en USD 81,02 y acumulando una reducción del 10,8%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una

²³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportadores-perdidas-millonarias-apagones/>

²⁴ <https://asobanca.org.ec/boletin-macroeconomico/>

²⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-año-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²⁶ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023202.pdf>

expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Se advierte la preocupación por los eventos en Oriente Medio pues mantendrán la sensibilidad de los precios.²⁸

El 28 de diciembre de 2023, los precios del petróleo descendieron un 3% debido a la disposición de más compañías navieras para transitar por la ruta del Mar Rojo, aliviando las preocupaciones sobre interrupciones en el suministro. A medida que las tensiones persisten en Oriente Medio, los precios continuaron su descenso, focalizándose en la reducción significativa de la región de la Costa del Golfo de EE.UU. Esto se atribuye a la lucha de las refinerías por reducir inventarios y evitar impuestos elevados sobre el almacenamiento a finales de año. Según datos de la EIA, las reservas de crudo estadounidenses disminuyeron en 7,1 millones de barriles en la semana hasta el 22 de diciembre de 2023, superando las expectativas de los analistas consultados por Reuters, que preveían una reducción de 2,7 millones de barriles²⁹.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta noviembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 16.019 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto al mismo período de 2022 (USD 15.783 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta noviembre de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.757 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.292 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.006 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 766 millones³⁰.

La **inflación mensual** en noviembre de 2023 registró una variación de -0,40%, mientras que la variación **anual** fue de 1,53% y la **acumulada** fue de 1,37%. Para noviembre de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 9 agrupaciones que ponderan el 82,27% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 3 agrupaciones que en conjunto ponderan el 17,73% se registraron resultados negativos, siendo Prendas de vestir y calzado; y Recreación y cultura, las de mayor variación³¹.

En referencia al **salario nominal promedio**, para noviembre de 2023, se fijó en USD 524,83³²; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 469,68 para noviembre 2023³³. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en diciembre de 2023, se ubicó en USD 784,31³⁴, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 106,83% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que registró a partir del 01 de enero de 2024³⁵.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,5% en noviembre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁶ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 35,8% en noviembre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,0% a noviembre de 2023³⁷.

A junio 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 27,0% y la pobreza extrema en 10,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,0% y en el área rural alcanzó el 46,4% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de

²⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%3C%3A%20Petroecuador.-,E1%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotiz%3C%3B%20en%20USD%2081%202023>

²⁹ <https://www.economista.com.mx/mercados/Crudo-cae-3-al-bajar-detenciones-del-transporte-maritimo-20231228-0092.html>

³⁰ <https://www.sri.gov.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202311.pdf>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202311.pdf>

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

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Diciembre/Boletin_tecnico_12-2023-IPC.pdf

³⁵ https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf?attachment_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true#zoom=auto&pagemode=none&_wpnonce=e02d212884

³⁶ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Noviembre/202311_Mercado_Laboral.pdf

desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁸, se ubicó en 0,467 a junio del 2023 (0,453 en junio de 2022), es decir existe un leve crecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2023 se ubicó en USD 89,29 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,32 mensuales per cápita (a junio de 2022 USD 87,57 y USD 49,35 respectivamente)³⁹.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,74% para enero de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 10,14%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,40%⁴⁰. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para noviembre de 2023 alcanzó la suma de USD 78.387,2 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.967,9 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.305,9 millones⁴¹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2023 se ubicó en USD 42.129 millones; lo que representa un aumento de USD 3.540 millones frente a diciembre de 2022 (+9,2%). 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 financiera⁴². No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos⁴³.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para diciembre de 2023, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento del 9,9% anual en noviembre, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴⁴.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2023 totalizó USD 1.353,45 millones, cifra superior en 16,64% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.160,37 millones), y en 13,55% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.191,99 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos (72,75% del valor recibido)⁴⁵.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2023 fueron de USD 83,43 millones; monto inferior en un importante 87,63% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 674,52 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el segundo trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁶. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴⁷.

³⁸ 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

³⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezayDesigualdad.pdf

⁴⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gh202311.pdf>

⁴² <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2024/01/2024-01-08-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca-.pdf>

⁴³ <https://www.expreso.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.>

⁴⁴ <https://www.ecuadorenavivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023II.pdf>

⁴⁶ <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

⁴⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indexe.htm>

Para octubre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.442,97 miles, cifra superior a la reportada en octubre de 2022, cuando fue de USD 46.221,55 miles y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para octubre de 2023 fue de USD 28.823,24 miles, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.877,22 miles. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,79% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁸.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 4.517 millones al 05 de enero de 2024)⁴⁹. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Las RL (Reservas de Liquidez)⁵⁰ constituidas alcanzaron USD 1.834 millones al 29 de noviembre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.500 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 333 millones⁵¹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Titular Trigésimo de Guayaquil, el 25 de junio de 1986, la misma que fue inscrita en el Registro Mercantil de Guayaquil el 11 de julio del mismo año, con una duración de 50 años.

La compañía tiene por objeto la ejecución de obras civiles tales como la construcción de viviendas unifamiliares o multifamiliares, de casas de interés social o bajo costo, y de edificios en general; promoción y construcción de bienes inmuebles, sujetos al régimen de propiedad individual o al de propiedad horizontal; construcción de lotizaciones, parcelaciones y urbanización de terrenos, de hoteles, de proyectos de desarrollo urbano y de playas de turismo; obras de infraestructura en general; además, podrá dedicarse a la importación y compra-venta de artículos y maquinarias para la construcción y la vivienda; entre otras.

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. además de las labores de construcción, también participa en forma activa como promotora de los proyectos en los que participa y realiza sus ventas mediante personal propio (vendedores) y en algunos casos mediante free lance.

Las principales líneas de negocio de la empresa son:

- ✓ Construcción: Desarrollo de obras civiles para construcción de inmuebles.
- ✓ Promoción: Comercialización de los inmuebles que generalmente están aportados a un fideicomiso, en el cual participa la constructora ya sea como constructor y/o gerente de proyecto y/o gerente comercial.

Así mismo se debe señalar que la compañía tiene trayectoria dentro del mercado ecuatoriano, evidenciando de esta manera que la empresa mantiene varios proyectos en ejecución: ESME, LVTW-D, LVTW-E, LVTW-F, LVTW-P (Parqueos), OCEA-C (etapa de finalización), OCEA-D, ALTN-Fact. Es relevante mencionar que los proyectos de la compañía son principalmente cuatro, los cuales se realizan por etapas o torres y esto desencadena varios proyectos en ejecución.

Finalmente, la compañía reiniciará la comercialización de la Torre E, del Proyecto Lavista Tower (LVTW-E), y de la Torre D, del proyecto Torre Oceánica (OCEA-D); también, estima iniciar la comercialización de la Torre F, a mediados del 2023 y está evaluando la posibilidad de iniciar el desarrollo de nuevas manzanas en el proyecto Altos del Norte, incluyendo el desarrollo de bloques multifamiliares.

⁴⁸ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE Mensual/Indices/m2062122023.html>

⁵⁰ Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

⁵¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Dic23.pdf

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se mantiene al 30 de noviembre de 2023, en USD 250.000,00, conformado por 250.000 acciones ordinarias y nominativas de un dólar cada una. Se debe destacar, que el 75,00% de la participación accionaria se concentra en un solo accionista.

CUADRO 15: SOCIOS

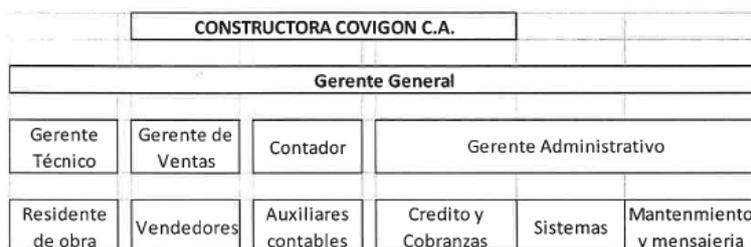
Nombre	Capital (USD)	Participación %
GONZENBACH ABAD VIRGILIO ANTONIO	187.500	75,00%
INMOBILIARIA HAUPTWILL S.A.	62.500	25,00%
Total	250.000	100,00%

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

La Junta General es el órgano supremo que decide la puesta en marcha de actividades de la empresa; los accionistas reunidos en Junta General nombran al Presidente, al Gerente y al o los Subgerentes de la compañía, funcionarios que toman las decisiones más convenientes para mantener la estructura financiera y procesos del negocio de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas en los estatutos respectivos. La organización de la compañía procura tener una estructura financiera, de procesos productivos, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos.

