

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

PRIMER PROGRAMA DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO O PAPEL COMERCIAL - COTZUL S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 290/2023, del 30 de noviembre de 2023

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2023

Analista: Econ. Andrea Díaz

andrea.diaz@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

COTZUL S.A. se constituyó en el cantón Guayaquil, el 23 de noviembre de 2000 y fue inscrita en el Registro Mercantil el 14 de diciembre del mismo año, y se dedica a la compraventa, distribución, representación, agencias, e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadoras, máquinas y equipos de oficina eléctricos y electrónicos, instrumentos y equipos musicales, entre otros.

Tercera Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00004903 emitida el 28 de junio de 2022

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 290/2023 del 30 de noviembre de 2023, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A. por un monto de un millón de dólares (USD 1'000.000,00).

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

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

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 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 al Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- COTZUL S.A. es una compañía constituida en Guayaquil, entre sus principales líneas de negocio, se encuentran la línea de Audio y Video (amplificación, mezcladores, parlantes), línea Car Audio Video (radios, alarmas, antenas), línea Seguridad (cámaras, grabadores digitales, accesorios) y la línea Electrónica (cables, conectores, reguladores, soldaduras).
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.

- COTZUL S.A. cuenta con 2 locales comerciales ubicados en el centro de Guayaquil, a partir del año 2020 implementó en su totalidad el punto de venta mediante la página web y cuenta con un canal de ventas mayoristas desde la bodega Portrans S.A. ubicada en el sur de Guayaquil.
- Entre los años 2021 y 2022 los ingresos de la compañía crecieron en 29,93%; pasando de USD 4,94 millones a USD 6,42 millones, gracias a la reactivación económica que experimentó el país, como efecto del avance del plan de vacunación que dinamizó parte del sector comercial. Para los periodos interanuales los ingresos mantuvieron su comportamiento levemente al alza (+0,04%), registrando USD 4,25 millones en septiembre de 2022 y USD 4,26 millones en septiembre de 2023, lo que obedece a mayores ventas en las líneas de instrumentos musicales y equipos pro iluminación.
- Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le originó a lo largo del periodo analizado resultados operativos positivos, con excepción del 2020, cuando el resultado operativo fue negativo. Es así que pasó de 4,74% en 2021 a 9,17% en diciembre de 2022. Al 30 de septiembre de 2023, la utilidad operativa representó el 9,58% de los ingresos, porcentaje superior a lo arrojado en su similar de 2022, cuando fue de 8,41% de los ingresos.
- Para diciembre de 2021, el margen neto representó el 1,32% de los ingresos y un 2,47% de los ingresos en diciembre de 2022, comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos. Al 30 de septiembre de 2023, la utilidad antes de impuestos crece en 3,46% respecto a su similar de 2022 y representa el 5,82% de los ingresos (5,63% de los ingresos en septiembre de 2022).
- Al 30 de septiembre de 2023, el EBITDA (acumulado) significó el 10,78% de los ingresos (9,44% en septiembre de 2022), porcentaje que evidencia una mejoría en la capacidad de generación de flujos provenientes de su operación, misma que le permitió cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.
- Los activos crecieron de USD 4,64 millones en 2020 a USD 4,76 millones en 2021, USD 5,62 millones en 2022 y USD 6,61 millones en septiembre de 2023, en este último período se registra una variación de +17,67% respecto a diciembre de 2022, como efecto de las variaciones en inventarios, siendo esta cuenta la de mayor peso en su composición.
- Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de COTZUL S.A., se debe indicar que, a septiembre de 2023, la cartera por vencer representó el 71,41% (65,36% en diciembre de 2022) de la cartera total, mientras que el 25,74% fue cartera vencida (32,27% en diciembre de 2022), dentro de esta el rango de mayor concentración se encontró en la cartera vencida entre 31 y 90 días con el 17,65% (9,23% en diciembre de 2022). La diferencia del 2,85% (2,37% a diciembre de 2022) se encuentra distribuida en provisión de cuentas incobrables y saldos a favor. Estos resultados evidencian una mejor posición de la cartera respecto a diciembre de 2022, sin embargo, es preciso mantener la adecuada gestión de cobranza con el propósito de evitar un posible riesgo de incobrabilidad y consecuentes afectaciones al flujo de efectivo.
- El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue relativamente estable, promediando entre los años 2019 a 2022 el 54,37%, mientras que a septiembre de 2023 fue de 61,37% (56,91% de los activos en diciembre de 2022), siendo su cuenta más relevante las obligaciones con costo. Lo mencionado determina que la política de financiamiento de la compañía privilegia el uso de recursos de terceros.
- El patrimonio se mantuvo constante en el financiamiento de los activos, pues luego de fondear el 45,66% en 2020, pasó a un 45,85% en 2021, 43,09% en 2022 y un 38,63% al 30 de septiembre de 2023.
- El capital social no presentó variaciones durante el periodo analizado, se mantuvo en USD 1,41 millones y financió el 21,33% de los activos a septiembre de 2023 y el 25,09% en diciembre de 2022.
- COTZUL S.A., para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo superior a la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros.

Sobre la Emisión:

- A los 11 días de marzo de 2022, la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de COTZUL S.A., resolvió autorizar el Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., por un monto de hasta USD 1,00 millón el mismo que se encuentra respaldada por una garantía general.

- Posteriormente, con fecha 09 de mayo de 2022, COTZUL S.A. como emisor, conjuntamente con Avalconsulting Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A.
- Con fecha 12 de julio de 2022, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 13 de enero de 2023 colocó el 100,00% del programa aprobado (USD 1,00 millones).
- El Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A. se encuentra respaldado 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 Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ❖ 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ✓ Al 30 de septiembre de 2023, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- El emisor se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2,00 veces.
 - ❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Al 30 de septiembre de 2023, la compañía presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 5,13 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 4,11 millones, cifra que genera una cobertura de 4,11 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que el Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.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 adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Lo que se evidencia en los resultados reales de la compañía.

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:

- El negocio de COTZUL S.A., está expuesto a los riesgos inherentes a toda actividad empresarial, pues la incertidumbre que se pueda generar por políticas económicas gubernamentales podría conllevar la reducción del consumo de este tipo de productos.
- Un deterioro en el poder adquisitivo de los ecuatorianos potencialmente podría significar una reducción sobre el consumo de los productos que comercializa la compañía, lo cual incidiría en el nivel de ingresos de la misma y consecuentemente afectar sus resultados.
- Otro riesgo al que está expuesta la compañía, se encuentra relacionado con escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes les ha facturado, lo cual podría afectar el flujo de la compañía.
- Debido a la constante innovación del sector de la tecnología, sus avances y tendencias, el inventario de COTZUL S.A., si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto, por lo cual y para contrarrestar este riesgo la compañía trabaja con estrictos controles de su inventario y realiza además estudios de mercado con la finalidad de estar siempre a la vanguardia de la tecnología.
- Ingreso de nuevos competidores o crecimiento de la competencia, lo cual podría reducir su participación en el mercado y el portafolio de clientes.
- La concentración de cartera en pocos clientes podría derivar en afectaciones al flujo, en el evento de que esos pocos clientes incumplan con sus obligaciones. Este riesgo es mitigado con la alta atomización de las ventas en un número importante de clientes.

- La dependencia sobre un proveedor podría generar un riesgo de desabastecimiento o encarecimiento de los productos por cambio de proveedor si las relaciones con el proveedor exclusivo se deterioran.
- Si la empresa no mantiene una adecuada gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría generar un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para su flujo.
- 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.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados por la compañía podría generar retrasos en la comercialización de los mismos.
- 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, incluyendo el petróleo.

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 previsible 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 indicar que los activos libres de gravamen que respaldan la emisión son: cuentas por cobrar comerciales e inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos rubros podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados proyectos podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían 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 de medidas arancelarias y regulatorias por parte del Gobierno que impida o restrinja la importación de los equipos que comercializar la compañía.
- 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.
- Finalmente, las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión presentan un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y 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 septiembre de 2023, la compañía no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato Papel Comercial.
- Acta de la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión.
- Circular de Oferta Pública.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de COTZUL S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 30 de septiembre de 2022 y 30 de septiembre de 2023.
- Informe semestral del Representante de los obligacionistas.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

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

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

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial

- Posicionamiento del valor en el mercado

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, a los 11 días de marzo de 2022, se reunió la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de COTZUL S.A., misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y resolvió por unanimidad, autorizar que la compañía realice el Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., por un monto de hasta USD 1'000.000,00.

Posteriormente, COTZUL S.A. como Emisor, conjuntamente con Avalconsulting Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, con fecha 09 de mayo de 2022, suscribieron el contrato del Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL

EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL - COTZUL S.A.	
Emisor	COTZUL S.A.
Monto	Hasta USD 1.000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América. salvo que, por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al dólar de los Estados Unidos de América; la unidad monetaria que represente la emisión será aquella moneda de curso legal distinta, y en base a la cual se realizará el pago a los tenedores de obligaciones, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos en la norma que determine tal modificación.
Títulos de las obligaciones	Desmaterializadas. El valor nominal será de un centavo de Dólar de los Estados Unidos de América (USD 0,01), pudiendo emitirse obligaciones por montos mayores, siempre que sean en múltiplos de un centavo de Dólar de los Estados Unidos de América (USD 0,01).
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Rescates Anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados, ni sorteos de los valores.
Underwriting	No contempla un contrato de underwriting.
Agente estructurador y colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.
Amortización Capital	Al vencimiento
Pago de Intereses	Cero Cupón
Destino de los recursos	Serán utilizados para capital de trabajo consistente en compra de inventarios, insumos o materias primas y/o restructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones bancarias de corto plazo.
Fecha de generación de intereses	La fecha de emisión será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores de cada una de las emisiones del Papel Comercial.
Representante de Obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.
Sistema de Colocación	A través del Mercado Bursátil.

Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Limitaciones de Endeudamiento	<p>El Emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2.00 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerarán las obligaciones de corto o largo plazo, bancarias y emisiones a través del mercado de valores.</p>

Fuente: Contrato de emisión / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo (30 de septiembre de 2023)

Con fecha 28 de junio de 2022, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo por un monto de hasta USD 1,00 millón, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00004903 la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 01 de julio de 2022. Así mismo se debe acotar que el plazo de vigencia de la oferta pública vence el 17 de junio de 2024.

Colocación de los Valores

Con fecha 12 de julio de 2022, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 13 de enero de 2023 colocó el 100,00% del programa aprobado (USD 1,00 millones).

Al vencimiento de cada uno de los títulos valores, estos han sido cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente. Se debe mencionar además que, la Casa de Valores ha ido colocando los valores de acuerdo a las necesidades del flujo de la compañía.

