

## Resumen Calificación Primera Emisión de Obligaciones (Estados Financieros noviembre 2018)

# COTZUL S.A.

### Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

Hernán López

Gerente General

[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Primera Emisión de Obligaciones	AA	+	Inicial	Calificación de Obligaciones

### Definición de categoría

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

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

### Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 005 2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 14 de enero de 2019; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante a noviembre 2018 como fecha de corte de la información, califica en Categoría AA+, a la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. (Aprobada por la Junta General de Accionistas por un monto de USD 1.000.000).

La calificación se sustenta en el crecimiento y desarrollo del Emisor, el implementar nuevas estrategias le ha permitido aumentar su participación de mercado, evidenciando una tendencia creciente en los últimos años. Al respecto:

- El sector comercial, al que pertenece la compañía, ha presentado una recuperación debido a la demanda creciente y al aumento del consumo general de la economía. Sin embargo, este sector es el principal afectado en caso de recesiones económicas aumentando el riesgo de pérdidas de las compañías que dependen enteramente del comercio.
- La compañía se encuentra en crecimiento y ha logrado adaptar sus operaciones a la demanda del mercado cuando ha sido requerido, incluso llegando a cambiar líneas de productos comercializados, además, un enfoque de productos hacia nuevos segmentos de clientes.

- La compañía no cuenta con un Directorio ni con lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, sus ejecutivos gestionan adecuadamente los elementos estratégicos, administrativos y financieros debido a que cuentan con amplia experiencia empresarial.
- COTZUL S.A. a partir del año 2016, ha presentado un crecimiento sostenido hasta la fecha de análisis, a través de la implementación de diferentes estrategias comerciales que han consolidado sus ventas y su participación de mercado. A noviembre 2018, la compañía ha venido cancelando puntualmente sus obligaciones con instituciones financieras y proveedores.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y adicionalmente tiene como resguardo no repartir más del 50% de los dividendos del periodo anterior y un límite de endeudamiento máximo para afianzar el instrumento.
- El análisis de las proyecciones da como resultado un flujo positivo al término del año 2022 demostrando que la compañía tiene los recursos suficientes para cumplir adecuadamente con las obligaciones emanadas en la presente emisión y demás compromisos financieros.
- Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que COTZUL S.A. presenta una muy buena capacidad de pago la que mejorará en medida que la compañía crezca y

desarrolle su plan estratégico para la obtención de los resultados esperados.

## Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. como empresa dedicada a la compra-venta, distribución, representación, agencias e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadoras, máquinas y equipo de oficina eléctricos y electrónicos, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la emisión.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2015 – 2017.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2015-2017.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes

Con base a la información antes descrita, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- 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 de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

## Emisor

- COTZUL S.A. fue constituida por escritura pública otorgada ante el Notario Vigésimo Quinto del cantón Guayaquil el 23 de noviembre del año 2000 e inscrita en el Registro Mercantil el 14 de diciembre del mismo año.
- La actividad principal de la compañía es la compraventa, distribución, representación, agencias e importación de televisores, radios, amplificadores de audio, computadoras, máquinas y equipos de oficina eléctricos y electrónicos. La compañía utiliza el nombre comercial de TELEREPUESTO para el desarrollo de sus actividades.
- COTZUL S.A. no tiene implementadas prácticas de Gobierno Corporativo ni un Directorio formalizado. Sin embargo, la compañía opera en función de su administración a través del Presidente, Gerente General y Vicepresidente, los que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa.
- La compañía se encarga de la venta al por mayor y menor de artefactos electrodomésticos de línea café y, además, tiene varias líneas de productos. Comercializa las principales marcas de productos y cuenta con la representación a nivel nacional de las marcas England Sound y England Electronics.
- La compañía comercializa sus productos a través de la venta directa al consumidor final en su local en la ciudad de Guayaquil y también comercializa sus productos a través de cadenas comerciales y distribuidores, concediendo las mercaderías a consignación y la garantía de los productos va por parte de dichas cadenas.
- Las ventas al cierre del año 2017 crecieron 70,16% frente al 2016. En cambio, para el cierre del año 2016 se vio un decrecimiento de 17,40% frente al 2015. Para el año 2016, el decrecimiento en ventas es producto de la crisis económica de ese año, con lo que el consumo a nivel nacional decreció. Y el crecimiento para el 2017 se atribuye principalmente a la nueva estrategia adoptada por la compañía en ese año de reducir la venta de repuestos para enfocarse en la venta de productos finales.
- Los costos de venta de la compañía tuvieron un comportamiento proporcional a las ventas y para el cierre del año 2017 crecieron 67,15% frente al 2016. Mientras que, para el cierre del año 2016 los costos de ventas decayeron un 10,82%. Los costos se incrementaron al 2016 por las salvaguardias impuestas a la mercancía importada y para el 2017 se redujeron por la eliminación total de ellas en el mes de junio.
- El margen bruto al cierre del año 2016 decreció 27,66% frente al año pasado y para el 2017 creció un 75,95% frente al 2016. Este comportamiento fue influenciado por la demanda de productos comercializados a nivel nacional y por las salvaguardias que afectaron directamente el margen de ganancia.
- En los años 2015 y 2016 hubo pérdida operativa, pero para el año 2017 este resultado fue revertido alcanzando una utilidad operativa de USD 407 mil. La utilidad operativa al cierre del año 2016 se redujo en USD 182 mil frente al 2015 y al cierre del 2017 creció en USD 604 mil frente al año pasado. Esta pérdida se atribuye a la transición estratégica de adición de nuevas líneas de productos, ya que, anteriormente la compañía comercializaba repuestos principalmente.
- Al cierre del año 2016, hubo una pérdida neta de USD 247 mil producto de las menores ventas y de la etapa de transición estratégica de la compañía. Mientras que para

el cierre del año 2017, se obtuvo un crecimiento de 172% alcanzando un monto de utilidad neta de USD 180 mil una vez implementada la nueva estrategia de venta.

- Las ventas a noviembre 2018 crecieron 19,29% frente a noviembre 2017. Este crecimiento en ventas se debe al aumento del volumen de ventas de las líneas de audio y repuestos que se incrementaron 20% y 459% respectivamente en este periodo. Asimismo, el crecimiento en ventas se debió a que la compañía incorporó nuevas líneas de venta enfocándose en el cliente final a través de la venta al detalle en este periodo, no solamente comercializó sus productos con distribuidores y cadenas comerciales.
- Los costos de ventas de la compañía para noviembre 2018 crecieron 22,97%. Para este periodo hubo un encarecimiento de los productos importados en el último año debido a que entró en vigor la tasa de control de los productos importados en la que se pagó por el peso de la mercancía.
- El margen bruto para noviembre 2018 creció 12,70% frente al periodo pasado, lo que se atribuye principalmente al aumento de ventas de la línea de audio amplificado que creció en 25%.
- La utilidad operativa, para ese mismo periodo decreció 16,43% frente a noviembre 2017 y se debe al aumento de los gastos administrativos en 18,98% y al aumento de los gastos de ventas en 20,57% que crecieron por los mayores esfuerzos de la compañía para incentivar las ventas en ese periodo.
- A noviembre 2018, la utilidad neta decreció 18,79% frente al periodo pasado y se debe al crecimiento de los gastos financieros (19,10%) y a los menores ingresos no operacionales (18,03%) que provocaron la reducción de USD 85 mil de utilidad neta en el periodo.
- Los activos totales de la compañía al cierre del año 2017 crecieron 21,42% frente al 2016 y 6,29% frente al 2015. Para ese año, los activos totales estuvieron compuestos en un 91,58% por activos corrientes y en 8,42% por activos no corrientes.
- Al cierre del año 2017, los activos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 24,35% frente al 2016 y 7,15% frente al 2015. El crecimiento de los activos corrientes se atribuye a las mayores ventas de la compañía, por lo que consecuentemente aumentaron los inventarios de mercancías y las cuentas por cobrar para hacer frente a la mayor demanda. Las principales cuentas que compusieron a los activos corrientes fueron: cuentas por cobrar comerciales e inventarios.
- Los activos no corrientes para diciembre 2017 variaron negativamente en 3,35% frente al 2016 y en 2,26% frente al 2015. La principal cuenta que compuso a los activos no

corrientes fue la propiedad, planta y equipo; por lo que el decrecimiento de los activos no corrientes se atribuye a la venta de vehículos de la compañía.

- Los activos totales de la compañía a noviembre de 2018 crecieron 15,86% frente al periodo pasado. Para noviembre 2018, los activos totales estuvieron compuestos en un 92,54% por activos corrientes y en 7,46% por activos no corrientes.
- A noviembre 2018, los activos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 17,94% frente a noviembre 2017, este comportamiento se debe al incremento de inventarios por el nuevo plan de compra de mercancía trimestral para abastecer a la demanda nacional de productos. Las principales cuentas que compusieron a los activos corrientes en ese periodo fueron: inventarios y cuentas por cobrar comerciales.
- Los activos no corrientes estuvieron compuestos en su mayoría por la cuenta de propiedad, planta y equipo. Esta cuenta presentó estabilidad para noviembre 2018 con una variación negativa de 0,93% frente al periodo anterior. Este comportamiento se debe a la depreciación del periodo, ya que no hubo montos representativos de compra ni de venta de esta cuenta.
- Los pasivos totales de la compañía al cierre del año 2017 crecieron 35,83% frente al año 2016 y 15,92% frente al año 2015 y estuvieron compuestos en un 81,98% por pasivos corrientes y en 18,02% por pasivos no corrientes en ese año.
- Al cierre del año 2017, los pasivos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 53,58% frente al 2016 y 21,32% frente al 2015. El crecimiento se atribuye a la mayor necesidad de financiamiento e incremento de las obligaciones financieras para adquirir mayores niveles de inventario y abastecerse de forma trimestral con mercancía para hacer frente a la demanda de productos.
- Los pasivos no corrientes para diciembre 2017 decrecieron 10,98% frente al 2016 y variaron negativamente en 3,59% frente al 2015. Los pasivos no corrientes estuvieron compuestos únicamente por las provisiones sociales.
- Los pasivos totales de la compañía a noviembre 2018 crecieron 45,39% frente a noviembre 2017. Los pasivos totales de la compañía estuvieron compuestos en un 84,69% por pasivos corrientes y en 15,31% por pasivos no corrientes en ese año.
- Para noviembre 2018, los pasivos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 50,49% frente al periodo anterior. El crecimiento de los pasivos corrientes es producto de las mayores obligaciones financieras para incrementar el nivel de inventarios y hacer frente al crecimiento de ventas del periodo. Consecuentemente, para este periodo

también crecieron las cuentas por pagar comerciales por la mayor compra de inventarios.

- Los pasivos no corrientes para noviembre 2018 crecieron 22,41% frente a noviembre 2017 que equivale a USD 46 mil menos. Los pasivos no corrientes estuvieron compuestos únicamente por las provisiones sociales de largo plazo.
- El patrimonio de COTZUL S.A. para el cierre del año 2017 creció 15,06% frente al 2016 y varió positivamente en 1,88% frente al 2015. Todas las cuentas se mantuvieron estables desde el 2015 con excepción de los resultados acumulados y los resultados del ejercicio. El crecimiento visto se atribuye al valor neto entre la reducción de los resultados acumulados en USD 139 mil y el incremento de los resultados del ejercicio en USD 427 mil.
- El patrimonio de COTZUL S.A. para noviembre del año 2018 varió positivamente en 1,70% frente al periodo anterior. Asimismo, todas las cuentas se mantuvieron

estables con excepción de los resultados acumulados y los resultados del ejercicio. La variación vista se atribuye al valor neto entre la reducción de los resultados del ejercicio en USD 85 mil y el incremento de los resultados acumulados en USD 107 mil.

- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 2,12 millones al cierre del periodo fiscal 2017 y un índice de liquidez de 3,26. Para noviembre de 2018 el capital de trabajo fue de USD 1,52 millones y un índice de liquidez de 2,69.
- El grado de apalancamiento total fue de 52% a diciembre 2017 y de 69% para noviembre 2018. Mientras que el grado de apalancamiento financiero fue de 28% en el 2017 y de 38% a noviembre de 2018 lo que demuestra que la compañía financia sus actividades con fondos propios principalmente

## Instrumento

Con fecha 7 de noviembre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionista y fue autorizada la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. La Emisión fue autorizada por un monto total de hasta USD 1.000.000 divididos en dos clases, Clase A y Clase B con un monto de USD 500.000 cada una.

CLASE	A	B
Monto	USD 500.000	USD 500.000
Plazo	720 días	1.080 días
Tasa interés	8,50%	9,00%
Valor nominal	USD 1.000	USD 1.000
Pago intereses	Trimestral	Trimestral
Pago capital	Trimestral	Trimestral

La emisión está respaldada por una garantía general y amparada por los siguientes resguardos:

### GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en

### GARANTÍAS Y RESGUARDOS

circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Capítulo III, Título III de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

### RESGUARDO ADICIONAL

No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al 50% de las utilidades generadas en el ejercicio del año anterior.

### LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mantener una relación de endeudamiento de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio.

La compañía presentó un monto de activos menos deducciones de USD 2,16 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 1,72 millones. El valor de la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representan el 20,77% del 200% del patrimonio y el 41,55% del patrimonio.

## Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política

y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro,

tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo y transfiere los costos al cliente final al elevar los precios cuando esto sucede.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- El tipo de cambio afecta directamente a las ventas y al costo de los productos importados generando que los márgenes de la compañía se reduzcan. La empresa se mitiga este riesgo mediante el establecimiento de relaciones estratégicas con proveedores del exterior y compra al por mayor para garantizar los mejores costos de venta.
- Al importar aparatos electrónicos con diversos tipos de tecnología, se requiere constante renovación e innovación de productos por el avance de acelerado de la tecnología. La compañía se mitiga de este riesgo a través de la compra de los últimos modelos del mercado en el exterior.
- El sector comercial depende mucho de la economía general del país y del dinamismo del consumo. Una reducción en el consumo nacional, por contracción de liquidez en el sistema, podría reducir el volumen de ventas y la utilidad de la compañía. COTZUL S.A. mitiga este riesgo a través de un análisis periódico de los resultados de la compañía, donde, de acuerdo con el nivel

de demanda registrada, realizan compra de inventarios, adaptando sus costos y compra de inventarios al consumo general de la economía.

- Existe un riesgo de la presencia de nuevos competidores en el mercado por el bajo nivel de barreras de entrada del sector. La compañía mitiga este riesgo a través de un constante monitoreo de todas sus líneas de ventas y de su participación de mercado reaccionando rápidamente en caso de existir un competidor fuerte.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente: los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con varias pólizas de seguros que mantiene la compañía sobre los inventarios que cubren diferentes riesgos asociados con: el transporte de inventarios, su almacenaje y/o robos. El valor de los inventarios asegurados suman un monto total de USD 1,13 millones con la compañía aseguradora Mapfre Atlas Compañías de Seguros S.A.
- Al ser el 50,68% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga este riesgo través de un permanente control de los inventarios y de la compra periódica de nuevos productos evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de un análisis riguroso de la capacidad de pago de cada uno.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y

aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Revisión de la Calificación de Riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping, stylized vertical strokes that form a cursive-like signature.

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)  
Gerente General

## Informe Calificación Primera Emisión de Obligaciones (Estados Financieros octubre 2018)

## COTZUL S.A.

## Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

Hernán López

Gerente General

[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Primera Emisión de Obligaciones	AA	+	Inicial	Calificación de Obligaciones

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 005-2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el 14 de enero de 2019; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con

noviembre como fecha de corte de la información, califica en Categoría AA+, a la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. (Aprobada por la Junta General de Accionistas por un monto de hasta USD 1.000.000).

## Entorno Macroeconómico

## ENTORNO MUNDIAL

Las expectativas económicas globales se mantienen firmes, con un pronóstico de crecimiento mundial de 3,7% al cierre de 2018 que se mantendrá durante 2019, de acuerdo con el informe de Perspectivas Económicas Mundiales del Fondo Monetario Internacional. No obstante, el Banco Mundial revisó sus proyecciones a la baja en su informe de Prospectos Económicos Mundiales, pronosticando un crecimiento mundial de 3,0% al cierre de 2018, de 2,9% en 2019 y de 2,8% entre 2020 y 2021. Se espera una ralentización del crecimiento mundial en los próximos años, como consecuencia de una moderación en la inversión y el comercio internacional, y de presiones en los mercados financieros en economías emergentes. De igual manera, se estima un crecimiento disparejo entre países, en respuesta a la volatilidad en los precios de los commodities, a las tensiones comerciales, a las presiones de mercado sobre ciertas monedas y a la incertidumbre geopolítica internacional.