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.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente/Elaboración: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.

La trayectoria de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.⁵², en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en el cuadro siguiente:

CUADRO 16: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Virgilio Gonzenbach Abad
Gerente Técnico	Virgilio Gonzenbach Abad (E)
Gerente Administrativo	Xavier Duarte Gilbert
Gerente de Ventas	Ana María Llona
Contador	Rosa Cortez Cercado

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

Se debe indicar que, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. no cuenta con lineamientos formales en sus estatutos sobre Gobierno Corporativo, no obstante, maneja lineamientos que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto para accionistas, altas gerencias y personal en general.

⁵² El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

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

Empleados

Al 30 de noviembre de 2023, la empresa mantuvo dentro de su nómina 34⁵³ empleados, los mismos que se distribuyen en las distintas áreas, siendo el área de personal administrativo y personal de obra las de mayor participación, con el 35,29% y el 23,53% del total de colaboradores.

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

Es importante mencionar que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.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 de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantiene vinculación con Inmobiliaria Hauptwill S.A.⁵⁴, la cual es su accionista y tiene una participación del 25% del patrimonio de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. y Miracema⁵⁵, en donde CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. es accionista con el 2% del capital.

Adicionalmente, la Compañía registra inversiones en acciones en Miracema (2% del capital), Montalcorp⁵⁶, CONGESNOR CONSTRUCCIONES Y GESTION C. LTDA.⁵⁷ (se registra el aporte de USD 10.000) y Hauptwill S.A., las acciones están registradas a valor patrimonial.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes⁵⁸

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., es promotora del desarrollo de diversos proyectos en el sector inmobiliario y cuenta con diversificación de su campo de acción.

Al 30 de noviembre de 2023, dentro de las cuentas por cobrar se destaca el cliente A con una participación del 39,96%, seguido del cliente B con el 37,54% y el cliente C con una participación del 14,99%, entre los principales.

Es importante mencionar que, de acuerdo a lo indicado por la Administración de la Compañía, el 100,00% de las ventas de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. se realizan al contado.

La compañía menciona que la cartera por cobrar está formada por los pagos que deben hacer los clientes y que están basadas generalmente en una promesa de venta. Sin embargo, dado que las obras en proceso, como OCEA

⁵³ Es importante mencionar que el 76,47% de los colaboradores mantiene un contrato fijo, el 17,65% contrato de obra cierta, y la diferencia del 5,88%, registra contrato de pasantía.

⁵⁴ Situación legal: ACTIVA

⁵⁵ Situación legal: CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM

⁵⁶ Situación legal: DISOLUC. Y LIQUIDAC. DE PLENO DERECHO INSC. RM

⁵⁷ Situación legal: DISOLUC. Y LIQUIDAC. DE PLENO DERECHO INSC. RM

⁵⁸ En cuanto a las políticas de cuentas por cobrar, las negociaciones que realiza la compañía corresponde a venta de inmuebles y la transferencia de dominio de los inmuebles solo se realiza cuando los clientes han cancelado el 100% del precio de venta, lo cual elimina el riesgo de que se genere una cuenta incobrable.

y ESME, están atrasadas, los clientes han detenido los pagos, por lo que se consideran como cartera vigente y se proyecta su recuperación en los próximos meses, a medida que se van terminando las obras.

La administración de la compañía menciona que “no se realizan provisiones por cuentas por cobrar, dado que las negociaciones que realiza la compañía corresponden a la venta de inmuebles y dado que la transferencia de dominio de los inmuebles solo se realiza cuando los clientes han cancelado el 100% del precio de venta, lo cual elimina el riesgo de que se genere una cuenta incobrable”.

Proveedores⁵⁹

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. cuenta con una amplia gama de proveedores que se desenvuelven en el sector de la construcción, los cuales la abastecen de insumos, materiales y equipos para la construcción como para la actividad de comercialización de bienes inmuebles. Lo mencionado evidencia que la compañía no posee un riesgo de concentración de sus proveedores.

Cuentas por pagar se compone de acuerdo a su importancia en cuentas por pagar proveedores proyectos (70,17% en noviembre de 2023), proveedores (25,05% en noviembre de 2023) y cuentas por pagar contratista (4,78% en noviembre de 2023).

Las políticas de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., claramente definidas, fomentan una relación estable y de largo plazo con sus proveedores y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía.

Política de Precios

En cuanto a política de precios de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. que aplica a la comercialización de inmuebles, depende del proyecto.

Para los proyectos Lavista Tower, Torre Oceánica y Altos del Norte se aplica un 30%, 40% y 10% de entrada, respectivamente; y la diferencia se realiza con financiamiento hipotecario.

Política de Inversiones

La política de inversión está orientada principalmente a la reinversión de los excedentes de cada proyecto y formar el capital de trabajo, que le permite a su vez desarrollar nuevos proyectos.

Según información proporcionada por la Administración, en el último año no se han desarrollado nuevas inversiones, puesto que la compañía ha enfatizado la culminación de las obras que se encuentran en proceso principalmente la Torre C del proyecto Torre Oceánica y el desarrollo de villas en el proyecto Altos del Norte, en el cual la empresa actúa como Gerente de Proyectos, Gerente Comercial y constructor.

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., a noviembre de 2023, posee varias inversiones en derecho fiduciario a corto plazo por un monto de USD 0,52 millones y un portafolio a largo plazo que se estructura en inversiones en subsidiarias por USD 0,14 millones, inversiones en asociadas por USD 0,05 millones y en activos financieros mantenidos hasta el vencimiento de carácter fiduciario por un monto de USD 6,78 millones.

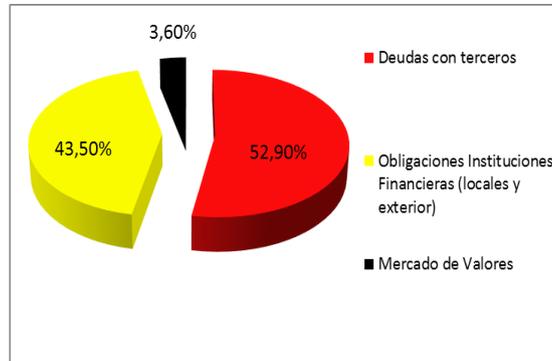
Política de Financiamiento

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., históricamente ha fondeado sus actividades principalmente con pasivos, en noviembre de 2023 estos financiaron el 76,55% (77,49% en diciembre de 2022) de los activos totales, el nivel de financiamiento de los activos con pasivos se presenta bastante regular a lo largo del periodo analizado.

⁵⁹ Respecto a la política de cuentas por pagar a proveedores se cuenta con una política de pago semanal, dado que la mayoría de los proveedores, son contratistas de obra o vendedores de materiales de obra.

Al 30 de noviembre de 2023, la deuda financiera de la Compañía alcanzó la suma de USD 12,69 millones y estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Mercado de Valores, Sistema Financiero Nacional y Extranjero, y Deudas con Terceros.

GRÁFICO 5: DEUDA FINANCIERA (NOVIEMBRE 2023)



Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Responsabilidad Social

Según lo mencionado por la Administración, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., no registra proyectos de responsabilidad social.

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

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., es una compañía limitada regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

Riesgo Legal

Según la página del Consejo de la Judicatura, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantiene varios procesos judiciales en calidad de actor/ofendido y demandado/procesado. La calificadora no ha podido medir el impacto de los mismos sobre la operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

Con fecha 24 de enero de 2019, Casa de Valores ADVFIN S.A. inició con la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de agosto de 2019 logro colocar el 100% del total aprobado (USD 3,50 millones).

El único proceso vigente que tiene CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. en el Mercado de Valores es la emisión del presente estudio técnico.

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 semestre, junio – noviembre 2023, los valores no reportaron movimientos en las Bolsas de Valores del país; en consecuencia, la presencia bursátil de los valores fue de 0,00%.

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.