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 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

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

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

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

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios

del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Limitaciones de Endeudamiento

El Emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2,00 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será **semestral**, con balances cortados a **junio y diciembre** de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerarán las obligaciones de corto o largo plazo, bancarias y emisiones a través del mercado de valores.

❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 2: CUMPLIMIENTO DE RESGUARDOS CUANTIFICABLES

Indicador	Límite	jun-23	sep-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos (veces)	$\geq 1,00$	-	1,57	SI
Activos depurados / Obligaciones en circulación	$\geq 1,25$	-	5,13	SI
Pasivos con costo / Patrimonio (veces)	$\leq 2,00$	0,95	-	SI

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

Monto Máximo de Emisión

El Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., está respaldado por una Garantía General otorgada por COTZUL S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 30 de septiembre de 2023, COTZUL S.A. estuvo conformada por un total de activos de USD 6,61 millones, de los cuales el 79,26% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 3: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, COTZUL S.A. (miles USD, septiembre 2023)

Concepto	Libres	%
Disponibles	642	12,26%
Exigibles	1.520	29,02%
Realizables	2.306	44,04%
Activo Fijo	559	10,67%
Otros activos	210	4,00%
TOTAL	5.237	100,00%

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de septiembre de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el emisor deberá restarse lo siguiente: los activos

diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto-s ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 5,13 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 4,11 millones, cifra que genera una cobertura de 4,11 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que el Primer Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.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 septiembre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 5,24 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (septiembre 2023)

Descripción	Miles USD
Total Activos	6.607
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	104
(-) Activos Gravados	1.370
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	-
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	5.133
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	4.106
Emisión de Papel Comercial	1.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	5,13
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	4,11

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de septiembre 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 1,35 veces⁶ sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

¹ "La verificación realizada por la calificadoradora 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 calificadoradora 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."

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁴ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

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

⁶ (Activos deducidos – Saldo emisiones vigentes) / (Pasivo - Saldo emisiones vigentes)

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de septiembre de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 1,37 millones lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 5,24 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 septiembre de 2023, el 19,59% del 200% del patrimonio y el 39,18% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (septiembre 2023)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	2.552
200% del Patrimonio	5.105
Papel Comercial	1.000
Valores en circulación / 200% del Patrimonio	19,59%
Valores en circulación / Patrimonio	39,18%

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

Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2022	2023	2024
Ventas	5.593.376	6.021.757	6.383.062
Costo de Ventas	(3.686.043)	(3.950.281)	(4.129.850)
Utilidad Bruta	1.907.333	2.071.476	2.253.212
Gastos Operativos	(1.604.804)	(1.727.712)	(1.831.374)
Utilidad Operacional	302.529	343.764	421.837
Gastos Financieros	(146.429)	(129.184)	(94.866)
Otros ingresos / egresos, neto	2.107	2.268	2.404
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	158.206	216.848	329.375
Participación trabajadores	(23.731)	(32.527)	(49.406)
Impuesto a la renta	(39.552)	(54.212)	(82.344)
Utilidad Neta	94.924	130.109	197.625

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

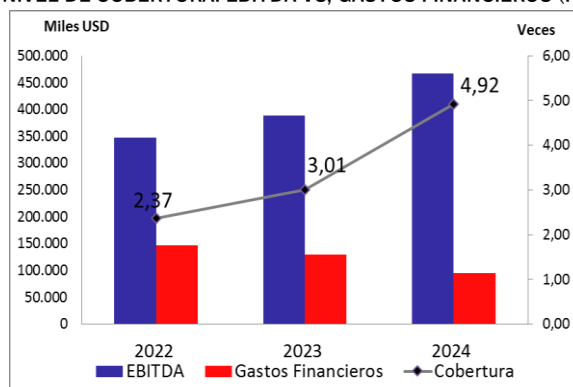
Las proyecciones realizadas determinaron que en el año 2022 las ventas cerrarán en un valor de USD 5,59 millones, posterior a lo cual, se proyecta un crecimiento de las mismas del 7,66% para el 2023 y del 6,00% para el año 2024.

Conforme la estructuración financiera, los costos de ventas presentarían un comportamiento decreciente en su representación sobre los ingresos, puesto que pasarían del 65,90% en 2022 al 64,70% en el 2024, con lo cual el margen bruto se establece con una representación máxima del 35,30% al cierre del 2024. Los gastos operacionales muestran una representación fija del 28,69% para todos los años proyectados. Estos resultados generarían una utilidad operativa creciente, pues pasaría de USD 0,30 millones (5,41% de los ingresos) en el año 2022 a USD 0,42 millones (6,61% de los ingresos) al cierre de 2024.

Posteriormente, tras el cómputo de los gastos financieros correspondientes a la emisión y al resto de compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía, además de otros ingresos y los respectivos impuestos la compañía generaría un margen neto creciente, el mismo que significaría el 1,70% de los ingresos en 2022 y el 3,10% en 2024.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros 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 2,37 veces en el año 2022 a 4,92 veces en el año 2024.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / 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 (excepto para 2022); luego incluye flujo de inversión, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en 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:

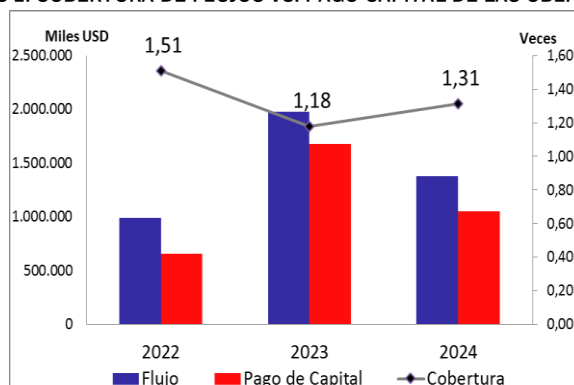
CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

DESCRIPCIÓN	2022	2023	2024
UTILIDAD NETA	94.924	130.109	197.625
DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	45.042	45.131	44.813
PROVISIÓN INCOBRABLES	3.186	-	-
UTILIDAD MAS CARGOS NO MONETARIOS	143.152	175.240	242.438
(+/-) CXC COMERCIALES	(101.500)	(49.352)	(31.985)
(+/-) CTAS POR COBRAR RELACIONADAS	(14.713)	38.230	25.603
(+/-) IMPUESTOS CORRIENTES	(41.188)	(3.154)	(2.661)
(+/-) OTROS ACTIVOS CORRIENTES	(4.544)	(9.041)	(7.626)
(+/-) INVENTARIO	(209.237)	483.533	67.005
(+/-) IMPUESTOS DIFERIDOS	71.311	(8.668)	(7.311)
(+/-) CXP PROVEEDORES	23.983	(10.332)	(1.613)
(+/-) CXP RELACIONADAS (ANTICIPOS)	11.055	793	539
(+/-) OBLIGACIONES FISCALES Y LABORALES	19.569	11.223	9.466
(+/-) OTROS PASIVOS CORRIENTES	(112.422)	9.806	3.866
(+/-) PROVISIÓN DE OBLIGACIONES POR BENEFICIOS DEFINIDOS	18.338	47.632	21.303
(+/-) CAPITAL DE TRABAJO	(339.347)	510.669	76.588
FLUJO OPERATIVO	(196.196)	685.908	319.026
ACTIVO FIJO	(39.271)	(40.812)	(38.600)
INVERSIONES TEMPORALES	(5.000)	-	-
FLUJO DE INVERSIÓN	(44.271)	(40.812)	(38.600)
DESEMBOLSOS BANCARIOS	(495.826)	(639.335)	800.000
AMORTIZACIÓN OGG - 2019	(158.733)	-	-
COLOCACIÓN PCO - 2022	1.000.000	1.000.000	-
AMORTIZACIÓN PCO - 2022	-	(1.000.000)	(1.000.000)
REPARTO DE DIVIDENDOS	-	(37.969)	(52.041)
FLUJO FINANCIERO	345.441	(677.304)	(252.041)
FLUJO GENERADO	104.974	(32.208)	28.386
CAJA INICIAL	227.724	332.698	300.491

CAJA ACUMULADA	332.698	300.491	328.876
-----------------------	----------------	----------------	----------------

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 1,51 veces en 2022, mientras que, para diciembre de 2024, sería de 1,31 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados pasando de 1,70% en 2022 a 3,10% en el año 2024.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando la variable de ingresos por ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es una contracción del -1,8% en las ventas (2022-2024), en donde la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados 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

Se realizó un análisis comparativo entre el estado de resultados real vs el proyectado a septiembre de 2023, en el cual se pudo evidenciar que las ventas registraron un cumplimiento del 109,14%, mientras que los costos de ventas registraron un cumplimiento del 97,85%, lo que originó que la utilidad bruta registre una ejecución del 130,65%. Por su parte, los gastos operativos registraron un cumplimiento de 120,24% frente a lo proyectado, lo que generó una utilidad operacional real con un cumplimiento de 182,96% de lo estimado en un inicio. Finalmente, después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos neto, la compañía arrojó una utilidad antes de participación e impuestos superior a la proyectada, con un cumplimiento del 200,14%

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

Cuenta	Proyectado III-T 2023	Real sep-23	Cumplimiento
Ventas	3.904	4.261	109,14%
Costo de Ventas	2.561	2.506	97,85%
Utilidad Bruta	1.343	1.755	130,65%
Total Gastos de operacionales	1.120	1.347	120,24%
Utilidad Operacional	223	408	182,96%
Gastos Financieros	100	141	141,23%
Otros ingresos / egresos, neto	1	(19)	-1860,56%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	124	248	200,14%

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

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de septiembre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación negativo el mismo que arrojó un valor de USD 1,19 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 0,86 millones y un flujo procedente de actividades de inversión negativo de USD 0,04 millones, lo que generó un aumento (disminución)

neto de efectivo de USD -0,03 millones y un efectivo y equivalentes de efectivo al final de USD 0,64 millones, valor que significó el 15,07% de los ingresos y 9,72% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor realizó las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,4% en 2023 y 1,8% en 2024⁷. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 1,3% en el 2023 y un 1,9% en 2024⁸. 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 mundo⁹.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹⁰. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para el año 2023 y de 0,8% para 2024, a lo largo del año, las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹¹.

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

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,1% en 2023 (+1,5% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,7% en 2023 y +1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,2% en 2023 y 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para los años 2023 y 2024¹².