Las economías avanzadas (principalmente la Zona Euro, EE. UU., Japón, Suiza, Suecia, Noruega y Australia), cerraron el año 2018 con un crecimiento estimado de 2,20%. Se prevé una ralentización en el crecimiento de estas economías a 1,5% para los próximos años, para alcanzar niveles previos a la crisis financiera de 2008. Estados Unidos mantiene una perspectiva de crecimiento positiva, impulsada por estímulos fiscales. No obstante, el crecimiento de las economías europeas será más bajo, dada la normalización en su política monetaria, y la volatilidad de los precios de la energía y los combustibles, lo cual disparó las expectativas de inflación y desincentivó el consumo privado.

Sin embargo, en muchas de las economías avanzadas, la inflación se mantiene por debajo de los objetivos de los Bancos Centrales, lo cual ocasiona el incremento en los tipos de interés, y por ende en los costos de endeudamiento de las economías emergentes (principalmente China, Tailandia, India, América Latina, Turquía y África Subsahariana). Al cierre de 2018, estas economías alcanzaron un crecimiento estimado de 4,2%, cifra inferior a las proyecciones previas debido a caídas en actividad y a presiones financieras en países con déficits fiscales elevados. Se espera una actividad económica sostenida en los países importadores de commodities, mientras que se pronostica un debilitamiento en el crecimiento de países exportadores de commodities.

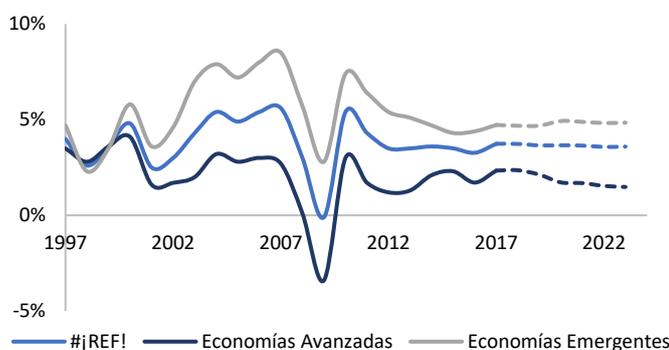
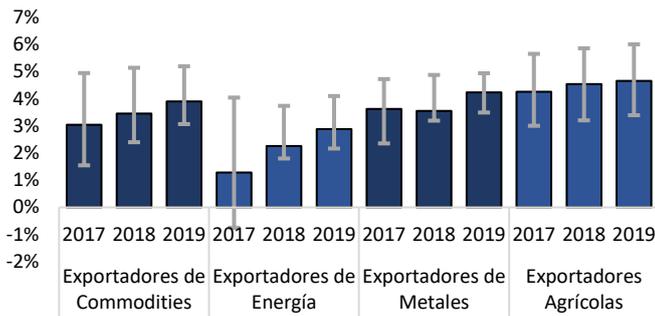


Gráfico 1: PIB Real – Variación anual porcentual.

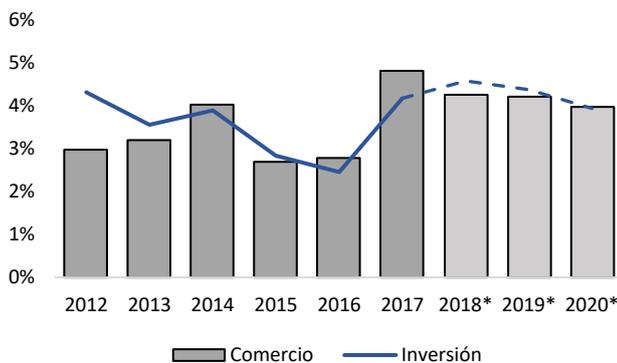
Fuente: World Economic Outlook (oct. 2018) - Fondo Monetario Internacional

Elaboración: Global Ratings



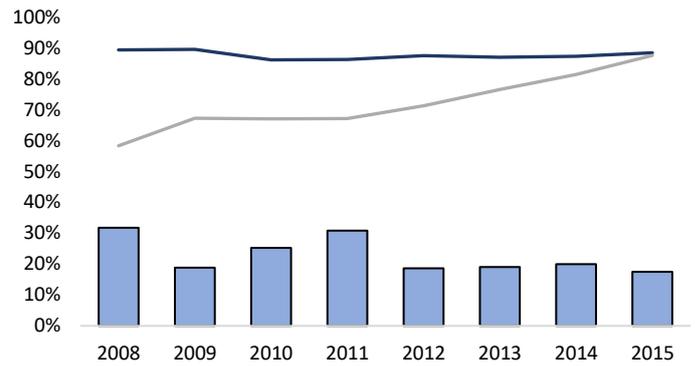
**Gráfico 2:** Crecimiento Económico en Países Exportadores  
**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial  
**Elaboración:** Global Ratings

El crecimiento del comercio internacional durante los dos próximos años será moderado, a pesar del incremento en la demanda mundial interna, debido a las recientes políticas comerciales que generaron tensión entre los países avanzados y las economías emergentes. Las tarifas comerciales que se introdujeron durante 2018 afectaron a alrededor del 2,5% del comercio internacional, y el Banco Mundial estima que, si todas las tarifas y aranceles bajo consideración se implementaran, podrían disminuir el nivel de comercio internacional en alrededor de un 5,0%, afectando así a distintas cadenas de valor internacionales y deteriorando la disposición de las firmas para invertir y exportar. Por su parte, habrá una desaceleración global en el crecimiento de la inversión privada, relacionado con las presiones y disrupciones en los mercados financieros internacionales y las crecientes tasas de interés.



**Gráfico 3:** Crecimiento del volumen de comercio e inversión  
**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial  
**Elaboración:** Global Ratings

En respuesta a esta tendencia, el monto total de deuda corporativa en las economías emergentes mantuvo una tendencia creciente durante la última década, alcanzó niveles similares a los de la deuda pública y presionó al alza las tasas de interés. Esta tendencia refleja la profundización de los mercados de capitales en las economías en desarrollo, pero impone un riesgo a la estabilidad de los mercados financieros y aumenta la vulnerabilidad del sector privado y bancario ante choques externos. Adicionalmente, el incremento sostenido de la deuda corporativa puede mermar la expansión de la capacidad productiva debido a la proporción significativa de las ganancias destinadas al pago de intereses, lo cual reprimiría el crecimiento económico en dichas economías.



**Gráfico 4:** Deuda Corporativa como Porcentaje del PIB y Tasa de Inversión Neta.  
**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial  
**Elaboración:** Global Ratings

**Gráfico 4:** Deuda Corporativa como Porcentaje del PIB y Tasa de Inversión Neta.  
**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial  
**Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros internacionales, la tendencia mundial está marcada por el incremento en la tasa de fondos federales en Estados Unidos, que continuará durante 2019, y la reducción en la compra mensual de activos por parte del Banco Central Europeo y el Gobierno japonés. El rendimiento promedio de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años para diciembre de 2018 fue de 2,83%, y la tasa al cierre de año fue de 2,70%, lo cual constituye un incremento de 30 puntos base frente a la cifra a inicio de 2018. Por su parte, el rendimiento promedio de los Bonos del Gobierno Alemán fue de 0,28% durante el mes de diciembre de 2018. Asimismo, debido a políticas en Japón y en ciertas economías europeas, alrededor de USD 7,50 billones de deuda en circulación se cotizan a tasas negativas en los mercados internacionales.

Por su parte, la tasa de interés en las economías emergentes sufrió una presión al alza en el último trimestre, en respuesta a las presiones inflacionarias y de tipo de cambio ocasionadas principalmente la apreciación del dólar durante 2018. De acuerdo con el Banco Mundial, los precios en el mercado bursátil internacional disminuyeron durante el último trimestre de 2018, lo cual refleja el deterioro en las percepciones de mercado acerca de la actividad global y las tendencias comerciales. Sectores como telecomunicaciones, servicios públicos e industria impulsaron los índices al alza, mientras que los retrocesos de los sectores petróleo y gas, tecnología y servicios al consumidor llevaron a los mercados a la baja. Para noviembre de 2018, los principales índices bursátiles alcanzaron los siguientes valores promedio:

ÍNDICE	VALOR	CAMBIO MENSUAL (%)	CAMBIO ANUAL (%)
DJIA	23.805,55	-5,75%	-3,01%
S&P 500	2.567,31	-5,73%	-3,64%
NASDAQ	6.814,29	-5,83%	-1,07%
NYSE	11.624,26	-5,84%	-8,52%
IBEX 35	8.747,82	-3,29%	-14,29%

**Tabla 1:** Cotizaciones de los principales índices del mercado bursátil  
**Fuente:** Yahoo Finance; **Elaboración:** Global Ratings

La nómina estadounidense no agrícola presentó un desempeño fuerte durante el mes de diciembre de 2018, con un incremento de 312.000 posiciones laborales y un aumento salarial mensual de

0,4%. Sin embargo, alrededor de 419.000 trabajadores se unieron a la fuerza laboral, por lo cual la tasa de desempleo incrementó a 3,9% al cierre de 2018. Se espera que estas perspectivas laborales, junto con el comportamiento de la tasa de interés, contribuyan con el fortalecimiento del dólar durante los próximos meses.

	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSSIA	JAPÓN
	Peso	Nuevo Sol	Peso	Libra	Euro	Yuan	Rublo	Yen
Ene	2.844,95	3,22	605,80	0,71	0,80	6,32	56,31	108,68
Feb	2.857,14	3,25	590,49	0,72	0,81	6,32	56,27	107,56

	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSSIA	JAPÓN
Mar	2.791,74	3,22	604,41	0,71	0,81	6,29	57,32	106,40
Abr	2.805,05	3,24	607,68	0,72	0,82	6,33	62,14	109,11
May	2.876,04	3,27	627,70	0,75	0,86	6,42	62,09	108,86
Jun	2.948,11	3,28	649,65	0,76	0,87	6,62	62,93	110,59
Jul	2.870,26	3,27	638,20	0,76	0,85	6,81	62,23	110,94
Ago	3.031,22	3,31	677,97	0,77	0,86	6,84	68,12	111,18
Sep	2.985,97	3,30	659,63	0,76	0,86	6,89	65,32	113,39
Oct	3.206,16	3,36	693,39	0,79	0,88	6,97	65,56	112,99
Nov	3.236,25	3,38	669,21	0,78	0,88	6,94	66,21	113,42

Tabla 2: Cotizaciones del Dólar estadounidense en el mercado internacional

Fuente: Banco Central Ecuador; Elaboración: Global Ratings

## ENTORNO REGIONAL

De acuerdo con el informe de Global Economic Prospects del Banco Mundial, el crecimiento mundial en los próximos dos años estará impulsado por la región de Asia del Sur, seguido de Asia del Este y Pacífico, al ser regiones con un mayor número de importadores de commodities.

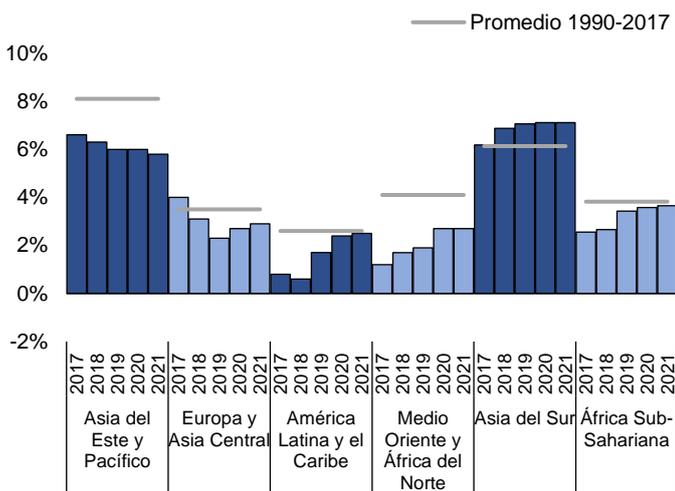


Gráfico 5: Tasa de crecimiento económico, por región.

Fuente: Global Economic Prospects, enero 2019 – Banco Mundial  
Elaboración: Global Ratings

En **Asia del Este y Pacífico**, el crecimiento económico se desacelerará en 2019, principalmente por el enfriamiento de las exportaciones en China dadas las crecientes restricciones comerciales. Adicionalmente, la región se caracterizará por la existencia de economías altamente apalancadas y con necesidades de financiamiento crecientes.

La región de **Europa y Asia Central** afrontará una ralentización en su crecimiento, pasando de 3,10% en 2018 a 2,70% en 2020, debido principalmente a la actividad moderada en Turquía y en las economías de Europa Central. La actividad económica en esta región se caracterizará por el ajuste en las condiciones financieras de economías con amplios déficits externos.

En el **Medio Oriente y África del Norte**, se espera una recuperación en la actividad económica tras el recorte en la producción petrolera

y los ajustes fiscales implementados el año anterior. Los países importadores de petróleo de la región afrontan un escenario frágil, pero se beneficiarán de reformas políticas en la región. Las tensiones y conflictos geopolíticos y la volatilidad en los precios del petróleo representan una amenaza para la región.

El crecimiento económico en **Asia del Sur** estará impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna en India, conforme se evidencien los efectos de reformas estructurales como la recapitalización bancaria. No obstante, se espera un incremento en la deuda externa y en los déficits de cuenta corriente de la región, así como una erosión de las reservas internacionales, incrementando la vulnerabilidad externa.

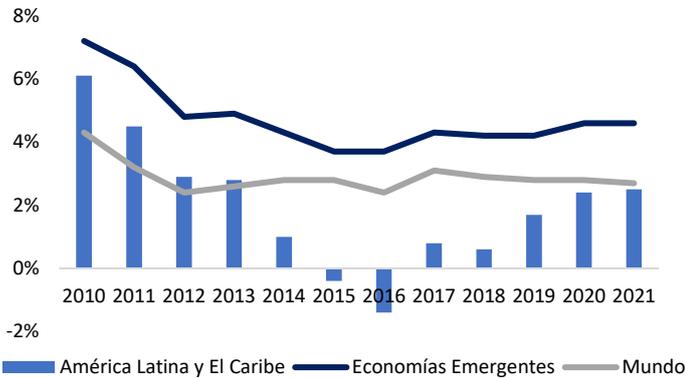
Se espera una recuperación en las tasas de crecimiento de la región de **África Sub-Sahariana** en los próximos dos años, pasará de 2,70% en 2018 a 3,40% en 2019, impulsada por una menor incertidumbre política y una mejora en la inversión privada en la región.

La región de **América Latina y el Caribe** alcanzó un crecimiento de 0,6% en 2018, inferior a las proyecciones, debido a la crisis monetaria y a la sequía en el sector agrícola en Argentina, a los paros de trabajadores en Brasil y a las condiciones económicas en Venezuela. La economía Latinoamericana también se vio afectada por la caída en los precios de los commodities, mientras que el incremento en los precios del petróleo impulsó el crecimiento en los países exportadores de crudo durante 2018, a pesar de la caída en los precios a finales del año.

Se espera una recuperación económica en la región durante los próximos años, alcanzando una tasa estimada de crecimiento de 1,70% en 2019 y de 2,40% en 2020, que se mantendrá por debajo del crecimiento mundial. De acuerdo con el Banco Mundial, el fortalecimiento económico en América Latina y el Caribe estará impulsado por la firmeza de las condiciones económicas en Colombia y Brasil, así como por la recuperación gradual en las condiciones económicas en Argentina, principalmente debido a la consolidación del consumo y la inversión privada. No obstante, estas perspectivas de crecimiento pueden verse afectadas por los ajustes

de los mercados financieros, la ruptura en la negociación de tratados comerciales, el proteccionismo impuesto por Estados Unidos y las consecuencias de fenómenos climáticos y naturales.

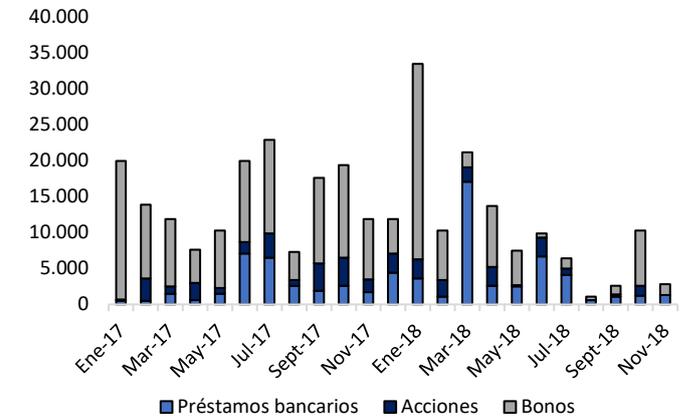
reactivado la inversión privada en la región, que, sin embargo, fue inferior a la esperada al cierre de 2018. La inversión total en la mayoría de los países de la región se sitúa por debajo de la media de economías emergentes en Europa, Asia y Medio Oriente. Esto se explica por la falta de ahorro nacional o de oportunidades de inversión rentables.