Eventos Importantes

- La calificadora ha tomado en conocimiento, a través de comunicados emitidos por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantiene valores pendientes de pago correspondientes al dividendo programado el 24 de enero de 2024.
- En la resolución emanada de la Asamblea de Obligacionistas, conforme a la circular No. BVQ-AUT-208-23, se detalla lo siguiente: En cumplimiento con lo establecido en el Artículo 25 de la Ley de Mercado de Valores y en concordancia con el numeral 11 del artículo 5, capítulo I, Título V, tomo IX del libro II de la Codificación de Resoluciones de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, se comunica que la Asamblea de Obligacionistas de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., celebrada el 23 de octubre de 2023, resolvió aprobar la propuesta de reestructuración del cupón correspondiente a enero de 2024. La forma de pago acordada es la siguiente:
 - El 30% del valor del cupón el mismo 24 de enero del 2024,
 - El 35% del valor del cupón el 24 de octubre del 2024; y,
 - El 35% del valor del cupón el 24 de enero del 2025.

Como parte de la propuesta de reestructuración, la tasa de interés que se considerará es del 9% anual, pagadero en las fechas de vencimiento ya indicadas.

- La calificadora ha tomado en conocimiento, a través de comunicados emitidos por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. y el Representante de Obligacionistas, que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. mantuvo valores pendientes de pago correspondientes a los dividendos programados el 24 de julio de 2023 y el 24 de octubre de 2023. Posteriormente, estos fueron cancelados con sus respectivos intereses de mora.
- De acuerdo con oficios presentados por parte del Representante de los Obligacionistas, a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en relación a la Primera Emisión de obligaciones -CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., comunica que no fue posible elaborar oportunamente los informes de gestión correspondiente a los meses de diciembre 2022, enero, junio y julio 2023. Situación que se atribuye a la falta de la información presentada por parte de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A.
- Según el Informe de Rendición de Cuentas al 31 de octubre de 2023, se informa que mediante correo del 29 de agosto de 2023 “La Fiduciaria solicitó a CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. remitir los comprobantes de pago de los impuestos prediales de los bienes aportados al Fideicomiso por los años 2021, 2022 y 2023.” En respuesta la Constructora informó que los impuestos prediales no han sido cancelados.
- CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. registra saldos pendientes de pago con el Servicio de Rentas Internas (USD 0,17 millones) y el Instituto de Seguridad Social (USD 0,52 millones), situación que podría constituir un riesgo en la operación de la Compañía de no solucionarse en un corto plazo.
- CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. hasta la presente fecha no ha entregado el Informe de Auditoría Externa del año 2022.
- La cuenta efectivo y equivalente de efectivo ha venido decreciendo a lo largo del tiempo y representa menos del 1,00% sobre los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa. Para noviembre de 2023, el efectivo y equivalentes significó apenas el 0,01% de los activos.
- El informe de los auditores externos PÁEZ, FLORENCIA & CO. CÍA. LTDA. del año 2020 presentó Fundamentos de la Opinión con salvedades, de donde se desprende lo siguiente: “A la fecha de este informe, no hemos recibido la respuesta a nuestra solicitud de confirmación de saldos por parte; Banco EFG y Emerling Corporation. Si bien hemos podido satisfacernos mediante procedimientos alternativos de la razonabilidad de los saldos por pagar que la Compañía mantiene registrado al 31 de diciembre del 2020, no hemos podido concluir sobre la posible existencia de otros activos, pasivos o compromisos que pudiera tener la Compañía con dichas entidades, y, en su caso, de su registro y/o revelación adecuada en las cuentas anuales adjuntas.”
- Adicionalmente, el informe de auditoría de 2020 menciona dos asuntos claves de su auditoría:

- “La Compañía tanto en el año 2020 como en el 2019 presenta un alto nivel de endeudamiento; lo que proporciona una duda razonable de la continuidad de la sociedad como negocio en marcha si es que no genera operaciones lucrativas con que pueda cubrir sus obligaciones financieras.”
- “La Compañía mantiene valores pendientes de pago por obligaciones tributarias y laborales ante el Servicio de Rentas Internas e Instituto de Seguridad Social.”
- El informe de los auditores externos del año 2021 presentó Fundamentos de la Opinión con salvedades, de donde se desprende lo siguiente:
 - “A la fecha de este informe, no hemos recibido la respuesta a nuestra solicitud de confirmación de saldos por parte; Banco EFG. Por lo cual, no hemos podido concluir sobre la posible existencia de otros activos, pasivos o compromisos que pudiera tener la Compañía con dicha entidad, y, en su caso, de su registro y/o revelación adecuada en las cuentas anuales adjuntas.”
 - “La Administración de la Compañía no nos proporcionó el cálculo actuarial sobre sus obligaciones con los empleados al 31 de diciembre de 2021, por lo cual no pudimos satisfacer del Pasivo por Jubilación Patronal y Desahucio a esa fecha.”
 - No hemos recibido respuesta a nuestra solicitud de confirmación de abogados al 31 de diciembre de 2021, por lo que no hemos podido concluir sobre la posible existencia de litigios, contingencias y demás situaciones de tipo legal que pudiera tener la Compañía.
 - Así mismo se menciona que, “Al 31 de diciembre de 2021, la compañía mantiene saldos por pagar con Instituciones no financieras: Galassia S.A., Practicasa S.A. Ecuadesconto S.A. y Dencicorp S.A. por un total de USD 3.755.628 como se expone en las Notas 17 y 20 sobre las cuales existen pagarés que se encuentran vencidos y no se ha procedido con las renovaciones respectivas”.
- Según el informe del Representante de los Obligacionistas⁶⁰, mediante comunicaciones remitidas el 26 de agosto de 2022, se informó que:
 - La constructora está en proceso de terminar las obras de la Torre C, del proyecto Torre Oceánica.
 - Reiniciará la comercialización de la Torre E, del proyecto La Vista Tower y estima iniciar la comercialización de la Torre F a mediados del 2024.
 - Reiniciará la comercialización de la Torre D del proyecto Torre Oceánica.
 - Está incorporando el desarrollo de nuevas manzanas en el proyecto Altos del Norte, incluyendo el desarrollo de bloques multifamiliares. Ha puesto a la venta terrenos del Fideicomiso Altos del Lago, del cual la compañía es dueña del 100% de los derechos fiduciarios, para acelerar la cancelación de operaciones de crédito con Banco del Pacífico.
 - La compañía mantiene valores vencidos con el IESS, por lo que se deberá hacer un convenio de pago o convenio de purga de mora patronal, para lo cual están en proceso de revisión de los activos que se propondrá como garantía al convenio.
 - La compañía se encuentra refinanciando obligaciones con el SRI.
 - Para el pago de ciertas acreencias la compañía cedió el derecho de cobro de los contratos firmados con el Fideicomiso Altos del Norte.
 - Las obligaciones con Banco Pacífico y Produbanco se encuentran refinanciadas.
 - Debido a la pandemia se generaron retiros de clientes en diferentes proyectos, varios de ellos han derivado den procesos judiciales, llegando incluso a generar retenciones en ciertas cuentas, los cuales se encuentran patrocinados por abogados de la compañía, para que sean atendidos con la recuperación de cartera de los respectivos proyectos.
- Mediante comunicación del 22 de octubre de 2022, el Representante de los Obligacionistas informó que, el décimo quinto dividendo cuyo vencimiento fue el 24 de octubre de 2022 por un monto de capital de USD 244.081,33 e intereses de USD 33.196,62 no fue cancelado en la fecha establecida. No obstante, luego de la gestión respectiva, el emisor canceló los valores indicados más los respectivos intereses de mora el 25 y 26 de octubre de 2022.
- Para julio de 2023, de acuerdo con información reportada por el Servicio de Rentas Internas (SRI), la compañía registra deudas en firme, y por facilidades de pago. Mientras que en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), posee obligaciones patronales en mora. Así mismo, registra operaciones vencidas, en demanda judicial y cartera castigada en el sistema financiero regulado por la SB.
- Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. en calidad de Representante de los Obligacionistas de la emisión vigente de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., reportó a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

⁶⁰ Último informe obtenido de la página web de Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

los diferentes retrasos en los pagos de la emisión de obligaciones, ocurridos entre los meses de enero de 2023 y abril de 2023, no obstante, después de gestionar con el emisor el pago de los haberes incluyendo los intereses moratorios, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. se puso al día con sus obligaciones.