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

⁸ <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

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

¹⁰ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

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

Por último, el FMI menciona que es necesaria una cooperación multilateral más rápida y más eficiente en las resoluciones de la deuda para evitar tensiones por sobreendeudamiento. La cooperación es también necesaria para mitigar los efectos del cambio climático y acelerar la transición verde, entre otras formas garantizando el flujo transfronterizo regular de los minerales necesarios¹³.

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

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (ago 2023)	48,94%	Inflación mensual (sep 2023)	0,04%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-ago 2023	1.252,19 Superávit	Inflación anual (sep 2023)	2,23%
Reservas Internacionales (millones USD 01-nov-2023)	6.027,74	Inflación acumulada (sep 2023)	1,96%
Riesgo país (12 de nov 2023) ¹⁴	1.949 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 10-nov-2023)	77,17	Tasa de Desempleo urbano (sep 2023)	4,8%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el segundo trimestre del 2023 el PIB creció en 3,3% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de +2,5% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el segundo trimestre de 2023 en la industria suministro de electricidad y agua (+10,8% en comparación a su similar de 2022); seguida de acuicultura y pesca de camarón (+10,5% respecto al segundo trimestre de 2022); enseñanza y servicios sociales y de salud (+8,5% respecto a su similar de 2022); y, correo y comunicaciones (+7,5% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del gasto del gobierno, consumo final de los hogares y formación bruta de capital flujo (FBKF)¹⁵.

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones¹⁶.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

¹³ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2023

¹⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformEIT_2023.pdf

¹⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

El **Riesgo País** registró 1.949 puntos al 12 de noviembre de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁷.

La coyuntura actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.900 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la probabilidad de caer en impago o default de la deuda externa en 2026 o 2027, mencionada por el presidente electo; y, con la caída del precio del petróleo WTI, puesto que, las exportaciones petroleras representan uno de los principales ingresos para el Presupuesto General del Estado. Lo antes mencionado genera en los inversionistas un escenario preocupante y de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana¹⁸.

Para agosto de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 19.094,83 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 19.982,40 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes, y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para agosto de 2023 alcanzaron USD 20.347,02 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 22.232,79 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta agosto de 2023 arrojaron una suma de USD 14.767,06 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 5.579,96 millones.

Hasta agosto de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.252,19 millones, USD 998,20 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.250,39 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.320,21 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 68,02 millones¹⁹.

Desde el 27 de octubre de 2023, el Ministerio de Energía dispuso apagones programados a escala nacional provocados por la escasez de electricidad y la sequía. Según un balance realizado por la Cámara de Comercio de Guayaquil, hasta el 07 de noviembre Ecuador acumula 22 horas de apagones, lo cual ha generado una pérdida de USD 439 millones en los sectores productivos. Asimismo, la Cámara de Comercio de Quito, determina que el 85,4% de las empresas ha sufrido afectaciones por los cortes de luz, causando una disminución del 25% de las ventas, y afectaciones a equipos y cadena de frío²⁰. Se estima que las pérdidas para el sector productivo no serían inferiores a los USD 2.000 millones, siendo las pequeñas y medianas empresas las más afectadas²¹.

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 y en octubre de 2023 cierra en USD 80,44 por barril (USD 77,17 por barril al 10 de noviembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²² por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²³.

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

¹⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/riesgo-pais-aumento-daniel-noboa-default-petroleo/>

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/m2059/IEM-322-e.xlsx>

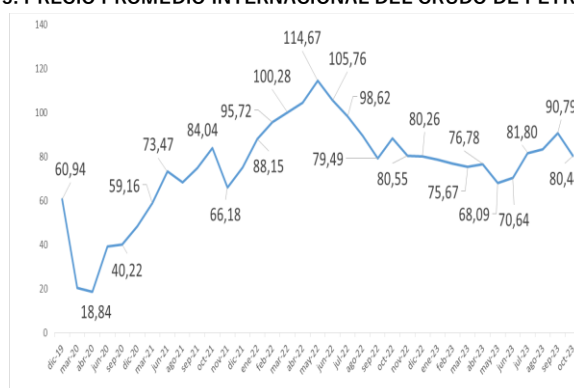
²⁰ <https://revistagestion.ec/cifras/sectores-productivos-acumulan-22-horas-de-apagones-y-estiman-perdidas-por-439-millones/>

²¹ <https://ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/170373-sector-productivo-alerta-ante-rationamiento-de-electricidad>

²² <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%20C20>

²³ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

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



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

En septiembre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,48 millones de barriles, lo que representa un 1,54% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,66 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,82 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁴.

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 septiembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 13.502,14 millones, es decir existió un incremento de 2,47% respecto al mismo período de 2022 (USD 13.176,41 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta septiembre de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.342,41 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.606,88 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 829,33 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 635,03 millones²⁵.

La **inflación mensual** en septiembre de 2023 registró una variación de 0,04%, mientras que la variación **anual** fue de 2,23% y la **acumulada** fue de 1,96%. Para septiembre de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 58,70% presentaron porcentajes positivos, siendo Transporte; Bienes y servicios diversos; y, Salud, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 41,30% se registraron resultados negativos, siendo Recreación y cultura; y, Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar, las de mayor variación²⁶.

En referencia al **salario nominal promedio**, para septiembre de 2023, se fijó en USD 524,83²⁷; 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 466,99 para septiembre 2023²⁸. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en septiembre de 2023, se ubicó en USD 782,34²⁹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 107,37% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,7% en septiembre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁰ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 35,5% en septiembre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 20,2% a septiembre de 2023³¹.

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023200.pdf>

²⁵ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202309.pdf>

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCovuntura/CifrasEconomicas/cie202309.pdf>

²⁸ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Septiembre/Boletin_tecnico_09-2023-IPC.pdf

³⁰ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Septiembre/202309_Mercado_Laboral.pdf

A junio 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 27,0% y la pobreza extrema en 10,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,0% y en el área rural alcanzó el 46,4% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³², 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)³³.

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 7,52% para noviembre de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,80%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,28%³⁴. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para septiembre de 2023 alcanzó la suma de USD 77.724,5 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.606,3 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.304,1 millones³⁵.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía³⁶.

Para septiembre de 2023, la cartera de crédito total cerró en USD 41.374 millones, lo que representa un incremento de 9,9% frente a su similar período de 2022 (USD 3.735 millones más). De ese total, el 59% (USD 24.292 millones) de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES, vivienda y microcrédito) y el 41% al consumo (USD 17.082 millones). Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país, los bancos privados están sólidos, líquidos, solventes y continúan entregando crédito a las empresas y familias ecuatorianas para apoyar a la economía en su conjunto³⁷.

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior³⁸.

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)³⁹.

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 Ecuador⁴⁰. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte,

³² 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

³³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202309.pdf>

³⁶ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

³⁷ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/10/2023-10-10-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

³⁸ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

³⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren20231.pdf>

⁴⁰ <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴¹.

Para agosto de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 46.652,57 millones, cifra superior a la reportada en agosto de 2022, cuando fue de USD 46.287,30 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para agosto de 2023 fue de USD 11.491,35 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.043,54 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de agosto de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,94% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴².

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 octubre de 2023 totalizaron USD 6.007,59 millones (USD 6.027,74 millones al 01 de noviembre de 2023)⁴³. 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)⁴⁴ constituidas alcanzaron USD 1.829 millones al 20 de septiembre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.479 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 350 millones⁴⁵.

La **calificación de deuda** para noviembre de 2023⁴⁶ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"⁴⁷. 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 país⁴⁸.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

COTZUL S.A., se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Vigésimo Quinto del Cantón Guayaquil, el 23 de noviembre de 2000, la misma que fue inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 14 de diciembre del mismo año, con una duración de 70 años. Con fecha 06 de agosto de 2019, se suscribe la Reforma Integral de Estatutos Sociales de la compañía COTZUL S.A., mediante escritura pública presentada ante el Notario Público Titular Cuadragésimo del Cantón Guayaquil.

COTZUL S.A., es una empresa que se dedica a la compraventa, distribución, representación, agencias, e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadoras, máquinas y equipos de oficina eléctricos y electrónicos, instrumentos y equipos musicales, equipos de seguridad industrial y comercial, altavoces, cajas acústicas, micrófonos y sus soportes, audífonos, conectores y cables con conectores para uso electrónico y eléctrico, cables para uso en electrónica y electricidad, equipos de regulación de voltaje y fuentes de poder ininterrumpida, antenas para uso en electrónica, equipos de domótica, accesorios y repuestos para todos los productos que están en el inventario. Servicios de instalación de equipos electrónicos y eléctricos, servicios de garantía y reparación de productos finales, entre otros.

Los canales de venta con los que comercializa sus productos la compañía son clave para la sostenibilidad de sus resultados económicos. COTZUL S.A. cuenta con 2 locales comerciales ubicados en el centro de Guayaquil con

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴² <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=14722>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁴ 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.

⁴⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Oct23.pdf

⁴⁶ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

⁴⁷ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

⁴⁸ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respndio-el-gobierno/>

atención al público de manera presencial. A partir del año 2020 implementó en su totalidad el punto de venta mediante la página web (0,10% de las ventas) y cuenta con un canal de ventas mayoristas desde la bodega Portrans S.A. ubicada en el sur de Guayaquil, siendo el punto de ventas más importante.

La compañía cuenta con varias líneas de productos, las cuales se detallan a continuación:

- Línea Audio y Video (amplificación, mezcladores, parlantes, cables, etc.)
- Línea Car Audio Video (radios, alarmas, antenas, pantallas, parlantes, etc.)
- Línea Seguridad (cámaras, grabadores digitales, accesorios, entre otros)
- Línea Electrónica (cables, conectores, reguladores, soldaduras, pilas, etc.)

Las marcas más importantes que comercializa la compañía son Audio Tech, Acoustic, Eminence, Show, Denon, England Sound, England Audio, England Electronics, Jamo, Klipsch, entre otras.

El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades no demanda investigación e innovación tecnológica, por su parte son los fabricantes de los productos que comercializa los que aplican investigación e innovación tecnológica intensivamente.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de COTZUL S.A., al 30 de septiembre de 2023, es de USD 1.409.000,00, el cual se encuentra dividido en 1.409.000 acciones, cuyo valor nominal unitario es de USD 1,00. Es importante mencionar que el 55,69% de las acciones se encuentra concentrado en el señor Ángel Ledesma.