**Gráfico 6:** Crecimiento Económico

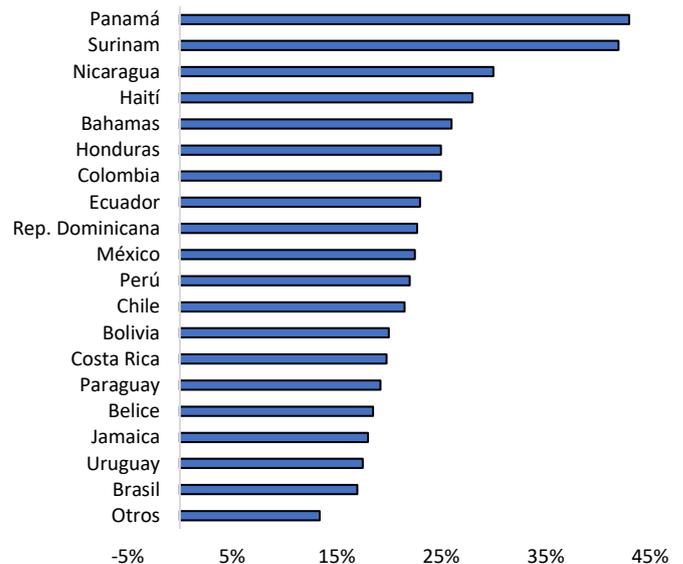
Fuente: Global Economic Prospects (Enero 2019) – Banco Mundial;  
Elaboración: Global Ratings

Los países exportadores de materia prima y commodities de la región, principalmente Brasil, Chile y Argentina, afrontaron un incremento significativo en la producción industrial durante la primera mitad de 2018, medido por los volúmenes de ventas. Sin embargo, el incremento en la volatilidad de mercado deterioró la actividad industrial en el segundo trimestre de 2018. De igual manera, los países exportadores de servicios, ubicados principalmente en Centroamérica y el Caribe, se vieron beneficiados por el fortalecimiento de la demanda externa, alcanzando niveles de turismo récord para la región. En cuanto a los países importadores de commodities, como México, se pronostica un crecimiento moderado del consumo privado dado el estancamiento en los volúmenes de ventas.



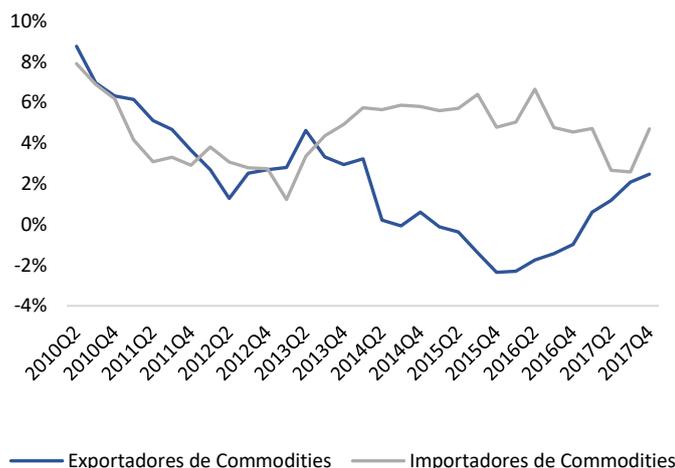
**Gráfico 8:** Flujos de Capital en América Latina y El Caribe

Fuente: Global Economic Prospects (Enero 2019) – Banco Mundial;  
Elaboración: Global Ratings



**Gráfico 9:** Tasa de inversión total como porcentaje del PIB, 2017.

Fuente: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2018 – BID  
Elaboración: Global Ratings



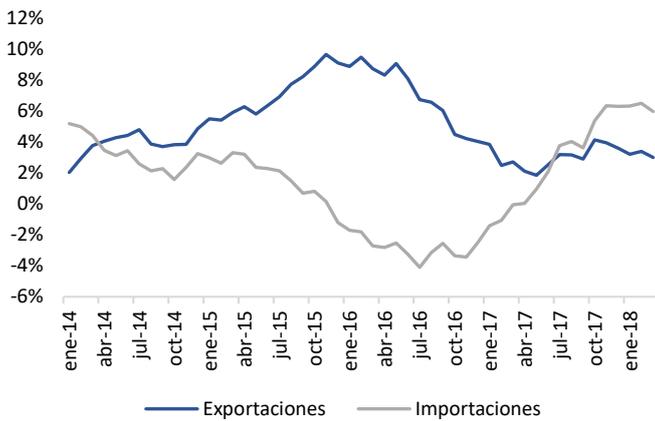
**Gráfico 7:** Crecimiento del PIB Real en América Latina y el Caribe.

Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial  
Elaboración: Global Ratings

El consumo privado es el principal motor del crecimiento de la economía de América Latina, y se espera que crezca a un ritmo de 1,3% en 2018. Su fortalecimiento durante los últimos años ha sido consecuencia de reducciones en las tasas de interés. Esto ha

Durante 2018, el crecimiento de las exportaciones de la región fue inferior al esperado, en respuesta a las tendencias de comercio mundiales y a la desaceleración en la producción agrícola en Argentina. Las perspectivas comerciales de los países de la región de América Latina y el Caribe son favorables, considerando que sus principales socios comerciales, Estados Unidos, Europa y China, han visto revisadas al alza sus previsiones de crecimiento. Asimismo, el fortalecimiento de la demanda mundial ha impulsado las exportaciones y contribuido hacia la reducción de los déficits en cuenta corriente en varios de los países de la región. No obstante, el crecimiento de las importaciones supera al crecimiento de las

exportaciones; por ende, la balanza comercial contribuye de manera negativa al crecimiento de América Latina y el Caribe.



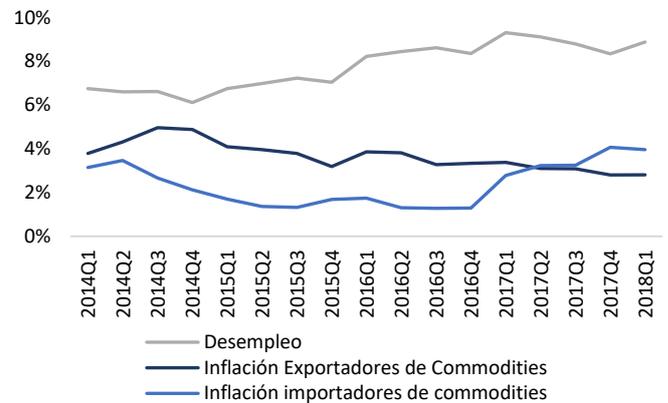
**Gráfico 10:** Crecimiento de exportaciones e importaciones en América Latina y el Caribe

**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial

**Elaboración:** Global Ratings

Debido al fortalecimiento del dólar estadounidense, la mayoría de los países en la región afrontaron una depreciación de su moneda, la cual, a su vez, impulsó la inflación al alza. Se espera que las decisiones de política monetaria de la región presionen la tasa de inflación durante los próximos meses. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo ha mantenido una tendencia creciente durante el último año. Asimismo, el empleo informal constituye una de las

problemáticas más importantes de la región. Se estima que el tamaño del sector informal en la región es de cerca del 40% del PIB, y que



**Gráfico 11:** Inflación y Desempleo en América Latina y el Caribe

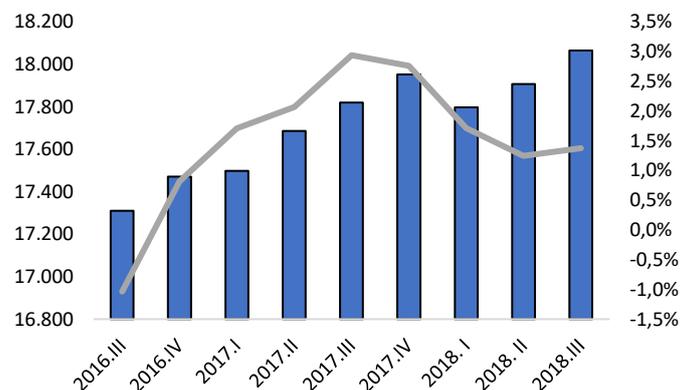
**Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial.

**Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros de la región, los rendimientos de los bonos soberanos incrementaron durante 2018, al igual que en el resto de los mercados emergentes a nivel mundial. La deuda pública alcanzó niveles récord en algunos países de la región, dados los déficits fiscales elevados en los países exportadores de commodities. La mayoría de los índices de los mercados accionarios de la región afrontaron una desvalorización al cierre de 2018.

**ENTORNO ECUATORIANO**

La economía ecuatoriana se desenvuelve con un ralentizado crecimiento. El Banco Mundial estimó un crecimiento económico de 1,0% para el año 2018, y pronostica un crecimiento de 0,7% para el año 2019. Según datos del Banco Central del Ecuador, en 2016 el PIB del Ecuador totalizó USD 99.937 millones, mientras que en el 2017 alcanzó los USD 104.295 millones. En el tercer trimestre de 2018, el PIB ecuatoriano alcanzó los USD 27.267,31 millones, lo cual refleja un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año anterior, y un incremento de 0,9% frente al primer trimestre de 2018. El gobierno estima un crecimiento de 1,9% en 2019.



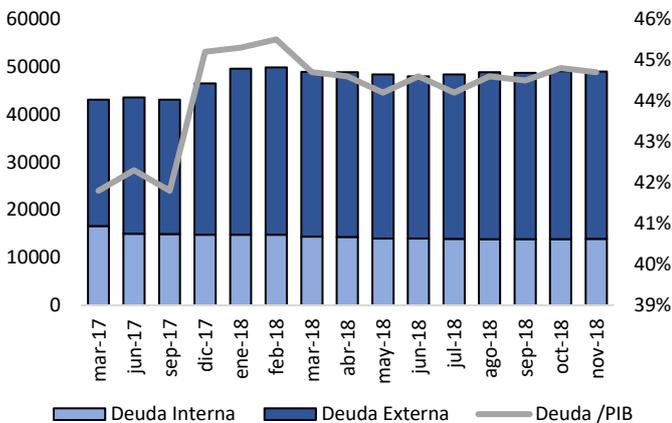
**Gráfico 12:** PIB Real del Ecuador a precios constantes de 2007 y tasa de variación interanual

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Por su parte, el Índice de Actividad Coyuntural (IDEAC), que describe la variación de la actividad económica a través de la medición de variables de producción en las distintas industrias, refleja una dinamización de la economía en el país para el mes de octubre de 2018. Específicamente, a octubre de 2018, el IDEAC alcanzó un nivel de 171,02 puntos, lo cual refleja un incremento de 7,61% frente al mes de septiembre de 2018, y un incremento de 12,30% frente al mismo período de 2017.

El presupuesto general del Estado aprobado para el año 2018 se mantuvo en USD 34.853 millones, lo cual representa una caída de 5,3% con respecto al Presupuesto General aprobado para 2017. Este presupuesto se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento real del PIB de 2,04%, una inflación promedio anual de 1,38%, un PIB nominal de USD 104.021 millones y el precio promedio del barril de petróleo en USD 41,92. La proforma presupuestaria para el 2019, que fue presentada por el Ministerio de Economía y Finanzas a la Asamblea Nacional y se encuentra pendiente de aprobación, alcanzó los USD 31.318 millones, cifra que demuestra una disminución de USD 3.534 millones frente al presupuesto aprobado para 2017. La proforma para el presupuesto de 2019 se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento económico de 1,43%, una inflación anual de 1,07%, un precio promedio del petróleo de USD 58,29 por barril y una producción de 206,21 millones de barriles de petróleo.

Para noviembre de 2018, la deuda pública alcanzó un monto de USD 48.954,40 millones, lo cual representa el 44,7% del PIB. De este monto, alrededor de USD 35.049,70 millones constituyeron deuda externa con Organismos Internacionales, Gobiernos, Bancos y Bonos, mientras que los restantes USD 13.904,70 millones constituyeron deuda interna por Títulos y Certificados y con Entidades del Estado como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco del Estado.

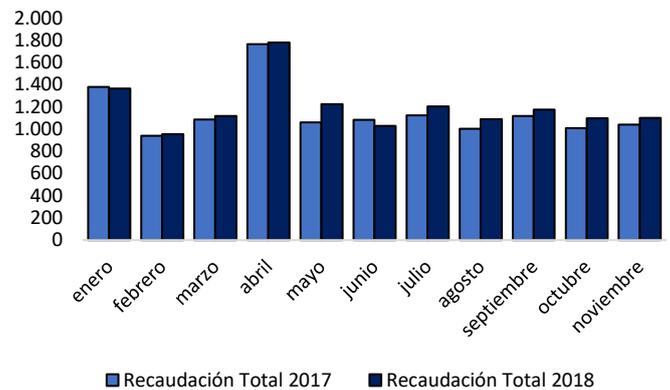


**Gráfico 13:** Deuda Pública (millones USD) y Relación Deuda/PIB (Eje der.).

**Fuente:** Ministerio de Finanzas del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Por otro lado, la recaudación tributaria entre los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 13.148,14 millones, lo cual representa un aumento de 4,3% frente al mismo periodo de 2017, y una estabilidad en la recaudación de los meses de octubre y noviembre de 2018. El impuesto con mayor contribución a la recaudación fiscal es el Impuesto al Valor Agregado, que representa 42,04% de la recaudación total. Para el periodo de enero a noviembre de 2018, la recaudación del Impuesto al Valor Agregado fue de USD 6.120,24 millones, lo cual constituye un incremento de 5,99% frente al mismo período de 2017, pero una caída de 5,29% en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado en el mes de noviembre 2018 frente al mes de octubre del mismo año. Esto evidencia una mejora en el consumo privado en el

último año, que constituye cerca del 60% de la actividad económica del país. Adicionalmente, el Impuesto a la Renta recaudado durante los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 4.274,42 millones, lo cual representa el 32,52% de la recaudación fiscal. Este monto es 9,56% superior a la recaudación de Impuesto a la Renta de enero a noviembre de 2017, y representa un aumento de 6,82% en la recaudación mensual de noviembre frente a la recaudación del mes de octubre del presente año.



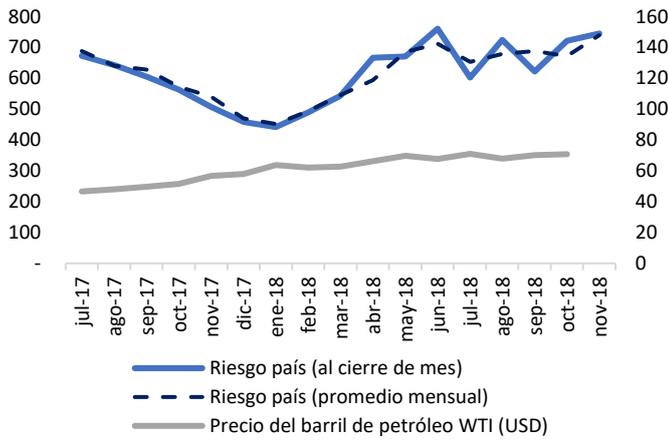
**Gráfico 14:** Recaudación Fiscal

**Fuente:** Servicio de Rentas Internas del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Adicional a los ingresos tributarios, los ingresos petroleros constituyen la principal fuente de ingresos para el Ecuador, al ser el quinto mayor productor sudamericano de crudo. Sin embargo, su producción en los mercados internacionales es marginal, por lo cual no tiene mayor influencia sobre los precios y, por lo tanto, sus ingresos por la venta de este commodity están determinados por el precio internacional del petróleo. Para octubre de 2018, el precio promedio mensual del barril de petróleo (WTI) fue de USD 70,75, cifra similar al precio promedio del mes de septiembre de 2018. Para el 10 de enero de 2018, el precio del barril de petróleo (WTI) fue de USD 52,53, cifra que sugiere una tendencia decreciente en los precios del crudo, y, por tanto, una caída en los ingresos disponibles para el Estado, perjudicando su capacidad de pago de la deuda.