Situación del Sector

Según el Foro Económico Mundial, el sector constructor es una rama valiosa de la globalización económica, representando aproximadamente el 6% del PIB mundial. La actividad de la construcción es un factor fundamental en la sostenibilidad de la economía ecuatoriana, producto de su alto grado de interconexión industrial genera un efecto considerable en el crecimiento económico del país.

El sector de la construcción es uno de los motores para la recuperación económica y la generación de empleo. Según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), por cada empleado en el sector de la construcción, se crean cinco puestos más. A nivel local, el Banco Central del Ecuador calcula que, por cada cuarenta metros cuadrados de construcción, se genera un empleo por 18 meses en las actividades de construcción de edificios, viviendas, ejecución de obras de ingeniería civil y construcción de carreteras⁶¹.

Para noviembre de 2023 los empresarios del sector de la construcción mostraron una percepción positiva acerca de la situación económica de su sector, lo cual se refleja en el índice de expectativas, que se ubicó en 51 puntos. Además, las perspectivas sobre la situación económica futura de los negocios son positivas: el 77,6% de los empresarios indicaron que estarían en una situación similar, mientras que el 18,4% y el 4,1% mencionaron que estarían en una mejor y peor condición, respectivamente.⁶²

El sector de la construcción presentó una tasa de decrecimiento de -10,1% en comparación con el tercer trimestre del 2022 (serie original) y -12,2% (serie ajustada). Según los registros administrativos de ventas del SRI, esta rama mostró una variación interanual negativa de 10,4%, relacionada con una disminución en la construcción de edificios no residenciales en 28,4%; construcción de obras de ingeniería civil en 17,3%, y servicios de instalación, acabado y finalización de edificios en 1,6%. Así mismo, las grandes empresas evidenciaron una caída de 1,5%, las medianas empresas en -24,5% y las pequeñas empresas en -26,6%. Respecto al segundo trimestre de 2023, el VAB de la construcción decreció en 14,6% en su serie ajustada por efecto estacional y en -4,1% en su serie original. Esta caída trimestral se encuentra en línea con las ventas en esta rama de actividad económica que, de acuerdo con los registros administrativos del SRI, decrecieron en 5,0%.⁶³

GRÁFICO 6: VAB DE CONSTRUCCIÓN ⁶⁴



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

En el caso de los sectores económicos, entre las diferentes industrias que aportan al dinamismo de la economía nacional, la construcción se mantiene como una de las más importantes. Según las estimaciones del BCE, esta actividad crecerá en 1,1 % en 2023. En términos nominales, la construcción alcanzaría los USD 10.887 millones,

⁶¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/recuperacion-sector-construccion-incentiva-inversion-extranjera-ecuador/>

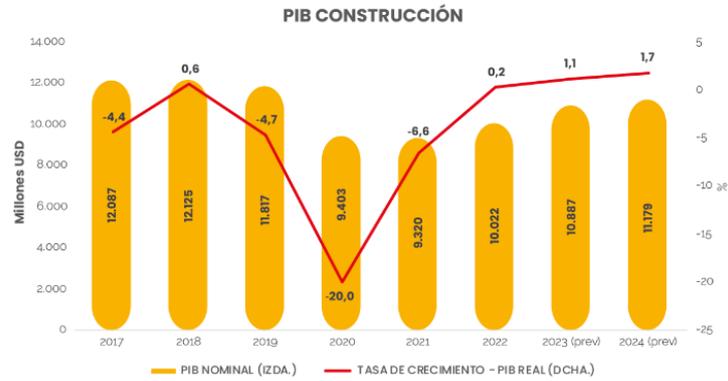
⁶² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202311.html>

⁶³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

⁶⁴ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

cifra que equivale a un aporte del 9,1% al PIB total del país. Por esto, se espera un mayor dinamismo de esta actividad en 2024 en la que se estima crecerá 1,7%.⁶⁵

GRÁFICO 7: PIB CONSTRUCCIÓN)⁶⁶



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

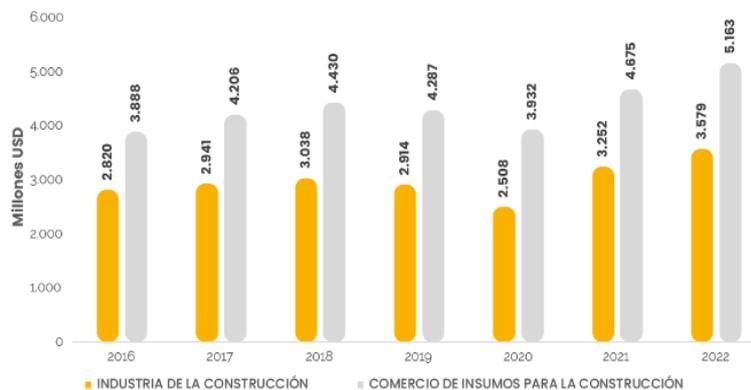
Al interior de la cadena productiva del sector, los ingresos provenientes de la industria y comercio de insumos para la construcción ascendieron a USD 3.579 millones y USD 5.163 millones en 2022, respectivamente, de acuerdo con el Servicio de Rentas Internas (SRI).

Por su parte, en 2022, los ingresos de las empresas de la industria de productos para la construcción representaron el 10,1% de los ingresos totales del sector manufacturero. En tanto que, el comercio de insumos para la construcción representó el 4,9 % de los ingresos totales del sector del comercio.

No obstante, entre enero y agosto del año 2023, estos dos subsectores relacionados a la construcción presentaron una caída en comparación al mismo período de 2022. Es así que, los ingresos de la industria se contrajeron en un 3,5 %, mientras que los del comercio decrecieron en 2 %.

De acuerdo con los registros del SRI, las empresas domiciliadas en Guayas (36,6%) y Pichincha (33,1%), en conjunto, registraron cerca del 70 % de los ingresos totales del sector de la construcción. Le siguen las empresas de Azuay y Manabí con una participación del 7,4 % y 3,7 %, respectivamente.⁶⁷

GRÁFICO 8: INDUSTRIA Y COMERCIO DE INSUMOS PARA LA COSTRUCCIÓN ⁶⁸



Fuente: SERVICIO DE RENTAS INTERNAS (SRI)

⁶⁵ <https://ekosnegocios.com/articulo/perspectivas-economicas-del-sector-de-la-construccion-en-ecuador>

⁶⁶ <https://ekosnegocios.com/articulo/perspectivas-economicas-del-sector-de-la-construccion-en-ecuador>

⁶⁷ <https://ekosnegocios.com/articulo/perspectivas-economicas-del-sector-de-la-construccion-en-ecuador>

⁶⁸ <https://ekosnegocios.com/articulo/perspectivas-economicas-del-sector-de-la-construccion-en-ecuador>

El desempeño del sector de la construcción también involucra al mercado laboral. Según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), al mes de agosto de 2023, esta actividad generó el 9,9% del empleo a nivel nacional.

Por otro lado, nueve de cada 10 empleos (91,2%) que genera el sector son ocupados por hombres, de los cuales, el 41,4% es adecuado. que, del empleo restante (8,8%) a cargo de mujeres, el 53,9% es adecuado.

Revista Ekos Construcción presenta el Ranking de la Construcción, en el que se destacan las empresas relacionadas a la manufactura y comercio de insumos para la construcción. Es así que, la industria de productos metálicos y techos para la construcción y de cemento y hormigón representaron el 62,6% y 24% de los ingresos totales del sector manufacturero de la construcción, respectivamente.

Por otra parte, el subsector de comercio de productos para ferretería y construcción, que contiene a las 100 empresas con mayores ingresos, reflejaron el 49,7% de los ingresos totales del comercio de insumos para la construcción.

En 2022, los ingresos generados por las empresas que forman parte del ranking de la construcción representaron un 4,1% de los ingresos totales de la economía nacional. En este sentido, el desempeño de estas empresas incidirá en el dinamismo del sector y en el crecimiento de la economía ecuatoriana.⁶⁹

A pesar de la incertidumbre política y económica de los primeros cuatro meses de 2023, la compra de vivienda se está recuperando en Ecuador. Según el Banco Central del Ecuador, los ecuatorianos accedieron a préstamos por un monto total de USD 546,7 millones en el primer cuatrimestre de 2023, lo que representa un aumento del 6% en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, el número de desembolsos disminuyó, ya que se registraron 359 créditos menos aprobados por las entidades financieras en este período en comparación con el año pasado. Esto indica que se están financiando viviendas de mayor valor que en 2022, con un crédito promedio de USD 62.882 en el primer cuatrimestre de 2023, superando el promedio de USD 57.146 registrado el año anterior⁷⁰.