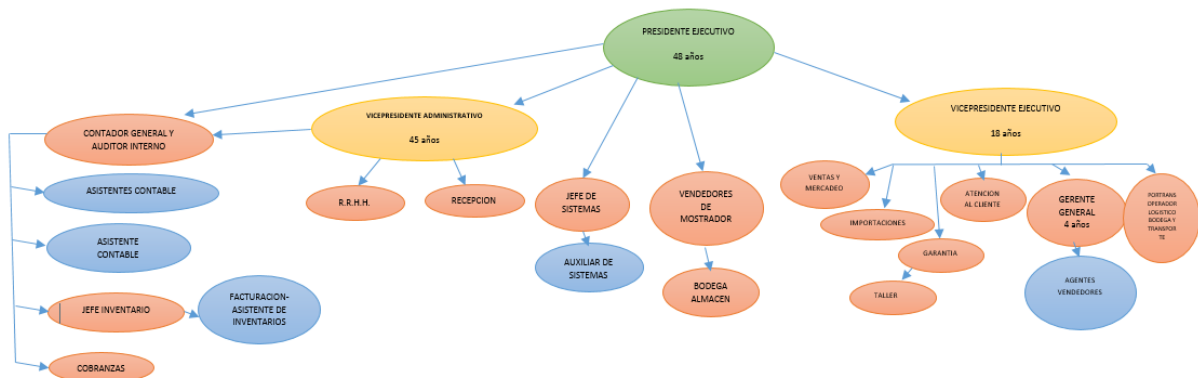
CUADRO 10: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
ANGEL ALBERTO LEDESMA GINATTA	784.710,00	55,69%
MARIA DEL CARMEN MARRIOTT PEREZ	624.290,00	44,31%
Total	1.409.000,00	100,00%

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

La compañía estará gobernada por la Junta General de Accionistas, siendo ésta la más alta autoridad, órgano que busca tomar las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos del negocio. Esta es administrada por el Presidente Ejecutivo, dos Vicepresidentes Ejecutivos y por todos los demás funcionarios que la Junta General acuerde designar. Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan a la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permitan analizar los resultados en tiempos adecuados. A continuación, el organigrama de la compañía:

GRÁFICO 4: Organigrama Institucional



Fuente / Elaboración: COTZUL S.A.

La trayectoria y el reconocimiento de COTZUL S.A., en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan a continuación:

CUADRO 11: DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL⁴⁹

Cargo	Nombre
PRESIDENTE	ECOLEGSA C.A.
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	ANGEL DANIEL LEDESMA MARRIOTT
VICEPRESIDENTE ADMINISTRATIVO	MARIA DEL CARMEN MARRIOTT PEREZ

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

Gobierno Corporativo

De acuerdo a la información presentada por COTZUL S.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.

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

Empleados

La compañía contó con la participación de 54 empleados a septiembre de 2023 (51 colaboradores a marzo de 2023), distribuidos en el área comercial y área administrativa. Es importante mencionar que más del 90% de los colaboradores posee contrato de trabajo a tiempo completo. Todo el personal está calificado, pues cuenta con varios años de experiencia y están orientados al mismo objetivo. Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa.

La compañía cuenta con un proceso adecuado 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.

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

COTZUL S.A., mantiene una relación estratégica comercial con la compañía INELCONZA C.A., donde el Presidente de COTZUL S.A., que corresponde a la compañía ECOLEGSA C.A., tiene una participación accionaria del 99%.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

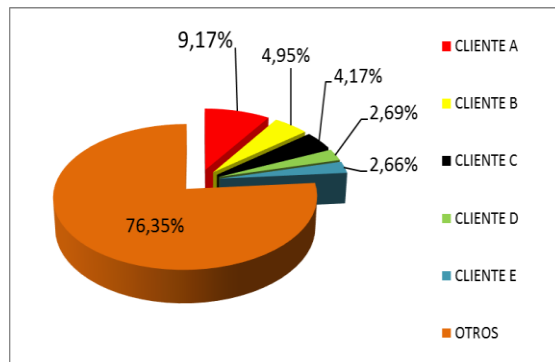
El segmento de mercado al que está enfocada la compañía, son principalmente clientes mayoristas, distribuidores y cadenas comerciales que se despachan desde la bodega logística, quienes realizan sus compras a crédito; además, dentro de la gama de sus clientes al contado se encuentran los consumidores finales a través de ventas que se realizan en sus 2 locales comerciales ubicados en la ciudad de Guayaquil, por lo tanto, no existe una concentración de clientes⁵⁰.

⁴⁹ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

⁵⁰ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

COTZUL S.A., cuenta con un amplio portafolio de clientes, es así que, al 30 de septiembre de 2023, los 3 principales clientes en conjunto representaron apenas el 18,29% de los ingresos (18,56% en septiembre 2022 y 17,69% en el año 2022); mientras que la diferencia del 81,71% corresponde a clientes con una menor representación.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES, SEPTIEMBRE 2023



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

Es importante mencionar que, a septiembre de 2023, el 81,83% de las ventas realizadas por COTZUL S.A. fue mediante crédito directo (79,41% en diciembre de 2022), el 14,46% fue en efectivo (17,20% al cierre de 2022) y el 3,71% fue con tarjeta de crédito (3,39% en diciembre de 2022).

La compañía otorga líneas de crédito a sus clientes a través de un proceso de análisis que lleva a cabo la administración y de acuerdo a ello fija un cupo de línea de crédito que puede ser: contado contra entrega, 100% a 30 y 60 días, 50% a 30 y 60 días, 33,33% a 30, 60 y 90 días, y, 100% a 90 días.

Es relevante mencionar que al ser los comerciantes mayoristas el principal segmento de mercado de la compañía, las fechas de pagos se extienden, pasando de fechas de vencimientos de 60 días a 100 días, generando un crecimiento en saldos vencidos entre 0 a 90 días; adicionalmente, la política de crédito de COTZUL S.A. es fraccionar el cobro en su gran mayoría 33% a 30 días, 33% a 60 días y 34% a 90 días.

Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de COTZUL S.A., se debe indicar que, a septiembre de 2023, la cartera por vencer representó el 71,41% (65,36% en diciembre de 2022) de la cartera total, mientras que el 25,74% fue cartera vencida (32,27% en diciembre de 2022), dentro de esta el rango de mayor concentración se encontró en la cartera vencida entre 31 y 90 días con el 17,65% (9,23% en diciembre de 2022). La diferencia del 2,85% (2,37% a diciembre de 2022) se encuentra distribuida en provisión de cuentas incobrables y saldos a favor. Estos resultados evidencian una mejor posición de la cartera respecto a diciembre de 2022, sin embargo, es preciso mantener la adecuada gestión de cobranza con el propósito de evitar un posible riesgo de incobrabilidad y consecuentes afectaciones al flujo de efectivo.

CUADRO 12: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Detalle	2021	2022	sep-23
Cartera Vigente	80,93%	65,36%	71,41%
Cartera vencida entre 31-90 días	12,40%	9,23%	17,65%
Cartera vencida entre 91-180 días	1,31%	17,90%	3,45%
Cartera vencida entre 181-360 días	0,48%	3,16%	1,79%
Cartera vencida a más de 360 días	0,21%	1,98%	2,85%
Provisión Cuentas Incobrables	5,30%	3,04%	4,63%
Saldos a favor	-0,62%	-0,67%	-1,79%
Total	100%	100%	100%

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 36,21% a septiembre de 2023 (18,89% a diciembre de 2022) aspecto que deberá ser reforzado de modo de poder cubrir adecuadamente el riesgo de incobrabilidad.

La compañía realiza una provisión para cuentas incobrables generalmente del 1% sobre el saldo de las facturas por cobrar emitidas en el año en curso. Sin embargo, en el año 2020 debido a la pandemia de COVID-19 se realizó una revisión detallada de la cartera de la compañía, generándose una provisión NIIF del 8,25% adicional sobre el saldo de facturas por cobrar emitidas en ese año, lo cual cubriría el posible riesgo de incobrabilidad. Durante el año 2021 logró recuperar parte de esa provisión.

Según lo reportado por la administración de COTZUL S.A., en el año 2021 se reprogramaron los pagos de clientes con el fin de mejorar la relación comercial y afianzar la fidelidad hacia la compañía, otorgándoles facilidad de pago hasta con cuotas a 180 días sobre las facturas por cobrar antes del inicio de la pandemia. Para las nuevas ventas se fijaron plazos más flexibles a aquellos clientes que se mantenía una política de cobro de hasta 60 días otorgándoles vencimientos con cuotas entre 90 a 120 días.

Proveedores

COTZUL S.A., cuenta con varios proveedores en su mayoría extranjeros que lo abastecen con los productos necesarios para las distintas líneas de negocio. Al 30 de septiembre de 2023, el principal proveedor es de origen chino y tuvo una representación del 58,66% sobre los costos de ventas; mientras que la diferencia corresponde a proveedores con una representación menor al 18%.

Los dos principales proveedores de la compañía en conjunto tienen una participación del 75,00% de los costos de ventas al 30 de septiembre de 2023, lo que evidencia que la compañía posee una concentración de sus proveedores. No obstante, estos proveedores abastecen a la compañía en varias líneas de productos y no dependen únicamente de un solo bien comercializado, reduciendo de esta manera el riesgo.

En cuanto a la política de cuentas por pagar a proveedores, la empresa se beneficia de diferentes facilidades de crédito y condiciones óptimas de pago. Con el 15% de los proveedores se maneja una política del 30% de anticipo y el 70% se paga una semana antes del arribo de la mercadería al puerto. Con el 25% de los proveedores se maneja una política del 50% a 60 días de la fecha de llegada de la mercadería al puerto y el otro 50% a 30 días de la fecha de llegada. Con el restante 60% de los proveedores se paga mediante cartas de crédito las cuales son acreditadas 15 días antes del arribo de la mercadería y son financiadas por varias instituciones financieras a COTZUL S.A. Lo que evidencia que la compañía posee capacidad de negociación con sus proveedores.

Es importante indicar que la compañía tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

Al 30 de septiembre de 2023 el 100% de las cuentas por pagar a proveedores de COTZUL S.A., se encuentran vigentes.

Estrategias y Planes de la Empresa

- La principal estrategia de COTZUL S.A. es orientar la fuerza de ventas a clientes finales a través de proyectos comerciales y residenciales de audio y seguridad con el apoyo de marketing digital dirigido a través de prospectos.
- Incrementar los niveles de ventas mediante la colocación de más líneas de productos en las cadenas comerciales manteniendo los mismos beneficios comerciales establecidos inicialmente. Además, recuperar la participación en el mercado de la marca England Sound en la línea de audio consumer.
- Promover el crecimiento de la línea de instrumentos musicales ampliando la diversificación de marcas como: Toca, DB drums, Baterías Odery, parches attack, etc.
- Comercializar nuevas líneas de productos entre ellas: domótica económica, telecomunicación y robótica. Adicionalmente se han cerrado convenios comerciales con la marca LD System dirigido al nicho de mercado de audio profesional.
- En lo que se refiere al plan anual de compras y ventas, se plantea un crecimiento continuo con el objetivo de mantener el inventario necesario para poder abastecer la demanda del mercado, siendo en todo momento

conservadores respecto a la capacidad financiera que mantiene la compañía respaldada en los planes de cuentas por cobrar e inventario.