Esta condición se refleja en el riesgo país, que mide la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones extranjeras. Específicamente, según cifras del Banco Central, el Riesgo País del Ecuador, medido a través del Índice Bursátil de Economías Emergentes (EMBI), promedió 746 puntos durante el mes de noviembre de 2018, y cerró dicho mes en 740 puntos. Si bien el riesgo país al cierre de noviembre fue inferior al promedio mensual, este último presentó un incremento de 11,01% frente al nivel promedio de octubre. Asimismo, el riesgo país promedio en noviembre de 2018 incrementó en 37,89% en comparación con el mismo periodo de 2017. Este incremento en el riesgo país implica menores oportunidades de inversión rentable para el país, así como mayores costos de financiamiento en los mercados internacionales. Por esta razón, el crecimiento del riesgo país

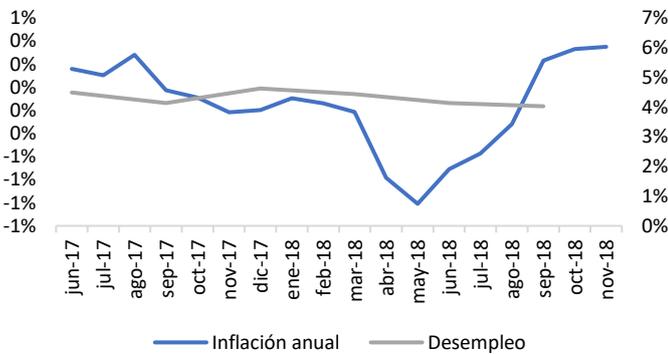
incide de manera negativa en nivel de empleo y el crecimiento de la producción.



**Gráfico 15:** Riesgo País (eje izq.) y Precio del Barril de Petróleo (eje der.)  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

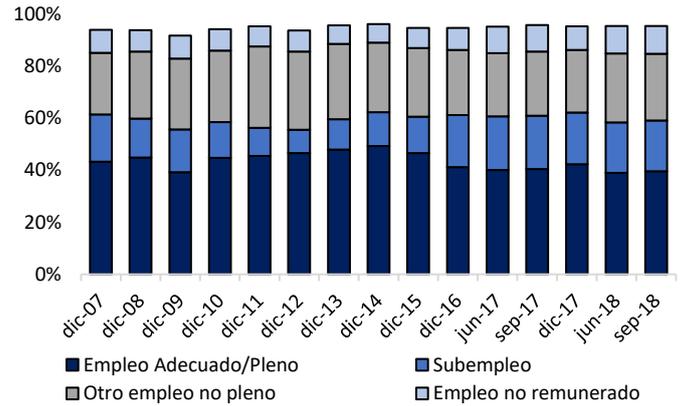
Durante el último año, los precios generales en el país se han mantenido estables, con una inflación acumulada a octubre de 2018 de 0,17%. La inflación mensual para noviembre de 2018 fue de -0,25%, mientras que la inflación anual, en comparación con noviembre de 2017, fue de 0,35%. El decremento mensual en los precios para noviembre de 2018 fue impulsado por los precios de las prendas de vestir y calzado y de las actividades de recreación y cultura, mientras que los precios con mayor variación positiva para el mes de noviembre de 2018 fueron los de salud y alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles.

Esta estabilidad de precios, a su vez, permitió mantener una estabilidad relativa en el mercado laboral, que reacciona de manera inversa a los cambios en el índice de precios. El porcentaje de la población en el desempleo para septiembre de 2018 fue de 4,0%, un decremento porcentual de 0,1% con respecto a la cifra reportada en junio de 2018. Los cambios más significativos en el desempleo nacional se dieron en Guayaquil, donde el desempleo cayó en 1,2% en el último año, y Machala, donde el desempleo aumentó en 2,5% de septiembre 2017 a septiembre 2018.



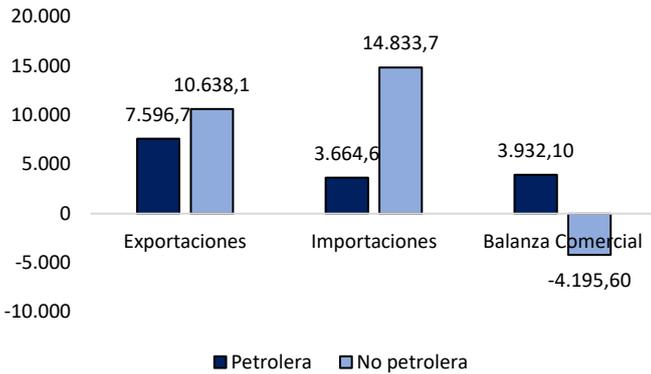
**Gráfico 16:** Tasa de Inflación Anual (eje izq.) y Tasa de Desempleo (eje der.)  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador e Instituto Nacional de Estadística y Censos  
**Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a la distribución del empleo, según los datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos, la mayor proporción de la población goza de un empleo adecuado. Para septiembre de 2018, la tasa de empleo adecuado alcanzó un nivel de 39,6% de la población nacional. La tasa de subempleo se mantuvo constante durante el tercer trimestre de 2018, alcanzando un 19,4% de la población. No obstante, para septiembre 2018, las tasas de empleo no remunerado y de otro empleo no pleno incrementaron en 0,5% y 1%, respectivamente, frente a septiembre de 2017. El comportamiento de los índices de empleabilidad concuerda con las tendencias regionales de informalidad creciente.



**Gráfico 17:** Evolución de Indicadores de Empleo Nacionales  
**Fuente:** Instituto Nacional de Estadística y Censos, **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al sector externo, durante el período de enero a octubre de 2018, la balanza comercial registró un déficit de USD -263,50 millones, con exportaciones por USD 18.234,70 millones e importaciones por USD 18.498,30 millones. Las exportaciones petroleras representaron el 41,70% de las exportaciones, mientras que las exportaciones no petroleras representaron el 58,30% del total de exportaciones. Para octubre de 2018, la balanza petrolera mantuvo un saldo positivo de USD 3.932,10 millones. Por el contrario, la balanza comercial no petrolera presentó un déficit de USD -4.195,60 millones, con exportaciones por USD 10.638,10 millones e importaciones por USD 14.498,30 millones. El saldo negativo en la balanza comercial no petrolera es consecuencia de la elevada importación de materias primas y bienes de capital utilizados como insumos productivos, así como la importación de bienes de consumo.



**Gráfico 18:** Balanza comercial petrolera y no petrolera (millones USD)  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

La siguiente tabla resume los principales indicadores de interés económico publicados por los diferentes organismos de control y estudios económicos:

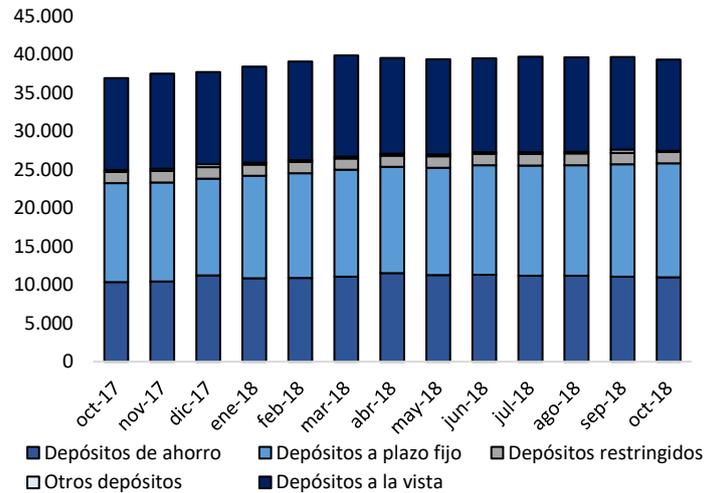
MACROECONOMÍA	
Ingreso per cápita (2017) *	USD 6.143
Inflación anual (noviembre 2018) *	0,35%
Inflación mensual (noviembre 2018) *	-0,25%
Salario básico unificado	USD 394
Canasta familiar básica (diciembre 2018) *	USD 715,16
Tasa de subempleo (septiembre 2018) *	19,40%
Tasa de desempleo (septiembre 2018) *	4,00%
Precio crudo WTI (octubre 2018)*	USD 70,75
Índice de Precios al Productor (diciembre 2018) *	102,34
Riesgo país (promedio octubre 2018)*	746 puntos
Deuda pública como porcentaje del PIB (noviembre 2018)*	44,70%
Tasa de interés activa (enero 2019)	7,99%
Tasa de interés pasiva (enero 2019)	5,62%
Deuda pública total (noviembre 2018) millones USD*	48.954,40

(\*): Última fecha de información disponible

**Tabla 3:** Principales indicadores económicos del Ecuador

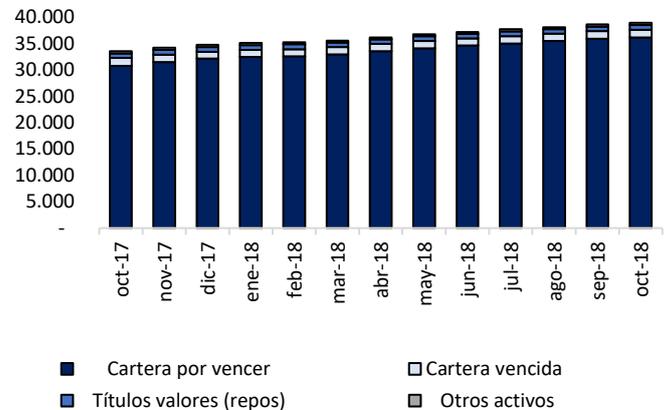
**Fuente:** BCE, INEC, Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** Global Ratings

Para octubre de 2018, el sistema financiero nacional totalizó un monto de captaciones a plazo igual a USD 27.564,60 millones. Este monto representa un decremento de 0,23% con respecto a septiembre de 2018, y un aumento de 10,2% con respecto a octubre de 2017. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 53,90% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, cuya participación en el total de captaciones a plazo fue de 39,80%. Asimismo, los bancos privados obtuvieron el 65,78% de las captaciones a plazo, seguido de las cooperativas, que obtuvieron el 28,53% de las mismas. Por su parte, los depósitos a la vista en octubre de 2018 cayeron en 0,50% con respecto a octubre de 2017, de USD 11.956,25 a USD 11.901,40. Los bancos privados captaron el 73,40% de los depósitos a la vista, mientras que el Banco Central captó el 25,60% de los mismos. El incremento en las captaciones del sistema financiero durante 2018 refleja la recuperación de la confianza de los inversionistas y de los cuenta ahorristas.



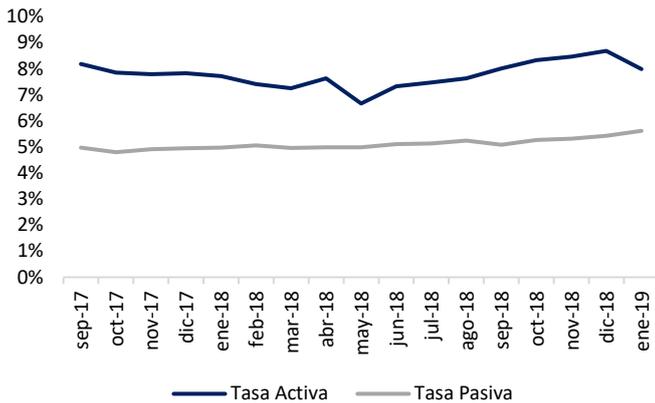
**Gráfico 19:** Evolución de las Captaciones del Sistema Financiero Ecuatoriano  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para octubre de 2018, el volumen de colocación de crédito particular del sistema financiero alcanzó los USD 38.926,60 millones, lo cual representa un incremento de 16,1% con respecto a octubre de 2017, y de 0,8% frente a septiembre de 2018. Este incremento representa la creciente necesidad de financiamiento del sector privado para actividades destinadas al consumo y a la inversión. La cartera por vencer del sistema financiero ecuatoriano representa el 92,92% del total de colocaciones, mientras que la cartera vencida representa el 3,67%.



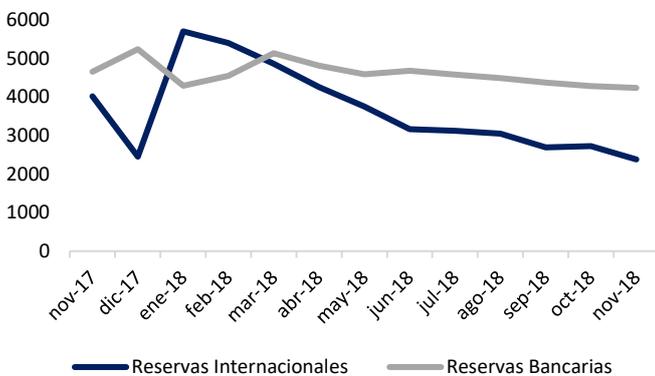
**Gráfico 20:** Evolución de las colocaciones del sistema financiero ecuatoriano  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

La tasa de interés activa referencial cayó de 8,69% en diciembre de 2018 a 7,99% en enero de 2019. Por el contrario, la tasa de interés pasiva referencial incrementó de 5,43% en diciembre de 2018 a 5,62% en enero de 2019.



**Gráfico 21:** Evolución de tasas de interés referenciales  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Las reservas internacionales en el Banco Central del Ecuador alcanzaron un total de USD 2.382,20 millones en noviembre de 2018, monto que representa una caída de 40,72% con respecto a noviembre de 2017, y de 12,75% con respecto al mes anterior. Por su parte, las reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador para noviembre de 2018 fueron de USD 4.238,6 millones, cifra 8,96% inferior al monto de reservas bancarias en el BCE de noviembre de 2017, y 1,09% inferior al mes anterior. Esta situación evidencia el creciente riesgo de liquidez en el sistema financiero, y la falta de respaldo ante las reservas de los bancos privados en el Banco Central.

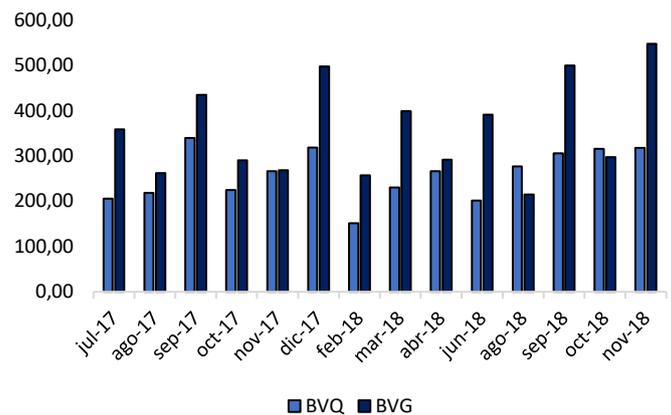


**Gráfico 22:** Reservas Internacionales y Reservas Bancarias en el BCE.  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

## Sector Comercial

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y las tendencias del sector a nivel mundial presentan perspectivas favorables para el comercio local. El desarrollo del sector comercial ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad

En cuanto al mercado bursátil, a diciembre de 2018, existieron 289 emisores, sin incluir fideicomisos o titularizaciones, de los cuales 156 son pymes, 103 son empresas grandes y 30 pertenecen al sector financiero. De acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores Quito, a diciembre de 2018, los montos negociados en el mercado bursátil nacional están compuestos por un 99,67% de instrumentos de renta fija y un 0,33% de instrumentos de renta variable. El 89,81% de las negociaciones corresponde mercado primario y el 10,19% al mercado secundario. En este mes de análisis, se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 856,06 millones.



**Gráfico 23:** Historial de Montos Negociados (millones USD)  
**Fuente:** BVQ; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presentan tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador, puntualmente la economía ecuatoriana tiene expectativas de un crecimiento moderado para el presente año e ingresos suficientes para cubrir las obligaciones en lo que resta del 2018.

del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el sector comercial comprende la venta al por mayor y al por menor de todo tipo de productos y la prestación de servicios accesorios a la venta de dichos productos. La venta al por mayor y menor constituyen la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y por lo tanto, mantiene una

relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. Para el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial a obtener un crecimiento máximo de 10,76%. Durante la última década, el sector comercial creció a una tasa promedio de 3,18%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo en 0,71%, principalmente debido a la imposición de las salvaguardas y a la estrecha relación del sector con los productos importados. La retracción del comercio se extendió hasta 2016, año en que se evidenció una caída de 4% en el PIB del sector.

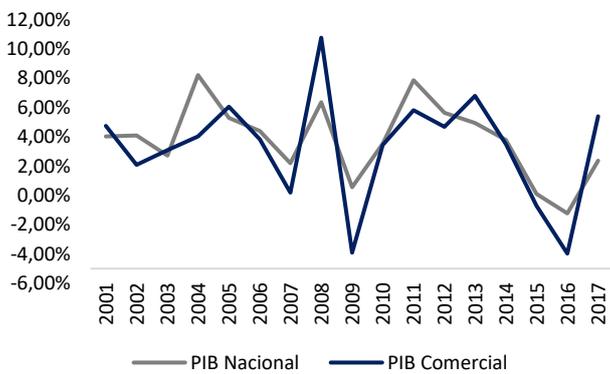


Gráfico 24: Crecimiento anual del PIB real.