La venta de productos y servicios de la empresa no presenta estacionalidades en su comportamiento. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

El segmento del mercado en el que se desenvuelve la compañía presenta flexibilidad para transferir las variaciones del costo de las construcciones que realiza, incluida la normativa impositiva y arancelaria, al precio que aplica a sus clientes; sin embargo, en las negociaciones con el sector público el tema podría ser restringido.

Finalmente, entre las barreras de entrada que se puede identificar en la industria que se desenvuelve CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. se encuentra el valor monetario en la adquisición de materiales de construcción, los gastos de operación y mantenimiento que estos demandan, el factor reputacional y la experiencia en el industria que llegue a tener cada uno, ya que las empresas que solicitan estos servicios son altamente exigentes en la seguridad de cada obra y en las fechas de cumplimiento de las mismas, la capacidad financiera, necesaria para cubrir la brecha entre el plazo de proveedores y la sumatoria del periodo de cobros más la duración de existencias, que usualmente es amplia en este mercado. La necesidad de economías de escala, la necesidad de fuertes inversiones de capital en bienes raíces, la experiencia y el Know How necesario para incursionar en este sector.

En lo que a barreras de salida se refiere se identifican la culminación de todas las obras iniciadas ya que gran parte de ellas se trabajan con anticipos de terceros, además de los compromisos adquiridos con clientes por contratos de provisión y servicios a mediano y largo plazo, además cuentan los compromisos de crédito adquiridos para la operación de la empresa y aquellos laborales a mediano y largo plazo, por último pero no menos importante, el nivel de inventarios que mantiene la compañía, la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos.

⁶⁹ <https://ekosnegocios.com/articulo/perspectivas-economicas-del-sector-de-la-construccion-en-ecuador>

⁷⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-vivienda-compra-precios/>

Expectativas

El sector de la construcción sigue siendo un pilar fundamental para el desarrollo de Ecuador. Es importante evolucionar cada año y adoptar métodos de construcción adaptados a los cambios sociales y económicos del mundo y el país, así como a las nuevas demandas del mercado. Algunas de las tendencias que marcarán el 2024 son la construcción sostenible, la prefabricación y la digitalización de proyectos. Para el 2024 se anticipa un aumento en la adopción de tecnologías de inteligencia artificial para lograr eficiencia y ahorro en costos, así como la utilización de materiales amigables con el medio ambiente.⁷¹

Según estimaciones del Banco Central del Ecuador, para el 2024, el crecimiento del PIB se ralentizaría a un 0,8%. Entre las diferentes industrias que aportan al dinamismo de la economía nacional, la construcción se mantiene como una de las más importantes y se espera un mayor dinamismo de esta actividad con un crecimiento estimado de 1,7%.

Se espera un crecimiento en las actividades inmobiliarias privadas, pero no en las públicas o estatales. Esto se debe en parte a la disponibilidad de créditos hipotecarios, tanto del BIESS como de bancos y cooperativas con tasas de interés subsidiadas. Se sugiere impulsar proyectos de vivienda de interés social y público, y en algunas ciudades como Guayaquil ya existen planes habitacionales municipales y alianzas con el sector privado, en las que la alcaldía aporta con terrenos para abaratar costos. En otras ciudades, sin embargo, el alto costo del suelo hace que no sea factible construir ni comercializar viviendas de interés social o casas para segmentos de bajos ingresos.⁷²

Posición Competitiva de la Empresa

CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. considerando el CIU (F4100.10) tiene como actividad principal la construcción de todo tipo de edificaciones residenciales: casas familiares individuales, edificios multifamiliares, incluso edificios de alturas elevadas, viviendas para ancianos, casas para beneficencia, orfanatos, cárceles, cuarteles, conventos, casas religiosas, incluye remodelación, renovación o rehabilitación de estructuras existentes. Cabe mencionar, que en base a la última información disponible (2018), se encuentra en el puesto 2.641 por su posición en ventas dentro de su sector⁷³.

Dado los tipos de productos que ofrece la compañía (departamentos en Guayaquil y Salinas y villas en Guayaquil, se podría considerar que la competencia sería, en cada caso:

- LVTW – Proyecto de departamentos en Guayaquil – Su principal competencia es: Ciudadela Kennedy: Proyectos independientes en esta ciudadela; Los Ceibos: Millenials/Bosques de Los Ceibos; Vía a la Costa: Costa Garden / Costa Brisa y Puerto Santa Ana: Departamentos en este sector.
- OCEA – Proyecto de departamentos en Salinas - Su principal competencia es: Spontylus; Puerto Lucía; Pera Azul, en el malecón de Salinas; Punta Pacífico y Proyectos menores en Chipepe – Salinas.
- ALTN – Proyecto de villas en Guayaquil – Su principal competencia es: Las Orquídeas de la Orellana, Villas del Rey, Villa Bonita y Villa Geranio.

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

⁷¹ <https://sedemi.com/tendencias-claves-en-la-industria-de-la-construccion-ecuatoriana-que-marcaran-el-2024/>

⁷² <https://www.eloficial.ec/realidad-del-sector-constructor-ecuatoriano/>

⁷³ <https://www.ekosnegocios.com/empresa/constructora-COVIGÓN-ca>

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Los clientes perciben a COVIGON, como una empresa seria, de más de 35 años en el mercado.	Atraso en las obras y el desgaste que genera la atención a los casos legales que se han presentado en los últimos años, a partir de la pandemia del 2020.
La constructora está aplicando a sus proyectos actuales, el sistema de construcción llamado "Paredes Portantes", el cual asegura una construcción de característica sismo-resistente, frente al tipo de construcción tradicional.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
El que los clientes perciben como productos de mejor calidad, tanto por acabados como por las características sismo-resistente, genera la oportunidad que los productos que ofrezca al público la constructora, tengan una velocidad de venta, superior a la competencia.	Desarrollo de un nuevo proyecto, cercano a los que están en marcha o los nuevos que quisiera iniciar la constructora y cuyo costo de terreno lo obtenga el nuevo promotor, a un precio significativamente menor al promedio en el sector del proyecto u obtenga mejores condiciones para el pago del terreno, generalmente sucede, cuando los proyectos los desarrolla el mismo propietario del terreno.
	Masificación del uso del sistema constructivo de Paredes Portantes, en cuyo caso la compañía pierde la ventaja competitiva.

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

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

Para salvaguardar sus activos, en el evento no deseado de un siniestro, CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., mantiene contratadas varias pólizas de seguro de "Incendio" para sus distintos proyectos, cuya vigencia fluctúa entre julio y septiembre de 2023. Esta información constituye el último dato recibido por la Calificadora.

La operación de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno, en donde factores como el incremento en el precio de los materiales de construcción e incluso el clima podrían reducir la demanda de los servicios prestados por la compañía, puesto que dichos eventos podrían demorar la culminación de determinados proyectos o incluso encarecer su realización.

En cuanto a la provisión de los materiales de construcción debe señalarse que CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. cuenta con una gran cantidad de proveedores, sin que exista dependencia de alguno de ellos. Además, en la mayoría de los casos, el material llega primero a la obra y luego se factura, por lo que el riesgo de entregar recursos y no recibir el material, es mínimo. Por otro lado, en el caso de contratistas especializados, tipo ascensores e instalaciones eléctricas, existe el riesgo de difícil sustitución en caso de que llegara a faltar o fallar, sin embargo, en los contratos se solicitan garantías por los anticipos que se llegasen a entregar y pólizas de fiel cumplimiento de contrato.