- La compañía fijó el plan de recuperación de las facturas por cobrar creando campañas de descuentos por pronto pago o adelanto en vencimiento de cuotas, buscando disminuir el índice de rotación de la cartera igualando el alcanzado en el año 2019 (85 días promedio).
- Entre otros.

Políticas de Precios

La compañía maneja distintos niveles de precios que se aplican de acuerdo al tipo de cliente, los cuales se detallan a continuación: Precio Subdistribuidor, Precio Contado, Precio Crédito, Precio Público.

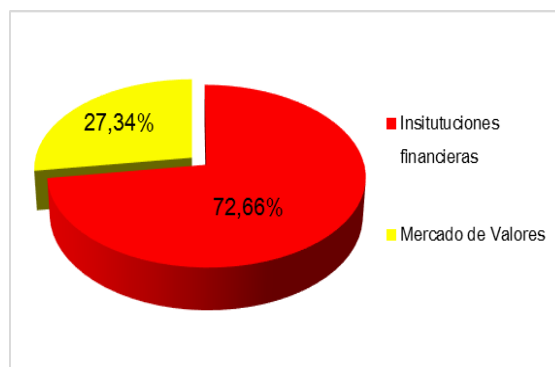
A lo largo de los años 2020 y 2021 la compañía realizó una recopilación de los precios de ventas y compras de sus principales competidores, con el fin de realizar un análisis de sus precios y de esta manera incrementar su competitividad en el mercado.

Política de Financiamiento

Los pasivos de COTZUL S.A., han sido los principales financiadores del activo a lo largo del periodo analizado, es así que pasaron de fondar el 54,15% en 2021 a un 56,91% en diciembre de 2022 y el 61,37% en septiembre de 2023.

La deuda financiera conformada por créditos obtenidos con Instituciones Financieras nacionales y extranjeras y obligaciones con el Mercado de Valores, constituye el principal rubro dentro de los pasivos, a diciembre de 2022 representó el 39,07% de los activos y a septiembre de 2023 el 46,18%.

GRÁFICO 6: DEUDA FINANCIERA, SEPTIEMBRE 2023



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

Política de Inversiones

La política de inversión establecida por COTZUL S.A., corresponde a que todo excedente en el saldo de Banco que supere hasta un mes el total de gastos operacionales sea colocado en un certificado de depósito con vencimiento a 30 días.

Además, es importante mencionar que del total del activo corriente se destina en promedio entre el 48% al 54% a inventario en stock y en tránsito.

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

COTZUL S.A., es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, legalmente constituida y debidamente inscrita en el Registro Mercantil. Al ser una persona jurídica del sector privado dedicada a actividades

comerciales, está sujeta principalmente a las disposiciones generales establecidas en las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales y de seguridad social, y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, servicio de Rentas Internas, Ministerio de Trabajo.

Responsabilidad Social y Ambiental

La compañía no reportó mantener vigentes proyectos de responsabilidad social.

Riesgo Legal

Al 30 de septiembre de 2023, de acuerdo a la información reportada por la administración, COTZUL S.A., enfrenta 30 juicios como actor/ofendido, por casos de demanda de facturas por cobrar por la suma de USD 0,17 millones. Adicional, no presenta juicios legales vigentes en el que figure como demandado/procesado.

Eventos Importantes

- El 20 de abril de 2020, se reunió la Asamblea de Obligacionistas Tenedores de Obligaciones de Largo Plazo de COTZUL S.A. (emisión en circulación), en donde se resolvió y aprobó la propuesta de diferimiento de vencimientos, dentro del marco establecido por la Junta de Política y Regulación Financiera y Monetaria y firmó el Acuerdo Privado de la siguiente manera:
 - ✓ El capital del cupón 05 de la Clase A será pagado proporcionalmente en partes iguales en los próximos 3 vencimientos de las Obligaciones de esta clase y el monto del interés del cupón 05 de la clase A, será pagado en su totalidad en el vencimiento del cupón 05, esto es el 22 de junio de 2020.
 - ✓ El cupón 03 y cupón 04 de la Clase B, será pagado proporcionalmente en partes iguales en los próximos 8 vencimientos de las Obligaciones de esta clase; y, el monto del interés del cupón 03 y cupón 04 de la Clase B, será pagado en su totalidad al vencimiento de las mismas, esto es el 25 de abril de 2020, y 25 de julio de 2020, respectivamente.
- La compañía amplió el Local Comercial ubicado en Víctor Manuel Rendón 808-B y Riobamba enfocado en la nueva línea comercial “Instrumentos musicales” y la línea de equipos de audio y video.
- En el último semestre del año 2021 la pandemia y los desequilibrios comerciales han originado la escasez de los contenedores NOR en China y que los fletes marítimos hayan presentado un alza en sus tarifas; afectando a la compañía teniendo retrasos en los arribos de mercadería, las órdenes de septiembre 2021 llegaron a finales de diciembre 2021 ingresando en la última semana del año más de USD 200.000 en inventario que hubieran mejorado los niveles de ventas si hubiesen llegado en las fechas fijadas. Por su parte las órdenes que debieron haber llegado en octubre y noviembre del año 2021 se juntaron en las primeras semanas del año 2022.

Liquidez de los títulos

Con fecha 12 de julio de 2022, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 13 de enero de 2023 colocó el 100,00% del programa aprobado (USD 1,00 millones).

Al 30 de septiembre de 2023, la compañía mantiene vigente en el Mercado de Valores la emisión que es objeto del presente análisis.

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.

Según lo reportado por la Bolsa de Valores, durante el último semestre, abril de 2023 – septiembre de 2023, los valores registraron negociaciones a lo largo del periodo (excepto en agosto), lo que correspondió a las colocaciones revolventes del programa.

CUADRO 13: PRESENCIA BURSÁTIL (USD)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
abr-23	1	1	64.400,00	19	5,26%
may-23	1	1	40.000,00	21	4,76%
jun-23	1	1	16.000,00	22	4,55%
jul-23	6	7	328.113,00	21	28,57%
ago-23	0	0	0,00	23	0,00%
sep-23	4	6	208.450,00	21	19,05%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS 0049INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

COTZUL S.A. es una compañía que pertenece al sector comercio, el cual es uno de los sectores más robustos y diversificados de la economía ecuatoriana; sin embargo, este sector posee fluctuaciones cíclicas que van de la mano con la economía nacional. En el año 2020, la economía ecuatoriana sufrió nuevamente una caída estrepitosa producto de la pandemia global que azotó a todo el mundo, generando efectos negativos a todos los sectores productivos de la economía. Entre los sectores afectados se encuentra el sector el comercial, producto de la paralización de actividades por el virus, lo que ha generado que el sector deje de vender aproximadamente USD 700 millones. El valor agregado bruto (VAB) del sector comercio durante el segundo trimestre de 2023 registró un crecimiento de 2,5% con relación al mismo período de 2022 y una variación trimestral de +2,4%, comportamiento relacionado con el aumento de las ventas del sector y las importaciones de bienes de consumo⁵¹.

Las tendencias tecnológicas surgen a medida que las empresas y los individuos innovan y desarrollan nuevas tecnologías para satisfacer las necesidades cambiantes de los consumidores y la sociedad. Estos avances tecnológicos a menudo se basan en la investigación científica y otros avances en la tecnología existente.

El mercado se encuentra en constante expansión a nivel global, cada vez se vuelve más necesario contar con dispositivos que simplifiquen procesos y faciliten las actividades de comunicación, procesamiento de datos, utilitarios, entre otras, para personas y negocios. Los productos tecnológicos se caracterizan por su pronta obsolescencia.

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

Según el último estudio de Índice de Confianza al Consumidor (ICC) del Banco Central de Ecuador⁵², el indicador global registró 35,7 puntos, superiores en 0,7 puntos respecto a agosto de 2023 (35,0 puntos), asimismo, el Indicador de Situación Presente registró 34,9 puntos, igual puntaje al alcanzado en agosto de 2023; y, el Indicador de Expectativas alcanzó 37,3 puntos, superior en 2,1 puntos, al compararlo con el mes anterior que fue de 35,2 puntos. Al observar el ICC global y su variación porcentual interanual en septiembre de 2023, se aprecia una disminución de 2,5% con respecto a septiembre del año 2022.

⁵¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformelIT_2023.pdf

⁵² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/mensual/ICC202309.pdf>

Con respecto a las importaciones totales se debe indicar que el Ecuador durante el año 2022 registró una suma de USD 30.317 millones, valor superior a lo registrado en su similar de 2021 cuando fue de USD 23.831 millones. Entre enero y agosto de 2023, las importaciones totalizaron USD 19.095 millones, presentando una contracción de 4,4% respecto al mismo período de 2022 (USD 19.972 millones). En este último período, las importaciones no petroleras alcanzaron USD 14.835 millones. Al referirnos a los bienes de capital, específicamente teléfonos y celulares, Ecuador importó una suma de USD 458 millones, mientras que en el segmento otros (computadoras, electrodomésticos, neumáticos, excavadoras, entre otros), registró una suma de USD 2.744 millones hasta agosto de 2023⁵³.

Es importante indicar que el comercio electrónico tiene cada vez más acogida en Ecuador. Pese a que esta forma de vender, a través de canales digitales no presenciales, no es nueva en el país, sin embargo, no fue hasta la pandemia, en el año 2020 en que esta opción ganó protagonismo entre la demanda, y también en la oferta que reforzó sus canales para atender las crecientes necesidades de sus clientes.

En el 2020, las transacciones de comercio electrónico en Ecuador fueron de USD 2,35 millones aproximadamente, mientras que para el año 2021 se estimó USD 3,20 millones de transacciones y para el año 2022 fue de aproximadamente de USD 4,00 millones. Un factor importante que incidió es la oferta en el comercio electrónico, la mayor cantidad de productos y servicios que se pueden comprar online y el crecimiento orgánico de la oferta y la demanda que a partir de la pandemia se volvió más natural hacerla de manera online.⁵⁴ Esto ha ayudado a que se propicie el mantenimiento de la demanda de productos electrónicos, como los que son comercializados por COTZUL S.A.