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Para 2017, el sector alcanzó un Producto Interno Bruto nominal de USD 9.960,09 millones y una tasa de crecimiento real de 5,4% frente a 2016, señal de dinamización de la economía y recuperación del consumo privado. Durante el tercer trimestre de 2018, el PIB del sector comercial alcanzó los USD 2.615,75 millones. En términos reales, esta cifra constituyó un incremento de 0,5% en relación con el primer trimestre de 2018, y un aumento de 2,75% en comparación con el mismo periodo de 2017. Este crecimiento fue superior al de la economía nacional, lo cual resalta el desempeño del comercio dentro del contexto nacional.

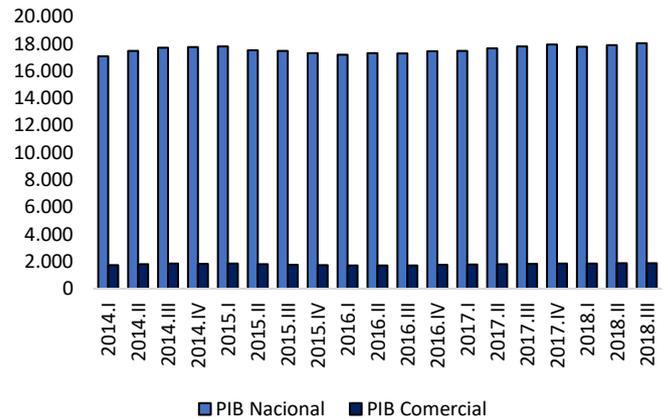


Gráfico 25: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Entre 2000 y 2007, el comercio mantuvo una participación de 10,92% dentro del PIB nacional, constituyéndose como el tercer sector con más importancia en la economía del país. Para 2008, el sector representó el 10,94% de la economía, y, a partir de entonces, la participación de este sector dentro del PIB nacional se mantuvo relativamente estable, con una ligera tendencia a la baja. Para 2015, el comercio representó el 10,21% del PIB nacional, y para 2016 esta participación se contrajo a 9,93% del PIB. Al cierre de 2017, la participación del sector comercial dentro del PIB nacional fue de 10,22%. Esto convirtió al comercio en el segundo sector con mayor participación dentro de la economía nacional en el último año, después de la industria manufacturera. Al cierre del tercer trimestre de 2018, el sector comercial se mantuvo como el segundo sector más grande, con una participación de 10,37% dentro del PIB nacional.

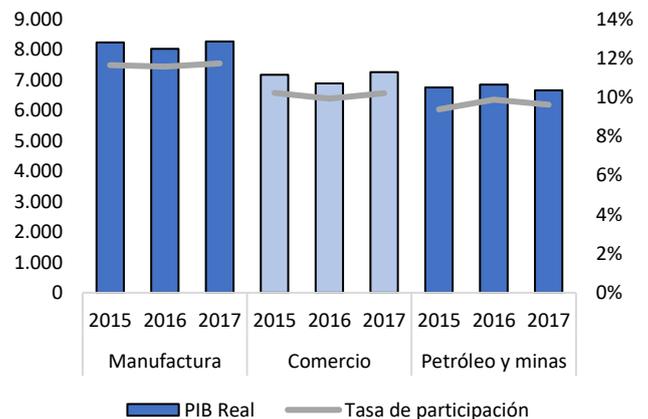


Gráfico 26: Evolución PIB y participación por sector

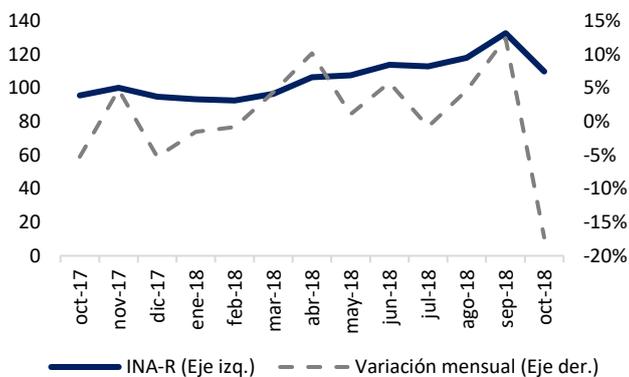
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Durante el periodo de enero a agosto de 2018, las ventas en el país alcanzaron los USD 95.608 millones, cifra que se acercó al PIB nacional y que superó en un 5,5% a las ventas del mismo periodo de 2017. De este monto, alrededor de USD 43.474,10 en ventas pertenecieron al sector comercial. De acuerdo con un informe de MarketWatch, el comercio al por mayor y menor es la principal actividad económica del país, y afrontó un crecimiento de 9,6% en

el periodo de enero a agosto de 2018, en comparación con el mismo periodo de 2017. No obstante, el crecimiento durante 2018 ha sido inferior al crecimiento en 2017, señal de desaceleración y enfriamiento de la economía.

Sin embargo, para noviembre de 2018, el Índice de Confianza del Consumidor, que mide el grado promedio de optimismo del consumidor ecuatoriano, evidenció un incremento mensual de 1,5 puntos, alcanzando un valor de 41,5. Esto representa un incremento de 5,60% frente a noviembre de 2017, y de 3,75% en comparación con octubre de 2018. Esto genera expectativas favorables en cuanto al consumo privado a nivel nacional, y, por lo tanto, para el sector comercial.

Para monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, el INEC utiliza el **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional. Para esto, se utiliza un indicador estadístico que mide el comportamiento de las ventas corrientes en un mes determinado, comparado con las ventas del mismo mes, pero de un período base (Año 2002=100)<sup>1</sup>. Para octubre de 2018, el Índice de Nivel de Actividad Registrada del Comercio al por mayor y menor se ubicó en 109,67 puntos, con una variación negativa mensual de 17,27%, pero un incremento anual del 14,87%, respectivamente. Las actividades comerciales son altamente estacionales; no obstante, la serie desestacionalizada revela una tendencia positiva en la actividad del sector comercial durante el último año, tras las perspectivas favorables al cierre de 2017.

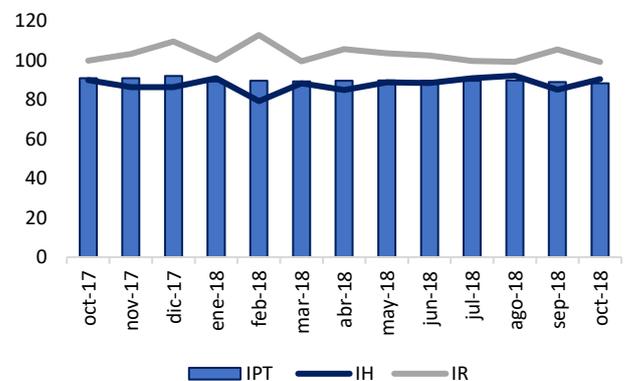


**Gráfico 27:** INA-R del sector Comercio al por mayor y menor  
Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, el último año reflejó estabilidad en el nivel de empleo del sector. El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 88,19 puntos en octubre de 2018. Esto constituye una caída de 2,92% en comparación con el mes de octubre de 2017. La disminución en los puestos de trabajo en el sector en comparación con el último año ocurrió en enero de 2018, cuando los puestos de trabajo disminuyeron en 2,98% frente a diciembre de 2017. No obstante, a pesar de la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, existen perspectivas de empleo crecientes en el sector. Esto se vio reflejado en la estabilidad de

los puestos de trabajo en el sector entre los meses de febrero a octubre. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico.

Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 90,34 en el mes de octubre de 2018. Este valor constituye un incremento de 6,33% con respecto al mes de septiembre de 2018, pero es similar al índice de octubre de 2017, lo cual refleja la tendencia estacional. El **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 99,14 en el mes de octubre de 2018, cifra que se mantuvo estable durante el último año.



**Gráfico 28:** Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor)  
Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Para septiembre de 2018, el 18% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial. Esto lo mantuvo como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

SECTOR	SEP-2017	DIC-2017	MAR-2018	JUN-2018	SEP-2018
Agricultura, ganadería, caza y pesca y silvicultura y pesca	26,8%	26,1%	28,3%	29,4%	29,3%
<b>Comercio</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,1%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,0%</b>
Manufactura	11,0%	11,3%	11,7%	11,1%	10,3%
Construcción	6,4%	6,7%	6,8%	6,5%	6,1%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,9%	6,8%	6,2%	6,2%	6,8%

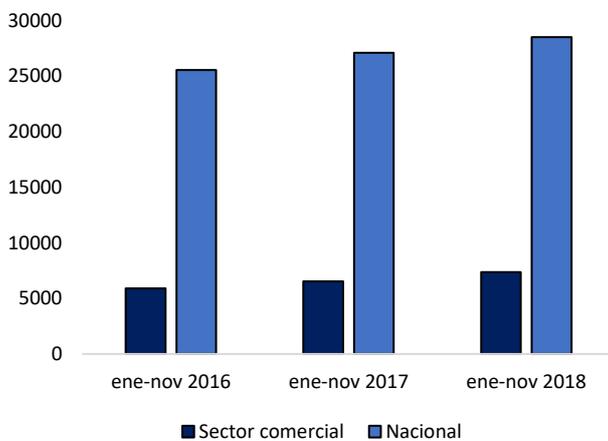
**Tabla 4:** Porcentaje de empleo por sector  
Fuente: INEC; Elaboración: ICRE

Las compañías dedicadas a las actividades comerciales operaron principalmente en las ciudades de Guayaquil, Quito y Machala, cuyos porcentajes de participación nacional son del 36,2%, 30,6% y 4% respectivamente.

<sup>1</sup>Metodología INA-R, marzo 2017, extraído de:  
<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

En cuanto al financiamiento del sector, durante el tercer trimestre de 2018, del total de empresas que demandaron crédito, el 18% operó en el sector comercial. El 82% de las empresas dentro del sector comercial que demandaron crédito durante el segundo semestre, lo utilizó para capital de trabajo, mientras que el 6% lo utilizó para inversión y adquisición de activos, el 7% para reestructuración y pago de deudas y el 2% para operaciones de comercio exterior. Del total de empresas dentro del sector comercial, el 17% tuvo problemas para pagar sus deudas durante el tercer trimestre de 2018. Se espera que para el tercer trimestre de 2018, el 28% de las grandes empresas del sector comercial soliciten un crédito, mientras que las previsiones sugieren que 17% de las pequeñas y medianas empresas dentro de este sector demandarán créditos durante ese mismo periodo.

A noviembre de 2018, el volumen de crédito otorgado por instituciones financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial alcanzó los USD 7.365,01 millones. Esto constituye un incremento de 12,86% con respecto al mismo periodo de 2017. Asimismo, este monto constituye 25,84% del crédito colocado entre enero y noviembre a nivel nacional. Esta expansión muestra que el sistema financiero confía en una recuperación en el sector del comercio. Además, el compromiso del Gobierno de mantener el esquema de dolarización de la economía también ha sido un causal para que tanto el BIESS como las instituciones financieras incrementen sus operaciones con la finalidad de impulsar al sector.



**Gráfico 29:** Volumen de crédito colocado (millones USD)

**Fuente:** Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación

de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Debido a la variedad de productos y servicios que se comercializan, resulta complicado establecer de manera generalizada el grado de amenaza de los sustitutos en el sector. No obstante, es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, depende del tipo de producto o servicio que se comercialice.

Según las características propias de operación y las actividades que realiza la compañía que son la compra y venta de equipos electrónicos de línea café, exclusivamente: audio, video, computación, accesorios electrónicos y vigilancia. La participación de mercado es la siguiente:

N	NOMBRE	VENTAS	UTILIDAD
1	Cartimex S.A.	62.101.803	1.095.696
2	Cotzul S.A.	5.016.564	446.176
3	Protecompu C.A.	4.431.471	65.507
4	Tecnoplus Cía. Ltda.	2.911.423	33.129
5	Adexus S.A.	2.646.840	-
6	Techcomputer Cía. Ltda.	2.527.720	29.074
7	Compuventas Cía. Ltda.	1.014.683	79.095

**Tabla 5:** Ranking de empresas por participación de mercado.

**Fuente:** EKOS; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado, un buen nivel de ingresos por ventas y los índices del sector indican estabilidad.

## La Compañía

COTZUL S.A. fue constituida por escritura pública otorgada ante el Notario Vigésimo Quinto del cantón Guayaquil el 23 de noviembre del año 2000 e inscrita en el Registro Mercantil el 14 de diciembre del mismo año.

De acuerdo con los estatutos de constitución de la compañía, esta tiene por objeto social la importación, exportación y comercialización de grupos de sistemas electrónicos e informáticos; equipo, materiales, repuestos, accesorios y cables para la construcción y mantenimiento de sus instalaciones; servicios de computación y procesamiento de datos e internet, así como del comercio electrónico de todo tipo de bienes y servicios; entre otras actividades detalladas en los estatutos.

Sin embargo, la actividad principal de la compañía actualmente es la compraventa, distribución, representación, agencias e importación de televisores, radios, amplificadores de audio, computadoras, máquinas y equipos de oficina eléctricos y electrónicos.

COTZUL S.A. utiliza el nombre comercial de TELEREPUESTO para el desarrollo de sus actividades. La compañía importa y comercializa principalmente equipos de audio y video profesionales, audio para autos, equipos de seguridad y vigilancia y diversos productos electrónicos. La compañía importa hacia el mercado ecuatoriano las marcas más reconocidas a nivel mundial de estos productos.

La misión de la compañía consiste en: “cumplir favorablemente con las exigencias del mercado ecuatoriano brindando productos de alta tecnología al mejor precio y con el mejor servicio para los clientes”. Mientras que la visión es: “ser una empresa importadora y distribuidora globalizada teniendo presencia de marca a nivel mundial y aplicar las mejores tecnologías para lograrlo”.

ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Ecuador	784.710	55,69%
Marriott Pérez María del Carmen	Ecuador	624.290	44,31%
<b>Total</b>		<b>1.409.000</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 6:** Estructura accionarial

Fuente: SCVS.; Elaboración: Global Ratings

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están muy comprometidos con la compañía porque ocupan cargos de dirección y administración de esta, con lo que se puede determinar que esa es su ocupación principal ya que forman parte de las decisiones estratégicas y de control con el fin de mantener un funcionamiento adecuado.

NOMBRE	CARGO
Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Presidente
Abad Argandoña Jaime Fernando	Gerente General
Ledesma Marriott Daniel Ángel	Primer Vicepresidente
Marriott Pérez María del Carmen	Segundo Vicepresidente

NOMBRE	CARGO
Ledesma Ginatta Alfredo Xavier	Tercer Vicepresidente

**Tabla 7:** Principales ejecutivos

Fuente: SCVS.; Elaboración: Global Ratings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Artículo 2, Numeral 3, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración.

La compañía presenta vinculación por accionariado, ya que sus accionistas presentan participación accionarial en otras compañías de acuerdo con el siguiente detalle:

EMPRESA	VINCULADO	SITUACIÓN LEGAL	ACTIVIDAD
Safied S.A.	Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Activa	
Ecolegsa C.A.	Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Activa	
	Marriott Pérez María del Carmen		
Inmobiliaria Ghandi S.A.	Marriott Pérez María del Carmen	Disolución	

**Tabla 8:** Compañías relacionadas por accionariado

Fuente: SCVS.; Elaboración: Global Ratings

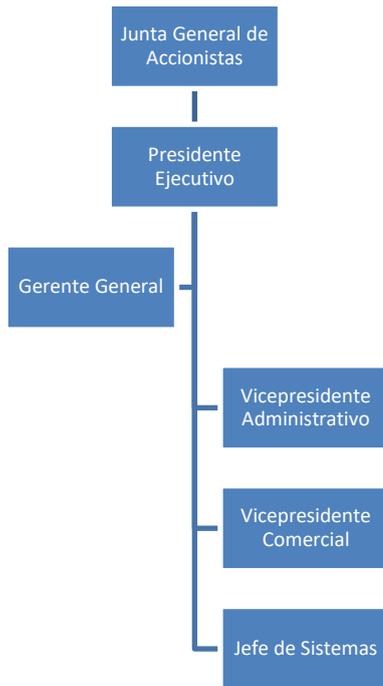
La compañía mantiene como empresas vinculadas por administración, ya que sus accionistas son administradores o representantes legales en las siguientes compañías:

EMPRESA	VINCULADO	CARGO
Safied S.A.	Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Cuarto Vicepresidente
Ecolegsa C.A.	Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Presidente Ejecutivo
Ecolegsa C.A.	Marriott Pérez María del Carmen	Gerente General

**Tabla 9:** Compañías relacionadas por administración

Fuente: SCVS.; Elaboración: Global Ratings

Un breve organigrama de la empresa se detalla a continuación:



**Gráfico 30:** Extracto estructura organizacional  
Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

La Junta General de accionistas es el órgano supremo de la compañía y le corresponde el Gobierno de esta. La administración de la compañía se ejecuta a través del Presidente, Gerente General y Vicepresidente.