Finalmente, con el fin de mantener un adecuado manejo de la información la compañía cuenta con dos sistemas de almacenamiento de información, una plataforma tecnológica y archivo físico. El primero cuenta con un servidor de datos donde se graba toda la información que genera el sistema transaccional de desarrollo propio. El servidor está protegido con un sistema de UPS y regulador de voltaje, para minimizar la posibilidad de daños físicos por alteraciones en la energía eléctrica. El segundo mantiene archivada en la oficina central la información física de 5 años anteriores, pasado este plazo, los documentos se envían a una bodega externa.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020 y 2021, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 30 de noviembre de 2022, 31 de diciembre de 2022 y 30 de noviembre de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Durante el periodo analizado los ingresos de la compañía no demostraron un comportamiento definido, pues luego de registrar USD 4,84 millones en diciembre de 2019, disminuyen drásticamente a USD 1,86 millones en el año 2020 debido a la pandemia, misma que detuvo la actividad de varios sectores económicos, incluidos el de la construcción. Posteriormente, para el año 2021 los ingresos crecen levemente a USD 1,89 millones, como efecto de la flexibilización de las actividades para las diferentes industrias. Mientras que, para diciembre de 2022, disminuyen a USD 1,76 millones, debido a menores ingresos por ventas de sus bienes inmuebles.

Para los periodos interanuales los ingresos continúan decreciendo, pues luego de ubicarse en USD 1,22 millones en noviembre de 2022, pasaron a USD 0,99 millones en noviembre de 2023, lo que significó una contracción del 18,43%; estuvieron conformados por honorarios por construcción y venta de villas, principalmente.

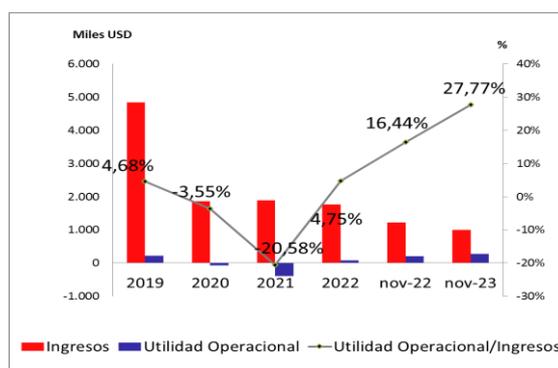
Los costos de ventas registraron un comportamiento variable sobre los ingresos, ligado a la conducta de los ingresos, es así que pasaron de significar el 66,05% de los ingresos en diciembre de 2020 a 85,75% en 2021 y 62,14% en diciembre de 2022, mismos que estuvieron conformados principalmente por costos de construcción. Para noviembre de 2023, los costos de venta representaron el 24,03% de los ingresos, porcentaje inferior al registrado en su similar de 2022, cuando significó el 41,03% de los ingresos.

Por su parte, los gastos operativos pasaron de registrar un 37,50% sobre el total de ingresos en el año 2020 a un 34,83% en el año 2021 y un 33,10% en el 2022, comportamiento atado a la conducta de sus ingresos. Dichos gastos estuvieron conformados principalmente por gastos de personal, servicios de terceros, gastos varios, entre otros.

Para noviembre de 2023, los gastos operacionales significaron el 48,21% de los ingresos, porcentaje superior al registrado en noviembre de 2022 cuando fue de 42,53%, comportamiento que responde básicamente a la contracción observada en ingresos.

Con excepción de los años 2020 y 2021, la Compañía estuvo en capacidad de generar utilidad operativa. En el año 2022 su peso dentro de los ingresos ordinarios alcanzó el 4,75% (4,68% en diciembre de 2019); para los periodos interanuales esta pasó de significar el 16,44% en noviembre de 2022 a USD 27,77% en noviembre de 2023.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, pasaron de representar el 4,00% de los ingresos en 2019 a 12,17% en diciembre de 2020, 11,27% en diciembre de 2021 y 8,69% en diciembre de 2022, sus movimientos estuvieron atados al desempeño de sus obligaciones con costo. En los cortes interanuales, el peso de gastos financieros cae de 12,53% en noviembre de 2022 a 8,93% en noviembre de 2023.

Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos netos y los respectivos impuestos, la compañía generó una utilidad neta que no superó el 2,50% en su representación sobre los ingresos en cortes anuales, en

diciembre 2021 significó el 0,55% de los ingresos ordinarios y el 2,33% en diciembre de 2022. Para noviembre de 2023, la compañía registró un margen neto positivo que representó el 17,94% de los ingresos, valor porcentual significativamente superior al reportado en su similar de 2022, cuando representó el 0,41% de los ingresos. Pese a la contracción del 18,43% en ventas, los resultados se fortalecen gracias a la gestión en sus costos y gastos.

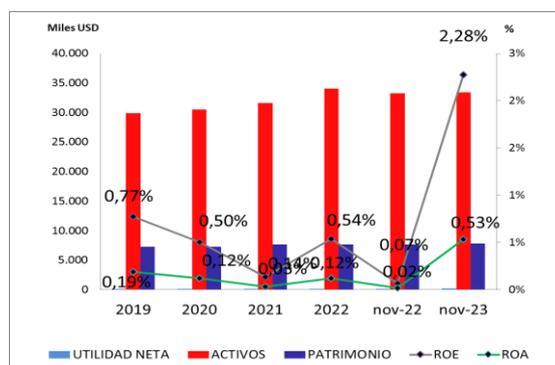
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentaron un comportamiento variable a lo largo del período analizado (2019-2022), conducta ligada a las fluctuaciones observadas en la utilidad del ejercicio. Aún así se puede evidenciar que los activos de la compañía estuvieron en capacidad de generar rentabilidad por sí mismos; y que los propietarios de la compañía percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 18, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	0,19%	0,12%	0,03%	0,12%
ROE	0,77%	0,50%	0,14%	0,54%

Ítem	nov-22	nov-23
ROA	0,02%	0,53%
ROE	0,07%	2,28%



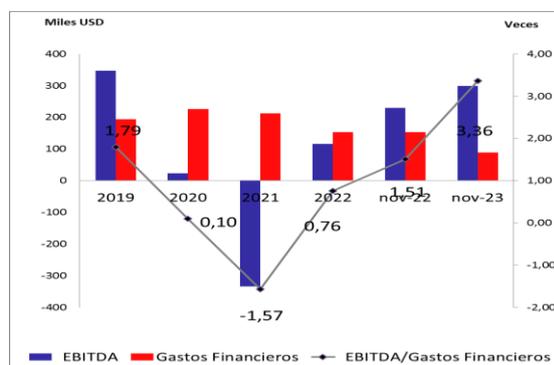
Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía, presentó una evolución acorde al desempeño de su margen operacional, pasó de representar el 7,17% de los ingresos en el año 2019 a 1,24% en 2020, 6,59% en diciembre de 2022 y 30,03% en noviembre de 2023. En el año 2021, la compañía registró un EBITDA (acumulado) negativo, dado que los ingresos obtenidos no fueron suficientes para cubrir los costos y gastos generados ocasionando una pérdida operativa. Analizando la cobertura del EBITDA (acumulado) sobre los gastos financieros generados en los cortes anuales, se debe indicar que, la Compañía estuvo en capacidad de brindar una cobertura aceptable únicamente en el año 2019, en los demás ejercicios económicos esta fue insuficiente. En los cortes interanuales (noviembre 2022 y noviembre 2023), la relación EBITDA (acumulado)/gastos financieros superó la unidad.

CUADRO 19, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	347	23	-334	116
Gastos Financieros	193	226	213	153
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,79	0,10	-1,57	0,76

Ítem	nov-22	nov-23
EBITDA	230	299
Gastos Financieros	153	89
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,51	3,36



Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos totales de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. tuvieron una tendencia variable, pues pasaron de USD 31,61 millones en 2021, a USD 34,02 millones en diciembre de 2022 y USD 33,41 millones en noviembre de 2023,

en este último corte la conducta estuvo determinada por el decremento en sus cuentas por cobrar relacionadas y otras cuentas por cobrar⁷⁴.

Al analizar la estructura de los activos se denotó que históricamente los activos corrientes fueron los que prevalecieron, es así que en noviembre de 2023 representaron el 71,79% de los activos (72,22% en diciembre de 2022), donde su cuenta más relevante fue inventarios, misma que representó el 51,21% de los activos totales (48,90% en diciembre de 2022), seguida de lejos por otras cuentas por cobrar que corresponden a los anticipos de proyectos de la compañía y significaron el 12,05% de los activos totales (12,29% en diciembre de 2022); y cuentas por cobrar relacionadas que participaron con el 5,98% (8,60% en diciembre de 2022).