Las computadoras han sido de los recursos tecnológicos que más han evolucionado a lo largo de la historia, ya que durante la pandemia los equipos electrónicos se convirtieron en instrumentos necesarios para interactuar con otros, y no solo a nivel laboral sino también en el ámbito personal.⁵⁵

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

La venta de los productos que comercializa la empresa no presenta estacionalidades en su comportamiento; sin embargo, épocas como navidad, día de la madre, pagos de sobresueldos y utilidades, entre otros, son determinantes para la conformación de picos de la demanda. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

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

Expectativas

En lo referente al Índice de Expectativas de la Economía (IEE), para el mes de septiembre 2023 alcanzó un nivel de 51,5 puntos; inferior al mes pasado en 1,2 puntos. Con respecto al sector comercio, este índice se ubicó 53,7 puntos (+1,2 puntos con respecto al mes previo), por encima del umbral de 50 puntos, lo cual refleja mayor confianza por parte de los empresarios del sector. Las expectativas de la evolución del sector comercio son positivas, es así que, el 35,2% de los empresarios estima un escenario favorable para los negocios en octubre de 2023; el 6,0% prevé un panorama desfavorable, y el 58,8% restante espera un desempeño normal⁵⁶.

⁵³ <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2023/10/VFBoletinComercioExteriorOctubre2023.pdf>

⁵⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/profesionalizar-mas-la-oferta-entre-los-retos-del-2023-para-el-e-commerce-en-el-ecuador-nota/>

⁵⁵ <https://guru-soft.com/tendencias-en-el-mercado-de-las-computadoras-para-el-2023/>

⁵⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202309.html>

El 10 de mayo de 2023⁵⁷, Ecuador firmó un acuerdo comercial con China tras cumplir varios procesos. En total fueron 17 mesas de negociación, entre ellas, las de acceso a mercados, resolución de mecanismos fitosanitarios, defensa comercial y comercio electrónico. Ciertos productos importados ingresarán inmediatamente con cero aranceles, como celulares, computadoras, otros aparatos tecnológicos, maquinaria e insumos, repuestos y agroquímicos. Esto se debe a que, son considerados como artículos que benefician a la población y a industrias relevantes, como la médica. Otros productos chinos de importación estarán sujetos a una desgravación arancelaria progresiva, en plazos de entre 5 y 20 años.⁵⁸

Finalmente, según cifras del Banco Central del Ecuador⁵⁹ para el año 2023 se prevé un crecimiento del 1,0% en el sector comercio, mientras que para el año 2024 se augura un mejor escenario, +3,5%.

Posición Competitiva de la Empresa

COTZUL S.A., desarrolla su actividad en un mercado competitivo, donde sus principales competidores son: LIVANSUD, IMRELEVSA, GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC, VALLPARR S.A. Las ventajas comparativas frente a estos competidores son la diversificación de productos con precios más competitivos y de calidad parecida, y la principal ventaja competitiva es el tiempo de entrega de los pedidos gracias al aliado estratégico "Portrans S.A.", quien es la empresa logística que se encarga de la distribución al por mayor de las ventas de la compañía, adicionalmente se cuenta con convenios con cooperativas de transportes como: Servientrega – Laarcourier.

La posición competitiva de COTZUL S.A., queda reflejada en el posicionamiento dentro de sus diversas líneas de negocio, entre las que destacan: Audio Amplificado, Car Audio, Poder e Instrumentos Musicales, donde ha ocupado sistemáticamente las primeras posiciones a septiembre de 2023, tal como se detalla a continuación:

CUADRO 14: LÍNEA AUDIO AMPLIFICADO

IMPORTADORES	% MERCADO
SAFIED	21,54%
LIVANSUD	21,00%
COTZUL	17,21%
IMRELEVSA	8,20%
VALLPARR S.A.	4,20%
PROSONIDO	2,46%
GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC	0,38%
OTROS COMPETIDORES	25,01%
TOTAL	100,00%

CUADRO 15: LÍNEA CAR AUDIO

IMPORTADORES	% MERCADO
COTZUL	46,05%
IMRELEVSA	37,09%
GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC	16,85%
TOTAL	100,00%

CUADRO 16: LÍNEA PODER

IMPORTADORES	% MERCADO
IMRELEVSA	65,78%
COTZUL	15,10%
GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC	9,46%
PROSONIDO	4,60%
LIVANSUD	3,27%
SAFIED	1,78%
TOTAL	100,00%

CUADRO 17: LÍNEA INSTRUMENTOS MUSICALES

IMPORTADORES	% MERCADO
JUAN EL JURÍ	42,91%
SAFIED S.A.	24,83%
CASA MUSICAL NUÑEZ	14,88%
IMRELEVSA	8,20%
LIVANSUD	7,29%
COTZUL	4,53%
PROSONIDO	1,89%
TOTAL	100,00%

Fuente/ Elaboración: COTZUL S.A.

Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU G4742.900, y en base a la última información disponible (2022), se encuentra en el puesto 2.955 por su posición en ventas⁶⁰.

Adicionalmente la empresa tiene una 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

⁵⁷ <https://www.lahora.com.ec/pais/ecuador-y-china-firmaron-acuerd-comercial/>

⁵⁸ <https://www.diariolosandes.com.ec/celulares-y-tecnologia-de-china-entraran-a-ecuador-sin-impuestos/>

⁵⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/PIB/PrevMacro.xlsx>

⁶⁰ <https://ekosnegocios.com/empresa/cotzul-sa>

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. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

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

CUADRO 18: FODA

Fortalezas	Oportunidades
Programa integral de ventas a través de cadenas comerciales, concediendo mercadería a consignación.	Renovación constante del mercado al existir actualizaciones electrónicas y físicas.
Alianza comercial con Unicomer del Ecuador para ofrecer crédito directo venta al público.	Integración vertical para nuevas líneas de productos tanto en equipos de audio & video, como en instrumentos musicales.
Canal de distribución al por mayor es realizado a través de un operador logístico especializado (Agunsa S.A.).	Ampliación de nuestras líneas de Audio con nuevas marcas.
Integración del equipo de ventas mediante programa de metas mensuales.	Nuevos nichos de mercado para equipos de audio y seguridad.
Capacidad de negociación con proveedores y exclusividad de sus principales marcas.	Financiamiento a través del mercado de valores.
Imagen de marca reconocida	Canales alternativos para entrega y cobro en venta de mercadería.
Programas de capacitación semestral del equipo de ventas.	
Servicio de garantía	
Debilidades	Amenazas
Dificultad de acceso a líneas de crédito para pequeñas y medianas empresas que permitan apalancar el crecimiento de las operaciones.	Incremento de costos por el alza de los fletes marítimos.
	Cambios en las políticas arancelarias del Gobierno.
Complejidad en el alistamiento de los pedidos.	Alta competencia en precios de venta al distribuidor.
	Contracción del consumo
	Limitación de horarios comerciales por disposición gubernamental.

Fuente / Elaboración: COTZUL S.A.

Riesgo operacional

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

Considerando el giro de negocio de COTZUL S.A., su principal riesgo se origina del desabastecimiento que pueda llegar a tener con sus proveedores de su principal línea de negocio (audio amplificado), dado que dichos productos son importados, y podrían existir problemas en su importación, despacho de productos no solicitado, y tardanzas por parte de la empresa abastecedora, asimismo podrían existir inconvenientes de manera legislativa donde se expidan nuevas leyes sobre las importaciones de algunos productos, para mitigar este posible riesgo la compañía cuenta con varios proveedores del exterior que desarrollan distintos modelos de ítems.

COTZUL S.A., realiza gran porcentaje de sus ventas bajo la modalidad de crédito, lo que condiciona a la empresa a una exposición de un riesgo de crédito, en donde la correcta gestión que se realice para la concesión de crédito y gestión de la cartera permitirá que la compañía goce de flujos oportunos, para lo cual cuenta con una política de crédito claramente establecida.

Con el fin de mitigar y compartir otros riesgos que pueden impactar el normal desarrollo de las operaciones de la empresa, COTZUL S.A., cuenta con varias pólizas de seguros con cobertura de accidentes personales, transporte interno, fidelidad, transporte abierto, transporte de dinero y multirisgo industrial, las cuales se encuentran vigentes hasta el 01 de marzo de 2024.

Finalmente, con el fin de mantener un adecuado manejo de la información la compañía cuenta con un sistema informático llamado SITENET que es un sistema integrado que contiene varios módulos: Seguridad, Contabilidad, Facturación, Inventario, entre otros.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a COTZUL S.A., se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 30 de septiembre de 2022 y 30 de septiembre de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos ordinarios de la compañía mostraron una tendencia decreciente entre los años 2019 y 2020, pues pasaron de USD 5,88 millones a USD 3,89 millones, comportamiento que obedece a la recesión económica que atravesó el país por la presencia de la pandemia de COVID-19, misma que generó la paralización temporal de las actividades económicas en el año 2020, desencadenando en una disminución del consumo de los productos que oferta la compañía.

Entre los años 2021 y 2022 los ingresos de la compañía crecieron en 29,93%; pasando de USD 4,94 millones a USD 6,42 millones, gracias a la reactivación económica que experimentó el país, como efecto del avance del plan de vacunación que dinamizó parte del sector comercial. Para los periodos interanuales los ingresos mantuvieron su comportamiento levemente al alza (+0,04%), registrando USD 4,25 millones en septiembre de 2022 y USD 4,26 millones en septiembre de 2023, lo que obedece a mayores ventas en las líneas de instrumentos musicales y equipos pro iluminación.

La línea de audio es la más representativa sobre el total de ingresos, es así que a septiembre de 2023 representó el 74,66% del total de los ingresos (76,71% a septiembre de 2022).

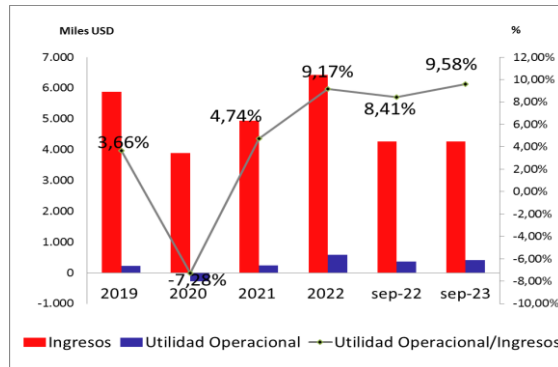
Los costos de ventas registraron un comportamiento decreciente en cuanto a su participación sobre los ingresos a partir del año 2020, es así que pasaron de 67,13% en ese año, a 67,05% en 2021 y 64,25% en diciembre de 2022, los cuales estuvieron conformados principalmente por inventarios, compra e importaciones netas. En función de lo expuesto, el margen bruto al encontrarse ligado al comportamiento del costo de ventas pasó de un 32,87% en 2020, a un 32,95% en 2021 y 35,75% en diciembre de 2022.