La Junta General está compuesta por accionistas legalmente convocados y se reunirán ordinariamente una vez al año, dentro de los tres meses posteriores a la finalización del ejercicio económico de la compañía. Asimismo, la Junta podrá reunirse extraordinariamente en cualquier tiempo previa la convocatoria del Presidente o del Gerente General.

Son atribuciones de la Junta General de Accionistas: (a) elegir al Presidente, Gerente General y Vicepresidente de la compañía, quienes durarán cinco años en el ejercicio de sus funciones; (b) aprobar los estados financieros; (c) resolver acerca de la distribución de beneficios sociales; (d) acordar el aumento o

disminución de capital; entre otras atribuciones detalladas en los estatutos.

A la fecha del presente informe, COTZUL S.A. cuenta con 44 empleados distribuidos en las áreas administrativas, ventas y bodega. No cuenta con sindicatos ni contratos colectivos. Asimismo, la compañía tiene en su nómina a 2 empleados con capacidades especiales con lo que cumple lo estipulado en la ley.

ÁREA	NÚMERO DE EMPLEADOS
Ventas	21
Contabilidad	8
Recepción	5
Importaciones	3
Recursos Humanos	2
Sistemas	2
Servicio al cliente	2
Directivos	1
<b>Total</b>	<b>44</b>

**Tabla 10:** Número de empleados

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

El departamento de Sistemas de la compañía utiliza un sistema informático llamado SITENET con versión 1.1.1.0. Este sistema SITENET es un sistema integrado y consta de varios módulos de trabajo que son: Seguridad, Contabilidad, Facturación, Inventario, Importación, Cuentas por Cobrar, Compras, Ventas, Nómina, Proveeduría. De igual forma, utiliza la arquitectura de 3 Capas desarrollado en la plataforma NET integrada con una base de datos SQL Server 2012

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 19 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, con administradores bien capacitados y con amplia experiencia, con adecuados sistemas de administración y una planificación constante que ha ido afirmando los resultados en el tiempo.

## BUENAS PRÁCTICAS

COTZUL S.A. no tiene implementadas prácticas de buen Gobierno Corporativo ni un Directorio formalizado. Sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad y demás indicadores de relevancia del negocio, mantiene información oportuna, veraz y transparente para todos los grupos de interés. La administración de la compañía se ejecuta a través del Presidente, Gerente General y Vicepresidente.

Son atribuciones y deberes del Gerente General y Presidente:

- Ejercer individualmente la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía.
- Administrar con poder amplio, general y suficiente los establecimientos y negocios de la compañía.
- Dictar el presupuesto de ingresos y gastos.
- Manejar los fondos y efectuar toda clase de operaciones bancarias; entre otras atribuciones detalladas en los estatutos.
- Nombrar y despedir trabajadores, previa las formalidades de Ley.

- Cumplir y hacer cumplir las atribuciones de la Junta General de Accionistas.
- Entre otras atribuciones detalladas en los estatutos de la compañía.

Son atribuciones y deberes del Vicepresidente:

- Cumplir y hacer cumplir las resoluciones de la Junta General.
- Cumplir con las demás atribuciones y deberes que determinen el Gerente General y el Presidente de la Compañía.
- No podrá ejercer la representación legal, judicial ni extrajudicial de la sociedad, sino únicamente en casos en que reemplace al Gerente General o al Presidente.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en Numeral 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

El Emisor se encuentra regulado por el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Ministerio de Relaciones Laborales, entre otros, entidades que se encuentran vigilando el cumplimiento de las distintas normas y procesos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

COTZUL S.A. importa y comercializa a nivel nacional equipos de audio y video profesional, audio para autos, equipos de seguridad y vigilancia y varios equipos electrónicos. En otras palabras, se encarga de la venta al por mayor y menor de artefactos electrodomésticos de línea café.

COTZUL S.A. tiene varias líneas de productos en las que se dividen los productos que comercializa, al respecto:

### a) Línea de audio y video:

- Amplificadores
- Mezcladores
- Cajas activas
- Cajas pasivas
- Parlantes
- Cables
- Proyectoros
- Pantallas
- Accesorios

### b) Línea de audio y video para autos (Car Audio & Video):

- Amplificadores
- Parlantes
- Pantallas
- Radios
- Alarmas
- Antenas

### c) Línea de seguridad y vigilancia:

- Cámaras CCTV – Tubo y Domo
- Cámaras IP / HD – CVI
- Grabadores digitales
- NVR / Tríbidos
- DVR Tríbidos
- Cables UTP / COAXIAL
- Accesorios

### d) Línea electrónica:

- Cables
- Conectores
- Splitters
- Pilas
- Porta pilas
- Supresores
- Temporizadores
- Autotransformadores
- UPS
- Reguladores
- Multímetros
- Pegamentos
- Soldaduras

La compañía comercializa diferentes marcas en sus líneas de productos, las principales marcas son:

- Klipsch

- Pioneer
- Lian Long
- Denon
- England Sound
- Eminence
- Acoustic
- A.V.L.
- Show
- Audio Tech
- BX
- England Electronics
- Hurakan
- JAMO
- RegulaPower
- Seikaku

COTZUL S.A. tiene la representación de marca de England Sound y de England Electronic a nivel nacional y también comercializa las marcas más reconocidas a nivel mundial en el país. La compañía comercializa sus productos a través de la venta directa al consumidor final en su local en la ciudad de Guayaquil y también comercializa sus productos a través de cadenas comerciales y distribuidores donde se conceden las mercaderías a consignación y la garantía de los productos va por parte de dicha cadena.

La compañía tiene diferentes políticas internas para garantizar el control óptimo y objetivo de sus actividades y procesos. Entre estas políticas están:

- **Política de distribución de dividendos:** consiste en la repartición del 50% de la utilidad generada todos los años, mientras que el 50% restante se destina a la cuenta de resultados acumulados.
- **Política de financiamiento:** La compañía financia sus operaciones principalmente con fondos propios y también mantiene líneas de crédito con instituciones financieras que son utilizadas activamente. Con estas instituciones se financian a través de préstamos y cartas de crédito. No han financiado sus actividades anteriormente con el Mercado de Valores.
- **Política de inversión:** Todo el excedente del saldo de la reserva de dos meses de gastos operacionales es colocado en un certificado de depósito con vencimientos de 30 a 60 días.
- **Política de cuentas por cobrar:** COTZUL S.A. entrega a sus clientes líneas de crédito a través de un proceso de análisis detallado. De acuerdo con el tipo de cliente se le asignan diferentes cupos de crédito o se le niega la línea de crédito.
- **Política de cuentas por pagar:** Con el 15% de los proveedores extranjeros se paga el 30% como anticipo y el monto restante se paga una vez que la mercancía llega al puerto. Con el 25% de los proveedores hay una política de pagar la mitad del monto a 60 días de la

llegada de la mercancía al puerto y el monto restante a 30 días de la llegada al puerto. Y con el resto de proveedores se mantiene diferentes plazos de crédito desde los 15 días a los 180 días de que la mercancía llegue a puerto.

CLIENTE	PARTICIPACIÓN
Marcimex S.A	33,85%
Televisión y Ventas Televent S.A	10,14%
Bravo Vera Juan Carlos	6,09%
Vaca Toyota Roberto Carlos	6,02%
Reyes Zambrano Boris Andrés	6,09%
Dueñas Barco Maricela Janina	4,55%
Tecnomega C.A.	2,45%
Puente Rosero Edgar Fabián	2,20%
Pincay Pincay Verónica Pilar	2,54%
Pa-Co Comercial e Industrial S.A.	2,63%
Cartimex S.A.	2,50%
Multitechnology Gonzaga Cía. Ltda.	2,03%
Varios con participación menor al 1%	18,92%

**Tabla 11:** Principales clientes (%)

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Ningbo Aika Electronic Co. Ltd.	59,67%
Ningbo Especial Industry Co. Ltd.	11,21%
Flying Cloud Forwarding Inc.	8,93%
Seikaku Technical Group Limited	4,36%
Zhenjiang Tonoch Electronics Co. Ltd.	3,43%
Mickle Audio Equipment Co. Ltd.	2,47%
Ningbo Shimaotong International Co. Ltd.	1,57%
Ningbo Polinata Electronics Co. Ltd.	1,75%
Jiaying Meisheng Electronics Co. Ltd.	1,25%
Varios con participación menor al 1%	5,38%

**Tabla 12:** Principales proveedores (%)

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Como planes y estrategias, COTZUL S.A. ha desarrollado diferentes acciones a tomar en el futuro. En primer lugar, buscan mejorar los procesos de almacenaje y despacho de la mercancía a través de reuniones continuas con el operador logístico para ir adaptando paulatinamente las capacidades de ambos a la demanda del cliente final.

Igualmente, quieren implementar las ventas en línea y con pago con tarjetas de crédito y también con entregas contra pagos en efectivo. Con este plan buscan contratar los servicios de Servientrega y Urbano para optimizar los tiempos de entrega al consumidor final.

COTZUL S.A. quiere mantener una financiación activa con instituciones financieras nacionales e internacionales para obtener una mayor capacidad adquisitiva. De igual manera, quiere financiarse en mayor medida con el Mercado de Valores para satisfacer la demanda del mercado.

La compañía quiere diversificar los canales de venta repartiendo equitativamente entre pequeños distribuidores, cadenas comerciales y clientes finales para reducir riesgos de concentración. Buscan adoptar nuevas líneas de productos que son complementos de sus productos actuales, como lo son los instrumentos musicales y las cajas amplificadores que comercializan.

Otra estrategia es la planificación anual de un programa de compras y ventas de cada año, para así definir un plan bien definido para que el crecimiento sea medido y controlado.

Por otro lado, el análisis FODA es una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, evidenciando los aspectos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores externos e internos, de acuerdo con su origen.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Programa integral de ventas a través de cadenas comerciales, donde se conceden mercaderías a consignación.</li> <li>■ El canal de distribución al por mayor es realizado a través de un operador logístico especializado (Agunsa S.A.).</li> <li>■ Desconcentración de ventas a clientes a través de la venta directa al cliente final a través de su local matriz donde se vende el 17% de los productos.</li> <li>■ Programa de incentivos de ventas al equipo de ventas.</li> <li>■ Capacitación semestral al equipo de ventas.</li> <li>■ Exclusividad de las principales marcas a nivel nacional.</li> <li>■ Imagen de marca reconocida.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Falta de financiamiento externo para poder abastecer los inventarios de la compañía y satisfacer la demanda creciente del mercado.</li> <li>■ Complejidad en el alistamiento de los pedidos.</li> </ul>

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Necesidad de innovar al existir una renovación constante del mercado por las actualizaciones electrónicas y físicas.</li> <li>■ Potencial ampliación de nuevas líneas de productos similares como cajas amplificadoras e instrumentos musicales.</li> <li>■ Ampliación de la línea de audio con nuevas marcas del mercado.</li> <li>■ Búsqueda de proyectos residenciales y comerciales para la implementación de sistemas de seguridad y vigilancia.</li> <li>■ Nuevas métodos de entrega y de captación de ventas como servicios de Courier de apgo contra entrega y pagos con tarjetas de crédito.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Costos cambiantes de los productos importados por el alza de fletes marítimos.</li> <li>■ Alta competencia de precios en ventas a distribuidores comerciales.</li> <li>■ Desaceleración económica y reducción del consumo general.</li> <li>■ Implementación de nuevas medidas proteccionistas como tasas o aranceles para las importaciones al país.</li> </ul>

Tabla 13: FODA

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores a través de las buenas relaciones que mantiene con ellos. A través de su orientación estratégica pretende aumentar exponencialmente su participación de mercado en el sector donde desarrolla sus actividades.

## PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, COTZUL S.A. no ha mantenido presencia en el Mercado de Valores por lo que Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., se abstiene de opinar por carecer de elementos de juicio dando así cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI,

Libro II y en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el

incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo y transfiere los costos al cliente final al elevar los precios cuando esto sucede.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- El tipo de cambio afecta directamente a las ventas y al costo de los productos importados generando que los márgenes de la compañía se reduzcan. La empresa se mitiga este riesgo mediante el establecimiento de relaciones estratégicas con proveedores del exterior y compra al por mayor para garantizar los mejores costos de venta.
- Al importar aparatos electrónicos con diversos tipos de tecnología, se requiere constante renovación e innovación de productos por el avance de acelerado de la tecnología. La compañía se mitiga de este riesgo a través de la compra de los últimos modelos del mercado en el exterior.
- El sector comercial depende mucho de la economía general del país y del dinamismo del consumo. Una reducción en el consumo nacional, por contracción de liquidez en el sistema, podría reducir el volumen de ventas y la utilidad de la compañía. COTZUL S.A. mitiga este riesgo a través de un análisis periódico de los resultados de la compañía, donde, de acuerdo con el nivel de demanda registrada, realizan compra de inventarios, adaptando sus costos y compra de inventarios al consumo general de la economía.
- Existe un riesgo de la presencia de nuevos competidores en el mercado por el bajo nivel de barreras de entrada del sector. La compañía mitiga este riesgo a través de un

constante monitoreo de todas sus líneas de ventas y de su participación de mercado reaccionando rápidamente en caso de existir un competidor fuerte.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente: los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con varias pólizas de seguros que mantiene la compañía sobre los inventarios que cubren diferentes riesgos asociados con: el transporte de inventarios, su almacenaje y/o robos. El valor de los inventarios asegurados suman un monto total de USD 1,13 millones con la compañía aseguradora Mapfre Atlas Compañías de Seguros S.A.
- Al ser el 50,68% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga este riesgo través de un permanente control de los inventarios y de la compra periódica de nuevos productos evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de un análisis riguroso de la capacidad de pago de cada uno.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

## Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros auditados bajo NIIF para los años 2015, 2016 y 2017 por el Ingeniero Milton Alcívar Pin, auditor independiente. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2017 y 30 de noviembre de 2018.

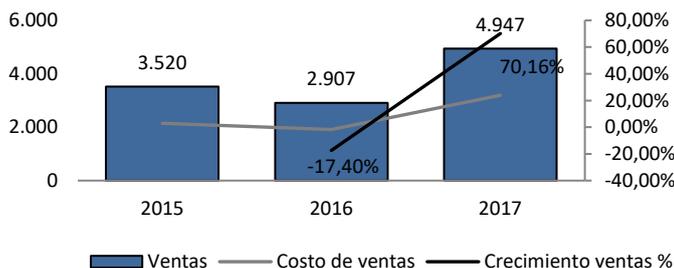
CUENTAS	2015	2016	NOV 2017	2017	NOV 2018
Activo	3.146	2.754	3.502	3.344	4.057
Activo corriente	2.858	2.463	3.184	3.062	3.755
Activo no corriente	288	291	318	281	303
Pasivo	988	843	1.135	1.145	1.650
Pasivo corriente	774	611	929	939	1.398
Pasivo no corriente	214	232	206	206	253
Patrimonio	2.158	1.911	2.367	2.199	2.407
Capital Social	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409
Ventas	3.520	2.907	4.329	4.947	5.164
Costo de ventas	2.144	1.912	2.779	3.196	3.417
Utilidad neta	3	-247	455	180	370

**Tabla 14:** Principales cuentas (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2015-2017 e internos noviembre 2018; **Elaboración:** Global Ratings

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

### Ventas y Costo de Ventas



**Gráfico 31:** Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 - 2017;

**Elaboración:** Global Ratings

Las ventas al cierre del año 2017 crecieron 70,16% frente al 2016 lo que equivale a un incremento de USD 2,03 millones. En cambio, para el cierre del año 2016 se vio un decrecimiento de 17,40% (USD 612 mil). Para el año 2016, el decrecimiento en ventas visto es producto de la crisis económica de ese año, con lo que el consumo a nivel nacional decreció y afectó a todas las compañías del sector comercial. Este decrecimiento se vio afectado también por el terremoto de Manabí, en abril 2016, que provocó una reducción en el consumo de los productos que comercializa la compañía al ser estos elásticos.

Sin embargo, el crecimiento visto para el cierre del año 2017 se atribuye principalmente a la nueva estrategia adoptada por la compañía en ese año de reducir la venta de repuestos (que era la base de ventas de la compañía en ese periodo) para enfocarse en la venta de productos finales como: amplificadores, equipos de audio y equipos de seguridad y vigilancia. Esta estrategia también incluyó la apertura hacia nuevos segmentos de clientes, donde la fuerza de ventas no se concentraba solamente en distribuidores y cadenas comerciales, sino también en el cliente final a través de

las ventas al detalle en locales propios y a través de proyectos comerciales y residenciales de audio y seguridad.