Se debe destacar que la cuenta efectivo y equivalente de efectivo ha venido decreciendo a lo largo del tiempo y representa menos del 0,20% sobre los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa. Para noviembre de 2023 el efectivo y equivalentes significó apenas el 0,01% de los activos (0,08% en diciembre de 2022).

Por otra parte, los activos no corrientes tuvieron una menor representación, es así que en noviembre de 2023 significaron el 28,21% de los activos totales (27,78% en diciembre de 2022) y estuvieron conformados principalmente por inversiones no corrientes⁷⁵ con una representación del 20,90% del total de activos (20,52% en 2022) y cuentas por cobrar de largo plazo con el 5,10% de los activos (5,01% en diciembre de 2022⁷⁶).

Pasivos

La estructura de financiamiento de la compañía estuvo determinada por recursos de terceros, es así que los pasivos pasaron de financiar el 75,91% de los activos en diciembre de 2021 a un 77,49% en el año 2022 y un 76,55% en noviembre de 2023, siendo sus principales cuentas, las obligaciones con costo (corto y largo plazo) y anticipo clientes.

En cuanto a la estructura de los pasivos, los de tipo corriente fueron los de mayor preponderancia, dado que en promedio (2019-2022) financiaron un 43,76% de los activos totales, para diciembre de 2022 lo hicieron en un 44,79% y 46,86% en noviembre de 2023, cuya composición, para este último periodo estuvo determinada por anticipos de clientes, mismos que financiaron al activo en un 20,22% (17,47% en diciembre de 2022), le sigue de lejos otras cuentas por pagar⁷⁷ que significaron el 10,35% (9,76% en diciembre 2022), obligaciones con costo⁷⁸ (corto plazo) con el 9,15% (10,92% en diciembre de 2022), y proveedores que representaron el 4,97% de los activos (4,82% en diciembre de 2022).

Por su parte los pasivos no corrientes, tuvieron menor relevancia dentro del financiamiento de los activos, puesto que en promedio (2019-2022) financiaron el 32,55% de los activos; para diciembre de 2022, representaron un 32,71% de los activos y el 29,69% en noviembre de 2023. Los pasivos no corrientes estuvieron conformados casi en su totalidad por obligaciones con costo⁷⁹ (largo plazo), y su participación dentro del activo alcanzó el 28,83% en noviembre de 2023 (31,96% en diciembre de 2022).

La deuda financiera que se encuentra conformada por obligaciones con el mercado de valores e instituciones financieras y no financieras pasó de financiar el 42,89% de los activos en 2022 a un 37,98% en noviembre de 2023, en este último corte significó el 49,61% del pasivo y el 161,92% del patrimonio.

⁷⁴ Corresponde a anticipo de proyectos

⁷⁵ Incluye activos financieros mantenidos hasta el vencimiento, inversiones en subsidiarias y asociadas.

⁷⁶ Según el informe de auditoría externa del año 2021, estos valores corresponden a un contrato de cesión de accionistas con la empresa uruguaya Triplan S.A. suscrito con fecha diciembre 23 de 2014 por la cesión del 50% de las acciones de la compañía Amarala S.A.; con plazo de 4 años y cuya forma de pago es la de abonos parciales o pagar el precio total al vencimiento, hasta el 31 de diciembre de 2021; cabe indicar que no se ha recuperado dicho valor y el contrato se encuentra vencido y no ha sido renovado.

⁷⁷ Se encuentran conformadas principalmente por cuentas por pagar contratistas, empleados, accionistas, entre otras.

⁷⁸ Incluye obligaciones con instituciones financieras, obligaciones con instituciones no financieras (de acuerdo con el informe de Auditoría Externa de 2020, esta cuenta se encuentra conformada por pagarés, préstamos a terceros y un acuerdo transaccional, los cuales generan intereses) y obligaciones con el Mercado de Valores.

⁷⁹ Incluye obligaciones con instituciones financieras, obligaciones con instituciones no financieras (de acuerdo con el informe de Auditoría Externa de 2020, esta cuenta se encuentra conformada por pagarés, préstamos a terceros y un acuerdo transaccional, los cuales generan intereses) y obligaciones con el Mercado de Valores.

Patrimonio

Durante el periodo analizado el patrimonio de la compañía presentó ligeros crecimientos en términos monetarios, sin embargo, en su financiamiento dentro del activo se mantuvo en un nivel relativamente estable pasó de 24,09% (USD 7,62 millones) en el año 2021 a un 22,51% (USD 7,66 millones) en el año 2022 y 23,45% (USD 7,84 millones) de los activos en noviembre de 2023.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que prevalecieron superávits por revalorización y efecto por aplicación de las NIIF, rubros que en conjunto financiaron el 14,95% de los activos en el año 2022 y un 15,23% de los activos en noviembre de 2023, a esta cuenta le siguen los resultados acumulados que financiaron el 6,03% de los activos en diciembre de 2022 y 6,27% de los activos en noviembre de 2023.

Es importante indicar que el capital social de la compañía se mantuvo invariable en un monto de USD 0,25 millones y su representación sobre los activos fue inferior al 1,00% durante el periodo analizado. Lo que determina la necesidad de la compañía por inyectar recursos frescos en su operación.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de la junta general de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

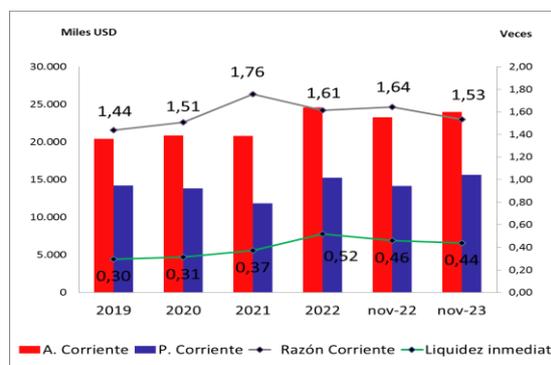
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante), registraron valores superiores a la unidad, evidenciando la paridad que existe entre los activos de corto plazo con los pasivos del mismo tipo, lo que además le permitió generar un capital de trabajo positivo para todos los periodos analizados que significó el 27,43% de los activos en diciembre de 2022 y el 24,93% en noviembre de 2023; lo que demuestra que la compañía posee recursos aceptables para ejecutar su operación y no registra mayormente recursos ociosos.

CUADRO 20, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	20.437	20.861	20.789	24.570
Pasivo Corriente	14.196	13.822	11.837	15.238
Razón Circulante (veces)	1,44	1,51	1,76	1,61
Liquidez Inmediata (veces)	0,30	0,31	0,37	0,52

Ítem	nov-22	nov-23
Activo Corriente	23.268	23.984
Pasivo Corriente	14.155	15.654
Razón Circulante (veces)	1,64	1,53
Liquidez Inmediata (veces)	0,46	0,44



Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

El periodo de cobros de CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. pasó de 5 días en diciembre de 2020 a 3 días en diciembre de 2021 y diciembre de 2022, siendo este el tiempo aproximado en el que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas.

El financiamiento que presentó la compañía por parte de sus proveedores registró un comportamiento creciente, pasando de 325 días en 2021 a 548 días en diciembre de 2022. De esta forma se evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo de pago a sus proveedores hubo un calce de 544

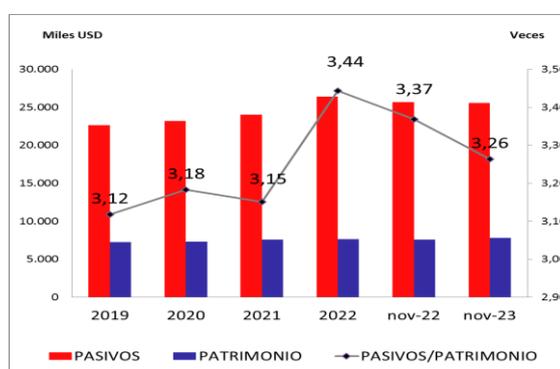
días para diciembre de 2022. En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que esta registró una menor rotación en bodega, pues pasó de 3.688 días en el 2021 a 5.555 días para diciembre de 2022.