Al 30 de septiembre de 2023, los costos de ventas significaron el 58,82% de los ingresos, representación inferior a la de septiembre de 2022 cuando fue de 64,59%; lo que generó un margen bruto creciente, el mismo que pasó de representar el 35,41% de los ingresos en septiembre de 2022 a un 41,18% en septiembre de 2023.

Los gastos operacionales presentaron una tendencia relativamente estable sobre los ingresos (promedio entre 2019 – 2022 del 31,23%), lo que evidencia un manejo aceptable de sus políticas de gastos. En los cortes interanuales su comportamiento es creciente, es así que los gastos operativos pasaron de significar el 27,00% de los ingresos en septiembre de 2022 a 31,61% en septiembre de 2023.

Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le originó a lo largo del periodo analizado resultados operativos positivos, con excepción del 2020, cuando el resultado operativo fue negativo. Es así que pasó de -7,28% de los ingresos en el 2020, a 4,74% en 2021 y 9,17% en diciembre de 2022. Al 30 de septiembre de 2023, la utilidad operativa representó el 9,58% de los ingresos, porcentaje superior a lo arrojado en su similar de 2022, cuando fue de 8,41% de los ingresos.

GRÁFICO 7: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Luego del registro de gastos financieros, otros ingresos/egresos, participación de trabajadores y el impuesto a la renta, el margen neto generado por COTZUL S.A., fue positivo, a excepción del 2020 cuando reportó una pérdida que representó el -8,73% de los ingresos, siendo la mayor pérdida reportada en los ejercicios económicos analizados. Para diciembre de 2021, el margen neto se recupera hasta arrojar un resultado positivo que representó el 1,32% de los ingresos y un 2,47% de los ingresos en diciembre de 2022, comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos.

Al 30 de septiembre de 2023, la utilidad antes de impuestos crece en 3,46% respecto a su similar de 2022 y representa el 5,82% de los ingresos (5,63% de los ingresos en septiembre de 2022) dicho comportamiento se atribuye a un manejo más eficiente de los recursos.

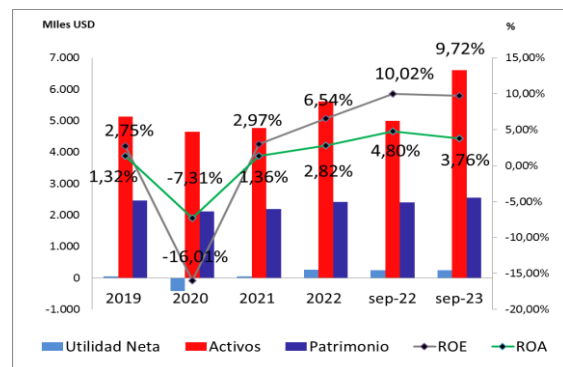
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad fueron positivos para todos los periodos analizados (excepto en el 2020, donde registraron pérdida), sin embargo, se registraron variaciones producto del comportamiento de su resultado final y las fluctuaciones observadas en su patrimonio y activo. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 19, GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	1,32%	-7,31%	1,36%	2,82%
ROE	2,75%	-16,01%	2,97%	6,54%

Ítem	sep-22	sep-23
ROA	4,80%	3,76%
ROE	10,02%	9,72%



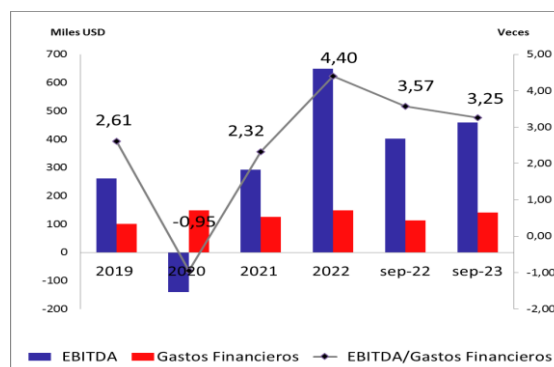
Fuente: COTZUL S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) pasó de representar un -3,61% de los ingresos en 2020 a un 5,90% en 2021, y un 10,12% de los ingresos en 2022, estos últimos resultados le permitieron cubrir adecuadamente sus gastos financieros (excepto en el 2020 donde el indicador fue negativo). Al 30 de septiembre de 2023, el EBITDA (acumulado) significó el 10,78% de los ingresos (9,44% en septiembre de 2022), porcentaje que evidencia una mejoría en la capacidad de generación de flujos provenientes de su operación, misma que le permitió cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.

CUADRO 20, GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	261	-140	292	650
Gastos Financieros	100	148	126	148
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	2,61	-0,95	2,32	4,40

Ítem	sep-22	sep-23
EBITDA	402	459
Gastos Financieros	113	141
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	3,57	3,25



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

Capital Adecuado

Activos

Los activos crecieron de USD 4,64 millones en 2020 a USD 4,76 millones en 2021, USD 5,62 millones en 2022 y USD 6,61 millones en septiembre de 2023, en este último período se registra una variación de +17,67% respecto a diciembre de 2022, como efecto de las variaciones en inventarios⁶¹, siendo esta cuenta la de mayor peso en su composición.

Debido a la naturaleza comercial de la compañía, la estructura de los activos revela la prevalencia de aquellos de tipo corriente sobre los no corrientes, es así que en promedio (2019-2022) los activos corrientes representaron el 87,20% del total de activos, mientras que a septiembre de 2023 representaron el 86,25% de los activos (86,74% en diciembre de 2022); siendo sus principales rubros, los inventarios, cuenta que representó el 55,34% de los activos totales (39,24% en diciembre de 2022), seguida por cuentas por cobrar clientes⁶² que representaron el 18,33% de los activos totales (29,66% en diciembre de 2022), efectivo y equivalentes de efectivo con el 7,90% (11,96% en diciembre de 2022).

Es importante mencionar, que en el 2022, la compañía realizó la baja de inventarios, bajo declaración juramentada, de mercaderías de partes electrónicas registrados por un monto de USD 21.025,00 al 31 de enero de 2022, y USD 11.721,00, al 29 de diciembre de 2022. Al 31 de diciembre de 2022, los inventarios en garantía ascienden a USD 770.000,00, con lo cual se avala los préstamos y obligaciones financieras contratadas por la compañía.

Por otra parte, los activos no corrientes representaron a septiembre de 2023 el 13,75% del total de activos (13,26% en diciembre de 2022); conformado casi en su totalidad por propiedad, planta y equipo que para este último período representó el 8,76% del total de activos (10,34% en diciembre de 2022), seguido de lejos por pagos anticipados con el 3,42% de los activos (1,07% en diciembre de 2022) y activos por impuestos diferidos con el 1,57% del total de activos (1,85% en diciembre de 2022).

Pasivos

El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue relativamente estable, promediando entre los años 2019 a 2022 el 54,37%, mientras que a septiembre de 2023 fue de 61,37% (56,91% de los activos en diciembre de 2022), siendo su cuenta más relevante las obligaciones con costo. Lo mencionado determina que la política de financiamiento de la compañía privilegia el uso de recursos de terceros.

⁶¹ Entre diciembre 2022 y septiembre 2023 esta cuenta registra un importante crecimiento (+65,94%), pues en el año 2023 la compañía planificó superar los resultados del año previo, determinado que al 30 septiembre de 2023 el flujo de compras se cumplió a cabalidad conforme su planificación, manteniendo el stock suficiente para llegar al objetivo de ventas, sin embargo, en el último trimestre las ventas se ralentizaron, generando en la compañía altos niveles de stock en el inventario. Cabe mencionar que, por el giro del negocio, mantener altos niveles de inventario ha permitido en el cuarto trimestre del año 2023 cubrir la demanda de determinados productos en el mercado.

⁶² A septiembre de 2023 las cuentas por cobrar clientes se contraen en 27,26% respecto a diciembre 2022, puesto que en este período ha existido una ralentización de las ventas a causa del cambio de gobierno, la campaña preventiva de la afectación del fenómeno del niño y los altos niveles de inseguridad que enfrenta el país. Esta situación ha generado que la compañía sea más estricta al momento de otorgar nuevos cupos de crédito o aumento de los existentes. Sin embargo, la disminución de facturas por cobrar se ve minimizada por el alto margen de utilidad bruta.

En cuanto a su estructura, los pasivos de mayor relevancia fueron los pasivos corrientes, los cuales financiaron el 51,14% del total de activos en diciembre de 2022 y el 55,93% en septiembre de 2023, siendo el rubro más importante en el último corte, las obligaciones bancarias a corto plazo⁶³ con el 33,56% del total de activos (24,47% en diciembre de 2022), seguido de lejos por obligaciones con el mercado de valores que significó el 12,62% (14,60% en diciembre de 2022) y proveedores que representó el 3,42% de los activos (4,49% en diciembre de 2022); entre las principales.

Por otra parte, los pasivos no corrientes financiaron el 5,78% de los activos en diciembre de 2022, mientras que a septiembre de 2023 lo hicieron en 5,44%, compuestos únicamente para estos períodos por provisiones beneficios empleados.

La deuda financiera (conformada por créditos de instituciones financieras locales y del exterior y emisiones con el Mercado de Valores) fue el rubro más importante dentro del financiamiento de los activos, puesto que pasó de fondar el 41,48% de los activos en 2020 a un 35,85% en 2021, un 39,07% en 2022 y un 46,18% en septiembre de 2023. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 75,25% y 119,54% respectivamente a septiembre de 2023.

Patrimonio⁶⁴

Al igual que los pasivos, el patrimonio se mantuvo constante en el financiamiento de los activos, pues luego de fondar el 45,66% en 2020, pasó a un 45,85% en 2021, 43,09% en 2022 y un 38,63% al 30 de septiembre de 2023.

En la estructura del patrimonio, el capital social es la cuenta con mayor participación sobre los activos, pues significó el 21,33% de los activos a septiembre de 2023 (25,09% en diciembre de 2022), le siguen resultados acumulados y reservas (legal y facultativa) que significaron el 5,98% de los activos (5,91% en diciembre 2022) y 3,98% (5,04% en diciembre 2022), respectivamente.

Es importante mencionar que desde el 2019 hasta septiembre de 2023 el capital social se ha mantenido en la suma de USD 1,41 millones.

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

Flexibilidad Financiera

COTZUL S.A., para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo, además evidencia la inexistencia de recursos ociosos. Consecuentemente el capital de trabajo fue positivo, representando el 35,61% del activo total a diciembre de 2022 y 30,32% a septiembre de 2023. Por su parte, la liquidez inmediata presentó niveles inferiores a la unidad (excepto en 2019 y 2020), como efecto de la relevancia que tienen los inventarios dentro de los activos corrientes.