Los costos de venta de la compañía tuvieron un comportamiento proporcional a las ventas y para el cierre del año 2017 crecieron 67,15% frente al 2016 lo que equivale a un incremento de USD 1,28 millones. Mientras que, para el cierre del año 2016 los costos de ventas decayeron un 10,82% frente el año 2015. El comportamiento de los costos de ventas es proporcional al comportamiento de las ventas debido a que la compañía adapta sus compras a la demanda de productos. De manera que, en el año 2016, al haber menores ventas, COTZUL S.A. compró un menor volumen de productos y para el año 2017, con el incremento en ventas, aumentó la compra de estos.

Es importante mencionar que la participación del costo de ventas sobre las ventas aumentó para el cierre del año 2016 pasando de 60,91% en el 2015 a 65,77% en el 2016. Este factor se atribuye al encarecimiento de los productos adquiridos por las salvaguardias impuestas por el Gobierno y por regulaciones especiales que afectaron específicamente productos que importa la compañía como los altavoces y las pilas. Mientras que al cierre del 2017, este porcentaje se redujo y representó el 64,61% de las ventas debido a la eliminación de las salvaguardias para junio 2017.

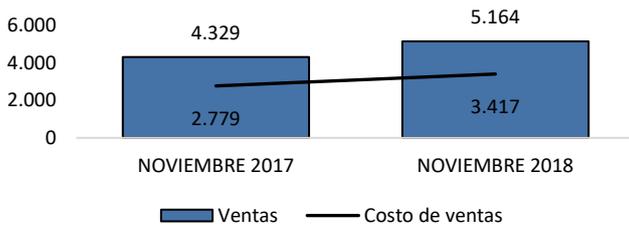


Gráfico 32: Evolución ventas y costo de ventas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos noviembre 2017 y 2018; Elaboración: Global Ratings

Las ventas a noviembre 2018 crecieron 19,29% frente a noviembre 2017, lo que equivale a USD 835 mil extras. Este crecimiento en ventas se debe al aumento del volumen de ventas de las líneas de audio y repuestos que se incrementaron 20% y 459% respectivamente en este periodo. Asimismo, el crecimiento en ventas se debió a que la compañía incorporó nuevas líneas de venta enfocándose en el cliente final a través de la venta al detalle en este periodo, no solamente comercializó sus productos con distribuidores y cadenas comerciales

LINEA DE PRODUCTO	MONTO NOV-2017 (miles USD)	MONTO NOV-2018 (miles USD)	VARIACIÓN
Audio amplificado	3.488,67	4.196,15	20,28%
Poder	198,16	181,93	-8,19%
Car audio-video	163,41	156,61	-4,16%
Video	99,51	105,60	6,12%
Repuestos	18,69	104,55	459,33%
Baterías	67,09	72,90	8,66%
Soportes	39,68	57,31	44,43%
Antenas/Coaxial	69,94	54,68	-21,82%
Varios con participación menor al 1%	183,45	233,92	27,51%
<b>Total</b>	<b>4.328,60</b>	<b>5.163,65</b>	<b>19,29%</b>

Tabla 33: Comportamiento de ventas por línea de producto.

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

La principal línea de productos de COTZUL S.A. es la línea de audio amplificado que tiene una participación del 81,26% de las ventas y las siguen diversas líneas de productos con participaciones menores al 4,00%.

LINEA DE PRODUCTO	MONTO (miles USD)	PARTICIPACIÓN
Audio amplificado	4.196,15	81,26%
Poder	181,93	3,52%
Car audio-video	156,61	3,03%
Video	105,60	2,04%
Repuestos	104,55	2,02%
Baterías	72,90	1,41%
Soportes	57,31	1,11%
Antenas/Coaxial	54,68	1,06%
Varios con participación menor al 1%	233,92	4,53%
<b>Total</b>	<b>5.163,65</b>	<b>100,00%</b>

Tabla 34: Detalle de ventas por línea de producto a noviembre 2018.

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

Los costos de ventas de la compañía para noviembre 2018 crecieron 22,97%, que son USD 638 mil extras. La participación de los costos sobre las ventas aumentaron ya que en noviembre 2017

este porcentaje fue de 64%, mientras que, en noviembre 2018 fue de 66%, lo que demuestra un encarecimiento de los productos importados en el último año. Este encarecimiento de los productos se debe a que entró en vigencia, al final del tercer trimestre del 2018, la tasa de control de los productos importados en la que se paga por el peso de la mercancía. El mayor crecimiento de costos se vio igualmente en las líneas de audio amplificado y repuestos.

LINEA DE PRODUCTO	MONTO NOV-17 (miles USD)	MONTO NOV-18 (miles USD)	VARIACIÓN
Audio amplificado	2.227,11	2.791,93	25,36%
Poder	118,69	108,87	-8,27%
Car audio-video	121,48	106,71	-12,16%
Video	69,09	68,93	-0,24%
Repuestos	14,48	76,04	425,00%
Baterías	39,78	43,93	10,43%
Soportes	23,49	36,89	57,02%
Antenas/Coaxial	42,30	35,58	-15,88%
Varios con participación menor al 1%	122,26	148,06	21,11%
<b>Total</b>	<b>2.778,68</b>	<b>3.416,93</b>	<b>22,97%</b>

Tabla 35: Comportamiento de costos de ventas por línea de producto.

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

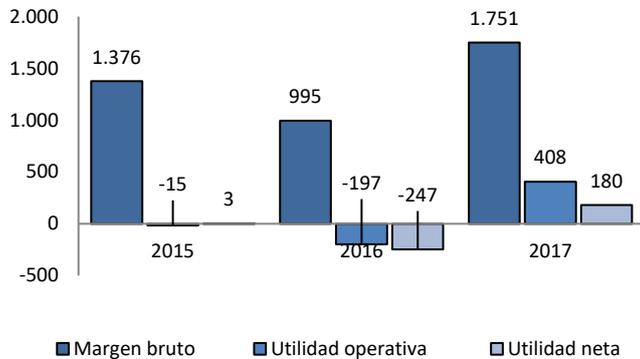
La principal línea de producto fue igualmente la de audio amplificado con el 81,71% del total de los costos de ventas, lo que es proporcional con las participaciones de las ventas. Estos porcentajes presentan mismos comportamientos por la naturaleza de la compañía que compra los productos en el exterior y los vende a nivel nacional, con lo cual mantiene estabilidad en las participaciones de ventas y costos de ventas.

LINEA DE PRODUCTO	MONTO (miles USD)	PARTICIPACIÓN
Audio amplificado	2.791,93	81,71%
Poder	108,87	3,19%
Car audio-video	106,71	3,12%
Repuestos	76,04	2,23%
Video	68,93	2,02%
Baterías	43,93	1,29%
Soportes	36,89	1,08%
Antenas/Coaxial	35,58	1,04%
Varios con participación menor al 1%	148,06	4,33%
<b>Total</b>	<b>3.416,93</b>	<b>100,00%</b>

Tabla 36: Detalle costo de ventas por línea de producto a noviembre 2018.

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: Global Ratings

## Resultados



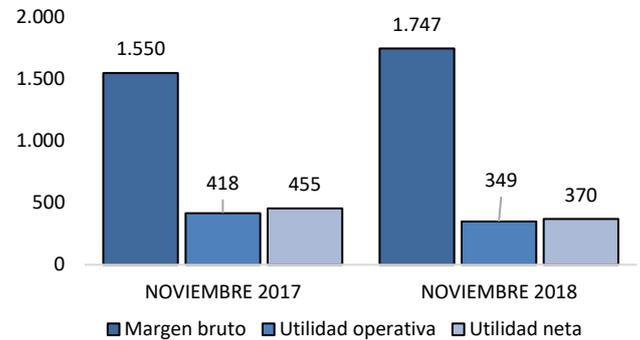
**Gráfico 37:** Evolución utilidad (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; **Elaboración:** Global Ratings

El margen bruto al cierre del año 2016 decreció 27,66% frente al año pasado. Mientras que en el 2017, el margen bruto de la compañía creció un 75,95% frente al 2016 que son USD 755 mil extras. El comportamiento del margen en ambos años es influenciado directamente por la demanda de sus productos comercializados a nivel nacional y por las salvaguardias que afectaron directamente el margen de ganancia.

La utilidad operativa al cierre del año 2016 se redujo en USD 182 mil frente al 2015 y al cierre del 2017 creció en USD 604 mil frente al año pasado. Es importante mencionar que, en los años 2015 y 2016 hubo pérdida operativa, lo que fue revertido en el año 2017 alcanzando una utilidad operativa de USD 407 mil. Esta pérdida operativa fue parte de la transición de la compañía al adoptar la estrategia de reducir la venta de repuestos y comercializar principalmente electrodomésticos de línea café. Por lo que, al año 2017, una vez completada la transición y adicionadas las nuevas líneas de productos lograron el incremento de las ventas y optimizaron los resultados.

Al cierre del año 2016, hubo una pérdida neta de USD 247 mil producto de las menores ventas y de la etapa de transición estratégica de la compañía. Mientras que para el cierre del año 2017, se obtuvo un crecimiento de USD 172% alcanzando un monto de utilidad neta de USD 180 mil una vez implementada la nueva estrategia de venta.



**Gráfico 38:** Evolución de la utilidad (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros internos noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

El margen bruto para noviembre 2018 creció 12,70% frente al periodo pasado, lo que equivale a USD 196 mil extras. Este crecimiento se atribuye principalmente al aumento de ventas de la línea de audio amplificado que creció en 25% frente a noviembre 2017.

La utilidad operativa, para ese mismo periodo decreció 16,43% frente a noviembre 2017, que equivale a USD 68 mil menos. Esto se debe al aumento de los gastos administrativos en 18,98% y al aumento de los gastos de ventas en 20,57% que crecieron por los mayores esfuerzos de la compañía para incentivar las ventas en ese periodo.

A noviembre 2018, la utilidad neta decreció 18,79% frente al periodo pasado y se debe al crecimiento de los gastos financieros (19,10%) y a los menores ingresos no operacionales (18,03%) que provocaron la reducción de USD 85 mil de utilidad neta en el periodo.

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

## Activos

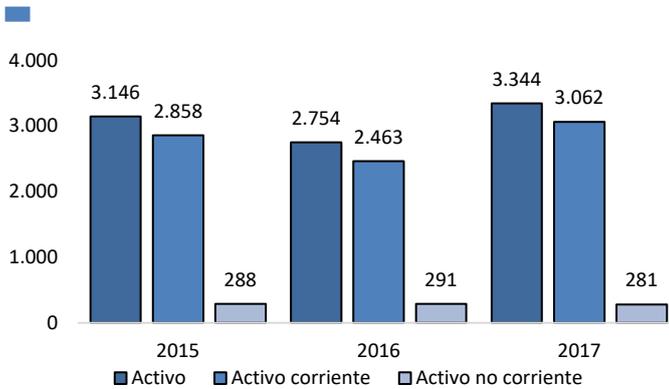


Gráfico 39: Evolución del activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: Global Ratings

Los activos totales de la compañía al cierre del año 2017 crecieron 21,42% frente al 2016 y 6,29% frente al 2015. Esto equivale a un incremento de USD 197 mil del año 2015 al 2017. Para ese año, los activos totales estuvieron compuestos en un 91,58% por activos corrientes y en 8,42% por activos no corrientes, manteniendo estos porcentajes en valores similares en los años anteriores.

Al cierre del año 2017, los activos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 24,35% frente al 2016 y 7,15% frente al 2015, que equivalen a incrementos de USD 599 mil y USD 204 mil respectivamente. Las principales cuentas que compusieron a los activos corrientes fueron: cuentas por cobrar comerciales, inventarios y efectivo y equivalentes.

Las cuentas por cobrar comerciales al cierre del año 2017 fue la mayor cuenta de los activos totales de la compañía representando el 40,20% de estos. Para el cierre del 2017 crecieron 39,45% frente al 2016 y 49,42% frente al 2015, lo que equivale a incrementos de USD 380 mil y USD 899 mil respectivamente. Para el 2016, las menores ventas del año obligaron a que se otorguen mayores plazos de crédito para incentivar la menor demanda, con lo que crecieron las cuentas por cobrar. Mientras que para el año 2017, se vio un incremento en ventas elevado del 70% provocando un crecimiento natural de las cuentas por cobrar.

Los inventarios para el 2017 representaron el 34,03% del total de activos de la compañía y crecieron 14,94% frente al 2016. Pero del 2015 al 2016 tuvieron un decrecimiento de 34,06%. El decrecimiento de inventarios del año 2016 se debió a la firma de un convenio con el Ministerio de Producción donde se establecía imponer un límite a la importaciones de la compañía, lo que condicionó el nivel de inventarios en ese año. Asimismo, se redujo la demanda de productos en ese año por el menor consumo nacional, de manera que la compañía realizó menores importaciones en dicho año.

Mientras que, el crecimiento de inventarios del año 2017 se atribuye a tres factores principales: (a) al planteamiento de un

nuevo programa de compra de inventarios, donde se buscaban reducir los días de inventario de la mercancía, a través de compras periódicas trimestrales, lo que provocó el aumento del volumen total de inventarios al final del año. Este nuevo programa de compras fue incentivado por la nueva estrategia de ventas adoptada en el 2017, donde se enfocaron más en la venta productos finales que en repuestos. (b) En ese año no fue renovado el convenio con el Ministerio de Producción, por lo que el nivel de inventarios no fue limitado. (c) En junio 2017 se cumplió el periodo de vigencia de las salvaguardias, lo que redujo los costos de venta de la compañía y permitió la compra de un mayor volumen de mercancías.

La cuenta de efectivo y sus equivalentes para el cierre del 2017 tuvo un crecimiento de 42,63% frente al año 2016, que equivale a USD 126 mil extras, y representaron el 12,64% del total de activos. Esta cuenta tuvo dicho comportamiento debido al incremento de las obligaciones financieras, lo que brindo mayor liquidez a la compañía y aumentó la acumulación de capital en bancos.

Los activos no corrientes para diciembre 2017 variaron negativamente en 3,35% frente al 2016 y en 2,26% frente al 2015, que equivalen a reducciones de USD 9,7 mil y USD 6,5 mil respectivamente. La principal cuenta que compuso a los activos no corrientes fue la propiedad, planta y equipo.

La propiedad, planta y equipo de COTZUL S.A. para el cierre del año 2017 presentó estabilidad con una variación positiva de 1,03% frente al 2016, que son USD 2.430 extras. Sin embargo, en el año 2016 se vio un decrecimiento de 12,86% frente al año pasado por la venta de vehículos de la compañía en dicho año.

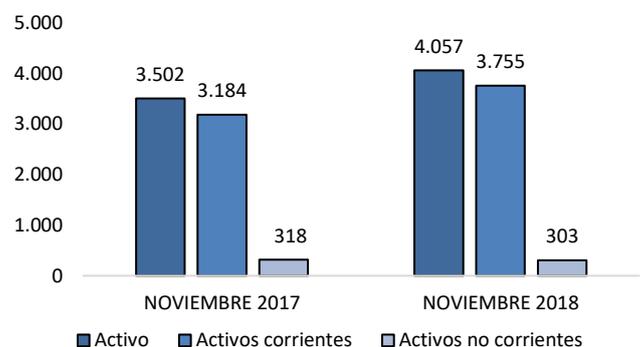


Gráfico 40: Evolución del activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos noviembre 2017 y 2018; Elaboración: Global Ratings

Los activos totales de la compañía a noviembre de 2018 crecieron 15,86% frente al periodo pasado. Esto equivale a un incremento de USD 555 mil desde noviembre 2017. Para noviembre 2018, los activos totales estuvieron compuestos en un 92,54% por activos

corrientes y en 7,46% por activos no corrientes, manteniendo estos porcentajes en valores similares en el periodo anterior.

A noviembre 2018, los activos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 17,94% frente a noviembre 2017, que equivale a un incremento de USD 570 mil. Las principales cuentas que compusieron a los activos corrientes en ese periodo fueron: inventarios y cuentas por cobrar comerciales

Los inventarios para noviembre 2018 crecieron 55,71% frente al periodo anterior, lo que equivale a USD 585 mil extras. Esta cuenta fue la principal cuenta de los activos totales representando el 40,64% de estos. El crecimiento de inventarios de ese periodo fue producto de las mayores ventas registradas.