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 5.011 días en diciembre de 2022, lo que refleja que la empresa debe recurrir a fuentes distintas para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

Durante el periodo analizado, el indicador de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) fue superior a 2,00 veces, evidenciando que la compañía financia su operación fundamentalmente con recursos de terceros. Para noviembre de 2023 esta relación se ubicó en 3,26 veces (3,44 veces en diciembre de 2022).

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A./ Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social, pasó de 105,46 veces al cierre de 2022 a 102,29 veces en noviembre de 2023, estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas. En cuanto al índice que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) este fue de 227,55 años en diciembre de 2022 y disminuyó a 138,64 años en noviembre de 2023, representando el tiempo estimado que la empresa requeriría para saldar la totalidad de sus obligaciones. Por otro lado, el indicador que relaciona la deuda financiera/EBITDA (anualizado) fue de 68,78 años en noviembre de 2023 (125,94% en diciembre de 2022).

Contingentes

Según lo reportado, la empresa mantiene operaciones como codeudor en el sistema financiero nacional, cuyo saldo representa aproximadamente el 1% de los activos de la empresa. Conforme indica la administración, estas operaciones crediticias responden a la gestión normal con empresas del Grupo y no representan un riesgo para la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁸⁰

Hasta el 10 de diciembre de 2023, el Mercado de Valores autorizó 69 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 40 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 29 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 495,20 millones, valor que representó 44,77% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.106,01 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 37,18%, mientras que las titularizaciones representaron el 18,05%.

⁸⁰ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	nov-22	2022	nov-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	59	35	34	(18)	26	3
Inversiones en derechos fiduciarios	631	597	563	526	545	518
Otras cuentas por cobrar	2.664	2.905	2.663	3.656	4.181	4.027
Cuentas por cobrar clientes	516	517	935	2.070	2.944	2.012
Inventarios	16.223	16.532	16.377	16.763	16.636	17.109
Otros Activos Corrientes	343	274	218	271	238	315
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	20.437	20.861	20.789	23.268	24.570	23.984
Propiedad, planta y equipo neto	992	916	758	729	707	679
Otros Activos No Corrientes	8.459	8.736	10.065	9.293	8.746	8.746
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	9.451	9.652	10.823	10.021	9.453	9.425
TOTAL ACTIVOS	29.888	30.513	31.612	33.289	34.023	33.408
PASIVOS						
Obligaciones Inst Financieras	7.561	5.835	1.532	1.267	1.654	1.759
Obligaciones Inst No Financieras	335	1.224	1.155	1.260	1.250	1.296
Obligaciones Mercado de Valores	-	783	471	812	812	-
Proveedores	1.273	1.213	1.445	1.640	1.640	1.662
Anticipo clientes	4.660	4.253	4.891	5.330	5.943	6.756
Otros Pasivos Corrientes	367	514	2.344	3.847	3.939	4.181
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	14.196	13.822	11.837	14.155	15.238	15.654
Obligaciones Financieras Largo Plazo	1.230	3.066	4.271	4.229	4.217	4.217
Obligaciones No Financieras Largo Plazo	2.816	3.401	5.339	6.067	6.201	4.958
Obligaciones Mercado de Valores	2.913	1.656	1.346	457	457	457
Ingresos diferidos	1.251	1.052	976	533	24	0
Otros Pasivos No Corrientes	225	221	228	227	229	287
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	8.434	9.397	12.159	11.513	11.128	9.919
Deuda Financiera	14.854	15.966	14.112	14.092	14.592	12.687
Deuda Financiera C/P	7.896	7.843	3.157	3.339	3.716	3.055
Deuda Financiera L/P	6.958	8.123	10.956	10.753	10.875	9.632
TOTAL PASIVOS	22.630	23.219	23.996	25.668	26.366	25.573
PATRIMONIO						
Capital Social	250	250	250	250	250	250
Reservas	227	227	227	227	227	227
Resultado del Ejercicio	56	37	10	5	41	178
Adopción NIIF y superávit revalorización	4.775	4.775	5.087	5.087	5.087	5.087
Resultados acumulados	1.949	2.005	2.042	2.053	2.053	2.094
TOTAL PATRIMONIO	7.257	7.294	7.616	7.621	7.657	7.835

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	nov-22	2022	nov-23
Ventas	4.835	1.858	1.890	1.219	1.759	994
Costo de ventas	3.543	1.227	1.621	500	1.093	239
MARGEN BRUTO	1.292	631	269	719	666	755
Gastos de Administración	1.066	697	658	518	582	479
UTILIDAD OPERACIONAL	226	(66)	(389)	200	84	276
Gastos Financieros	193	226	213	153	153	89
Otros ingresos/egresos netos	101	364	612	(43)	110	(9)
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	134	72	10	5	41	178
Impuesto a la Renta	78	36	0	0	0	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	56	37	10	5	41	178

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	nov-22	2022	nov-23
Gastos Operacionales / Ingresos	22,04%	37,50%	34,83%	42,53%	33,10%	48,21%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,68%	-3,55%	-20,58%	16,44%	4,75%	27,77%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	1,16%	1,97%	0,55%	0,41%	2,33%	17,94%
Utilidad Neta / capital permanente	0,75%	0,43%	0,09%	0,05%	0,36%	1,92%
Utilidad Operativa / capital permanente	3,04%	-0,77%	-3,40%	1,95%	0,74%	2,98%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	403,71%	-179,76%	-3720,62%	4007,88%	203,77%	154,80%
(Otros ingresos- Otros egresos) / Utilidad Neta del Ejercicio	179,97%	993,07%	5857,14%	-852,06%	268,63%	-5,03%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	345,30%	616,18%	2036,52%	3055,82%	372,40%	49,76%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,77%	0,50%	0,14%	0,07%	0,54%	2,28%
Rentabilidad sobre Activos	0,19%	0,12%	0,03%	0,02%	0,12%	0,53%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	1,31%	-0,38%	-2,26%	1,25%	0,48%	1,69%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	0,76%	-0,22%	-1,23%	0,66%	0,25%	0,90%
Liquidez						
Razón Corriente	1,44	1,51	1,76	1,64	1,61	1,53
Liquidez Inmediata	0,30	0,31	0,37	0,46	0,52	0,44
Capital de Trabajo	6.240	7.039	8.952	9.113	9.332	8.330
Capital de Trabajo / Activos Totales	20,88%	23,07%	28,32%	27,37%	27,43%	24,93%
Cobertura						
EBITDA	347	23	-334	230	116	299
EBITDA anualizado	347	23	-334	-788	116	184
Ingresos	4.835	1.858	1.890	1.219	1.759	994
Gastos Financieros	193	226	213	153	153	89
EBITDA / Ingresos	7,17%	1,24%	-17,66%	18,87%	6,59%	30,03%
EBITDA/Gastos Financieros	1,79	0,10	-1,57	1,51	0,76	3,36
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,02	0,00	-0,03	0,01	0,01	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,11	57,65	-	-1.371,29	-	-
Gastos de Capital / Depreciación	0,70	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00
EBITDA/Deuda Total	0,02	0,00	-0,02	-0,06	0,01	0,01
Flujo libre de caja/ Deuda Total	0,01	0,04	0,31	0,01	0,00	0,00
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,12	3,18	3,15	3,37	3,44	3,26
Activo Total / Capital Social	119,55	122,05	126,45	133,16	136,09	133,63
Pasivo Total / Capital Social	90,52	92,88	95,98	102,67	105,46	102,29
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	42,84	690,65	-42,29	-17,89	125,94	68,78
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	65,26	1.004,41	-71,90	-32,59	227,55	138,64
Deuda Financiera / Pasivo	65,64%	68,76%	58,81%	54,90%	55,34%	49,61%
Deuda Financiera / Patrimonio	204,68%	218,88%	185,30%	184,90%	190,57%	161,92%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	53,16%	49,12%	22,37%	23,69%	25,47%	24,08%
Pasivo Total / Activo Total	75,72%	76,09%	75,91%	77,11%	77,49%	76,55%
Capital Social / Activo Total	0,84%	0,82%	0,79%	0,75%	0,73%	0,75%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	24,28%	23,91%	24,09%	22,89%	22,51%	23,45%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	2	5	3	6	3	5
Duración de Existencias (días)	1.671	4.917	3.688	11.195	5.555	23.921
Plazo de Proveedores (días)	131	361	325	1.095	548	2.324

Fuente: CONSTRUCTORA COVIGÓN C.A. / Elaboración: Class International Rating