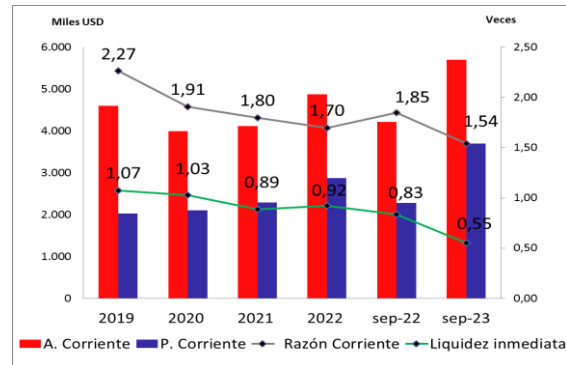
⁶³ Para septiembre de 2023, esta cuenta crece en 61,38% respecto a diciembre de 2022, comportamiento relacionado con una ampliación de las líneas de crédito de la compañía con instituciones financieras locales, esto con el fin de mantener los niveles de compras planificados y adquirir un stock suficiente para dar cobertura a la demanda de los meses de octubre, noviembre y diciembre 2023.

⁶⁴ Durante la vigencia de la emisión de Obligaciones de Largo Plazo, COTZUL S.A. definió como política de distribución de dividendos: No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al cincuenta por ciento (50%) de las utilidades generadas antes de constituir la reserva legal del diez por ciento (10%) de las utilidades disponibles para los accionistas del ejercicio del año anterior.

CUADRO 21, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	4.597	3.997	4.114	4.870
Pasivo Corriente	2.029	2.098	2.290	2.871
Razón Circulante (Veces)	2,27	1,91	1,80	1,70
Liquidez Inmediata (Veces)	1,07	1,03	0,89	0,92

Ítem	sep-22	sep-23
Activo Corriente	4.216	5.698
Pasivo Corriente	2.279	3.695
Razón Circulante (Veces)	1,85	1,54
Liquidez Inmediata (Veces)	0,83	0,55



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

Indicadores de Eficiencia

Durante el periodo analizado (anual), el indicador periodo de cobro, que representa el tiempo que le toma a la compañía efectivizar el cobro de cartera, se ubicó en aproximadamente 95 días en 2022. Por otro lado, el indicador que mide el plazo de proveedores se ubicó en aproximadamente 22 días en 2022.

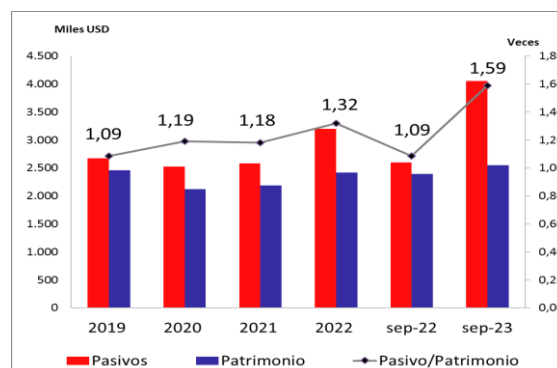
De esta forma se evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo para pagar a sus proveedores hubo un descalce de 72 días a diciembre de 2022. En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 195 días en el año 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 267 días en 2022. Este comportamiento refleja que la empresa debe recurrir a fuentes distintas para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo superior a la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros. En septiembre de 2023 esta relación alcanzó 1,59 veces (1,32 veces en diciembre de 2022).

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

La relación Pasivo Total / EBITDA (anualizado), que compara el nivel de endeudamiento de la compañía con la generación de recursos propios por el desarrollo de la actividad, determina que al cierre de 2022 la compañía estaría en capacidad de cancelar sus pasivos en 4,92 años, mientras que a septiembre de 2023 el indicador se ubicó en 5,74 años. Por otro lado, la relación Deuda financiera / EBITDA (anualizado), determina que al cierre de

2022 la compañía estaría en capacidad de cancelar su deuda financiera en 3,38 años, mientras que a septiembre de 2023 el indicador se ubicó en 4,32 años.

Contingentes

Según lo reportado por la administración de la compañía, al 30 de septiembre de 2023, COTZUL S.A., no registró operaciones como codeudor ni garante en el sistema financiero.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶⁵

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

⁶⁵ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	sep-22	2022	sep-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	335	810	328	539	671	522
Cuentas por cobrar clientes	1.449	980	1.409	1.147	1.665	1.211
Provisión cuentas incobrables	(51)	(123)	(106)	(102)	(98)	(108)
Inventarios	2.416	1.841	2.081	2.315	2.203	3.656
Otros Activos Corrientes	449	489	402	317	429	417
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.597	3.997	4.114	4.216	4.870	5.698
Propiedad, planta y equipo neto	510	540	529	569	581	579
Activos por impuestos diferidos	24	105	120	120	104	104
Otros Activos No Corrientes	-	-	-	89	60	226
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	534	645	650	779	744	909
TOTAL ACTIVOS	5.132	4.642	4.764	4.994	5.615	6.607
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	1.314	1.472	1.549	1.078	1.374	2.217
Proveedores	43	207	284	303	252	226
Obligaciones Mercado de Valores	423	297	159	562	820	834
Otros Pasivos Corrientes	248	122	298	335	426	418
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	2.029	2.098	2.290	2.279	2.871	3.695
Préstamos (Deuda bancaria LP)	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Mercado de Valores	354	156	0	0	0	0
Provisión por beneficios empleados	290	268	289	321	324	360
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	644	425	289	321	324	360
Deuda Financiera	2.092	1.926	1.708	1.640	2.194	3.051
Deuda Financiera C/P	1.738	1.769	1.708	1.640	2.194	3.051
Deuda Financiera L/P	354	156	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS	2.673	2.523	2.579	2.599	3.195	4.054
PATRIMONIO						
Capital Social	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409
Reservas	518	525	525	532	532	512
Reserva de capital	27	27	27	27	27	27
Resultados acumulados	437	498	158	188	293	357
Utilidad neta del ejercicio	68	-339	65	240	158	248
TOTAL PATRIMONIO	2.459	2.119	2.184	2.395	2.419	2.552

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	sep-22	2022	sep-23
Ventas	5.881	3.886	4.940	4.259	6.418	4.261
Costo de ventas	3.903	2.609	3.312	2.751	4.124	2.506
MARGEN BRUTO	1.978	1.277	1.628	1.508	2.294	1.755
Total Gastos Operacionales	1.762	1.561	1.394	1.150	1.706	1.347
UTILIDAD OPERACIONAL	215	(283)	234	358	589	408
Gastos Financieros	100	148	126	113	148	141
Ingresos no operacionales	47	60	76	46	51	28
Gastos no operacionales	54	49	76	52	68	47
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	108	(420)	109	240	423	248
Participación trabajadores	16	0	16	0	64	0
Impuesto a la Renta	37	0	43	0	96	0
UTILIDAD NETA ANTES DE RESERVAS	55	(420)	49	240	264	248

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	sep-22	2022	sep-23
Gastos Operacionales / Ingresos	29,97%	40,16%	28,22%	27,00%	26,58%	31,61%
Utilidad Operacional / Ingresos	3,66%	-7,28%	4,74%	8,41%	9,17%	9,58%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	1,15%	-8,73%	1,32%	5,63%	2,47%	5,82%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	318,15%	83,44%	360,17%	149,40%	371,81%	164,40%
Utilidad Neta / capital permanente	2,97%	-16,23%	3,36%	16,48%	8,16%	17,23%
Utilidad Operativa / capital permanente	9,44%	-13,54%	12,10%	24,62%	30,34%	28,32%
(Otros Ingr/Egr neto) / Utilidad Neta del Ejercicio	-10,85%	-3,35%	0,73%	-2,48%	-11,18%	-7,50%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	147,42%	-43,63%	193,44%	46,92%	93,27%	56,91%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	2,75%	-16,01%	2,97%	10,02%	6,54%	9,72%
Rentabilidad sobre Activos	1,32%	-7,31%	1,36%	4,80%	2,82%	3,76%
Rentabilidad operacional / activos operacionales	4,53%	-6,71%	5,31%	10,46%	11,43%	9,11%
Resultados operativos medidos / activos totales	4,20%	-6,10%	4,91%	9,57%	10,49%	8,23%
Liquidez						
Razón Corriente	2,27	1,91	1,80	1,85	1,70	1,54
Liquidez Inmediata	1,07	1,03	0,89	0,83	0,92	0,55
Capital de Trabajo	2.568	1.900	1.824	1.937	1.999	2.003
Capital de Trabajo / Activos Totales	50,05%	40,92%	38,29%	38,78%	35,61%	30,32%
Cobertura						
EBITDA	261	-140	292	402	650	459
EBITDA anualizado	261	-140	292	723	650	707
Ingresos	5.881	3.886	4.940	4.259	6.418	4.261
Gastos Financieros	100	148	126	113	148	141
EBITDA / Ingresos	4,43%	-3,61%	5,90%	9,44%	10,12%	10,78%
EBITDA/Gastos Financieros	2,61	-0,95	2,32	3,57	4,40	3,25
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,10	-0,15	0,14	0,22	0,27	0,13
EBITDA/Deuda Total	0,12	-0,07	0,17	0,44	0,30	0,23
Flujo libre de caja / Deuda total	0,16	0,53	0,30	0,63	0,32	0,21
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,63	-1,97	8,52	9,76	6,63	18,34
Gastos de Capital / Depreciación	2,43	1,71	0,76	2,17	2,10	0,95
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	1,09	1,19	1,18	1,09	1,32	1,59
Activo Total / Capital Social	3,64	3,29	3,38	3,54	3,98	4,69
Pasivo Total / Capital Social	1,90	1,79	1,83	1,84	2,27	2,88
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,02	-13,74	5,86	2,27	3,38	4,32
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	10,25	-18,00	8,85	3,60	4,92	5,74
Deuda Financiera / Pasivo	78,27%	76,34%	66,21%	63,10%	68,65%	75,25%
Deuda Financiera / Patrimonio	85,08%	90,86%	78,18%	68,49%	90,68%	119,54%
Deuda total de corto plazo/ Deuda total	83,07%	91,88%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pasivo Total / Activo Total	52,09%	54,34%	54,15%	52,05%	56,91%	61,37%
Capital Social / Activo Total	27,46%	30,35%	29,58%	28,21%	25,09%	21,33%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	47,91%	45,66%	45,85%	47,95%	43,09%	38,63%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	90	92	104	74	95	78
Duración de Existencias (días)	226	258	229	230	195	398
Plazo de Proveedores	4	29	31	30	22	25

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