Las cuentas por cobrar comerciales a noviembre 2018 decrecieron 7,12% frente a noviembre 2017, que corresponde a una reducción de USD 92 mil y representó el 29,86% del total de activos de la compañía. Este decrecimiento se debe a la reactivación del

consumo general de la economía, con lo que se permitió dar menores plazos de crédito para las ventas provocando una reducción de las cuentas por cobrar comerciales a noviembre 2018.

Los activos no corrientes para noviembre 2018 variaron negativamente en 4,87% frente al periodo anterior lo que equivale a una reducción de USD 15,48 mil. La principal cuenta que compuso a los activos no corrientes fue la propiedad, planta y equipo.

La propiedad, planta y equipo de COTZUL S.A. presentó estabilidad para noviembre 2018 con una variación negativa de 0,93% frente al periodo anterior, que equivale a USD 2.120 menos. Este comportamiento se debe a la depreciación del periodo, ya que no hubo montos representativos de compra ni de venta de esta cuenta. Esta cuenta representó el 5,58% del total de activos de la compañía.

## Pasivos

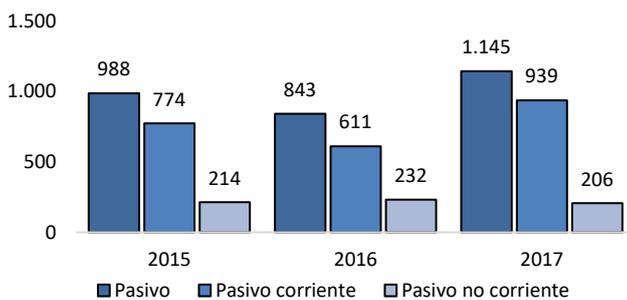


Gráfico 41: Evolución del pasivo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: Global Ratings

Los pasivos totales de la compañía al cierre del año 2017 crecieron 35,83% frente al año 2016 y 15,92% frente al año 2015, que equivalen a incrementos de USD 301 mil y USD 157 mil respectivamente. Los pasivos totales de la compañía estuvieron compuestos en un 81,98% por pasivos corrientes y en 18,02% por pasivos no corrientes en ese año.

Al cierre del año 2017, los pasivos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 53,58% frente al 2016 y 21,32% frente al 2015, que equivalen a incrementos de USD 327 mil y USD 164 mil respectivamente. Las principales cuentas que compusieron a los pasivos corrientes en el 2017 fueron las obligaciones financieras.

Las obligaciones financieras de COTZUL S.A. crecieron 53,28% para el cierre del año 2017 frente al 2016 y variaron positivamente en 5,46% frente al 2015. Esta cuenta de obligaciones financieras al cierre del 2017 representó el 54,67% del total de pasivos de la compañía. Esta cuenta estuvo dividida por préstamos con las siguientes entidades financieras: Banco Internacional S.A. (73%); Banco Pichincha C.A. (26%) y Banco de Sabadell S.A. (1%). El crecimiento se atribuye a la mayor necesidad de financiamiento para adquirir mayores niveles de inventario y abastecerse de

forma trimestral con mercancía para hacer frente a la demanda de productos.

La cuenta de pasivos por impuestos corrientes tuvieron un crecimiento de 55,70% para el cierre del año 2017 frente al año 2016. Este crecimiento corresponde al impuesto a la renta del año 2017, ya que en el 2016, al haber pérdida neta, no se pagó impuesto a la renta y esta cuenta tuvo un monto menor.

De igual manera sucedió con las provisiones sociales corrientes que crecieron un 246,24% para el cierre del año 2017 frente al año pasado. Este crecimiento corresponde a que no se pagó el 15% de participación a trabajadores por la pérdida neta del año 2016.

Los pasivos no corrientes para diciembre 2017 decrecieron 10,98% frente al 2016 y variaron negativamente en 3,59% frente al 2015. Los pasivos no corrientes estuvieron compuestos únicamente por las provisiones sociales de largo plazo. Las provisiones sociales de largo plazo decrecieron 10,98% frente al año pasado y se han mantenido alrededor del mismo nivel de USD 200 mil.

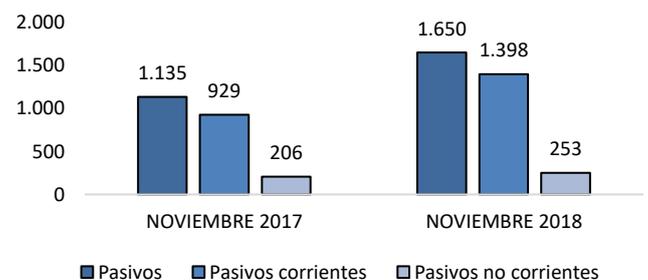


Gráfico 42: Evolución del pasivo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos a noviembre 2017 y 2018; Elaboración: Global Ratings

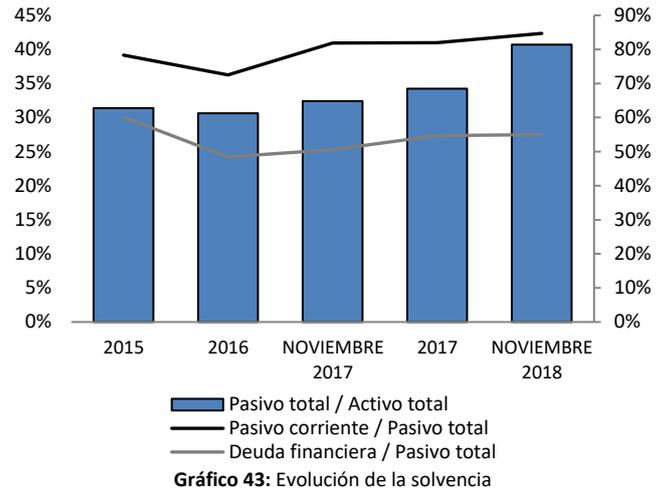
Los pasivos totales de la compañía a noviembre 2018 crecieron 45,39% frente a noviembre 2017 lo que equivale a un incremento de USD 515 mil. Los pasivos totales de la compañía estuvieron compuestos en un 84,69% por pasivos corrientes y en 15,31% por pasivos no corrientes en ese año.

Para noviembre 2018, los pasivos corrientes de COTZUL S.A. crecieron 50,49% frente al periodo anterior lo que equivale a un incremento de USD 468 mil. Las principales cuentas que compusieron a los pasivos corrientes en el 2017 fueron: las obligaciones financieras y las cuentas por pagar comerciales.

Las obligaciones financieras de COTZUL S.A. para noviembre 2018 crecieron 58,12% frente al periodo anterior, que son USD 333 mil extras. Esta fue la mayor cuenta de los pasivos representando el 55% del estos. El 54% de esta cuenta corresponde a un préstamo con el Banco de Sabadell S.A. y el 46% restante con el Banco Guayaquil S.A. Este crecimiento se debe a la mayor compra de inventarios por el crecimiento de ventas.

Las cuentas por pagar comerciales crecieron un 100% para noviembre 2018 con un incremento de USD 178 mil. Esta cuenta representó el 21,67% del total de pasivos y su crecimiento se atribuye a la mayor compra de inventarios para satisfacer la mayor demanda de productos, con lo que crecieron las cuentas por pagar a los proveedores.

Los pasivos no corrientes para noviembre 2018 crecieron 22,41% frente a noviembre 2017 que equivale a USD 46 mil menos. Los pasivos no corrientes estuvieron compuestos únicamente por las provisiones sociales de largo plazo.

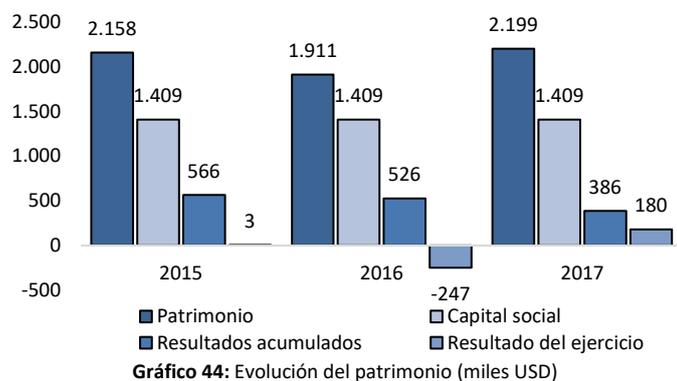


**Gráfico 43:** Evolución de la solvencia  
**Fuente:** Estados financieros auditados 2015 – 2017 e internos a noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Al cierre de noviembre 2018, la deuda con costo financiero alcanzó el 55,00% de los pasivos totales, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 40,68% de los activos de la compañía, apalancándose equitativamente con proveedores e instituciones financieras.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información antes señalada ha verificado que el Emisor ha cancelado oportunamente los compromisos pendientes propios de su giro de negocio, según lo establecido en el Literal a, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

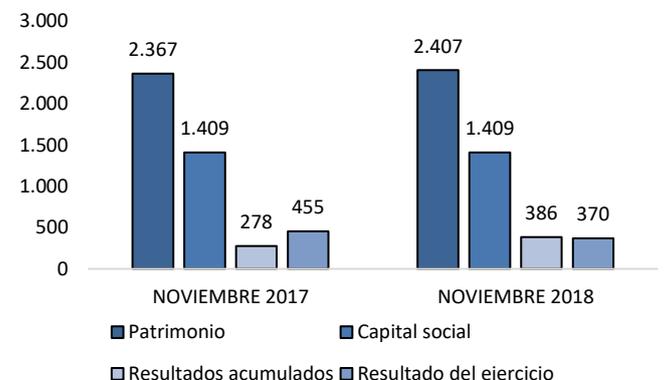
## Patrimonio



**Gráfico 44:** Evolución del patrimonio (miles USD)  
**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; **Elaboración:** Global Ratings

El patrimonio de COTZUL S.A. para el cierre del año 2017 creció 15,06% frente al 2016 y varió positivamente en 1,88% frente al 2015. Todas las cuentas se mantuvieron estables desde el 2015 con excepción de los resultados acumulados y los resultados del ejercicio. El crecimiento visto se atribuye al valor neto entre la

reducción de los resultados acumulados en USD 139 mil y el incremento de los resultados del ejercicio en USD 427 mil.



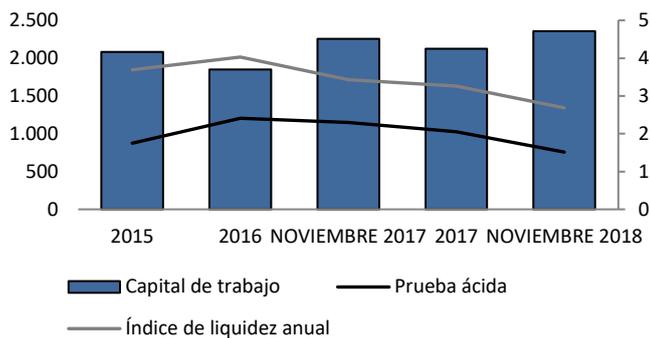
**Gráfico 45:** Evolución del patrimonio (miles USD)  
**Fuente:** Estados Financieros internos noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

El patrimonio de COTZUL S.A. para noviembre del año 2018 varió positivamente en 1,70% frente al periodo anterior. Asimismo, todas las cuentas se mantuvieron estables con excepción de los resultados acumulados y los resultados del ejercicio. La variación

vista se atribuye al valor neto entre la reducción de los resultados del ejercicio en USD 85 mil y el incremento de los resultados acumulados en USD 107 mil.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

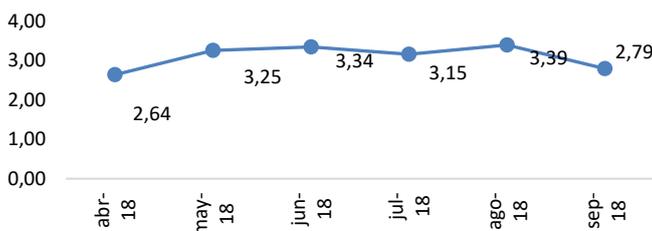
El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 2,12 millones al cierre del periodo fiscal 2017 y un índice de liquidez de 3,26.



**Gráfico 46:** Capital de trabajo e índice de liquidez

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

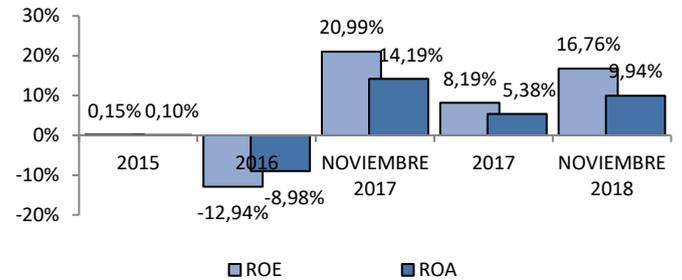
Para noviembre de 2018 el escenario es similar presentando un capital de trabajo de USD 1,52 millones y un índice de liquidez de 2,69 evidenciando la liquidez suficiente para cubrir las obligaciones financieras y no financieras.



**Gráfico 47:** Índice de liquidez semestral

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

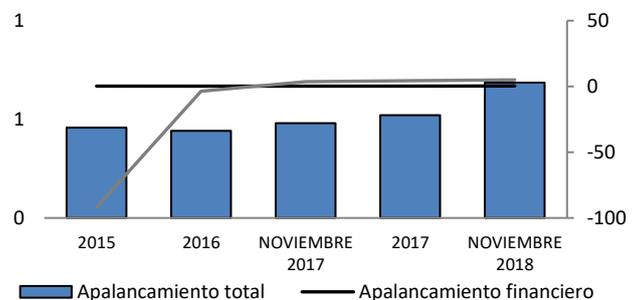
El índice de liquidez semestral entre abril y septiembre de 2018 promedia el 3,09, siendo agosto su punto más alto (3,39).



**Gráfico 48:** ROE – ROA

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó un decrecimiento para el año 2016 como consecuencia de la disminución de la utilidad neta en USD 250 mil. Sin embargo, a partir de dicho año, la rentabilidad sobre el patrimonio y los activos ha ido creciendo. Por lo que, al cierre de noviembre 2018, estos indicadores presentaron una recuperación positiva alcanzado un ROE del 16,80% y un ROA del 9,94% producto de mejores resultados netos.



**Gráfico 49:** Apalancamiento

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a noviembre 2017 y 2018; **Elaboración:** Global Ratings

El grado de apalancamiento total fue de 52% a diciembre 2017 y de 69% para noviembre 2018, es decir que por cada dólar de patrimonio la compañía tiene USD 0,69 de deuda con sus acreedores. Mientras que el grado de apalancamiento financiero fue de 28% en el 2017 y de 38% a noviembre de 2018 lo que se puede interpretar que, por cada dólar de deuda financiera, la compañía respalda el 265% con fondos propios.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada

administración financiera, donde se ve una optimización de costos paulatina y un crecimiento controlado de las ventas. De manera que genera flujos adecuados que permiten un óptimo

desarrollo de la empresa. De igual forma, la compañía ha financiado sus actividades principalmente con fondos propios.

## El Instrumento

Con fecha 7 de noviembre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionista y fue autorizada la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. La Emisión fue autorizada por un

monto total de hasta USD 1.000.000 divididos en dos clases, Clase A y Clase B con un monto de USD 500.000 cada una.

COTZUL S.A.		
Monto de la emisión	USD 1.000.000	
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América	
Características	CLASES	
	MONTO	
Características	A	
	B	
PLAZO	720 días	
TASA FIJA ANUAL	8,50%	
PAGO DE CAPITAL	Trimestral	
PAGO DE INTERESES	Trimestral	
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados	
Garantía	General	
Destino de los recursos	Los fondos de la emisión serán destinados para capital de trabajo y a la reestructuración de pasivos, específicamente para pago de proveedores y de obligaciones con instituciones bancarias.	
Valor nominal	USD 1.000	
Base de cálculos de intereses	30/360	
Sistema de colocación	Bursátil	
Rescates anticipados	Mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones.	
Underwriting	No existe contrato de underwriting.	
Estructurador financiero y agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.	
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.	
Representantes de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.	
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores</li> <li>Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.</li> <li>Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>	
	Resguardo adicional	<ul style="list-style-type: none"> <li>No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al 50% de las utilidades generadas en el ejercicio del año anterior.</li> </ul>
	Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener una relación de endeudamiento de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio.</li> </ul>

**Tabla 15:** Características del instrumento  
Fuente: COTZUL S.A., Elaboración: Global Ratings

La tabla de amortización siguiente se basa en el supuesto de una colocación de la totalidad del monto aprobado para la clase A:

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
1	500.000	62.500	10.625	73.125	437.500
2	437.500	62.500	8.138	70.638	375.000
3	375.000	62.500	5.963	68.463	312.500
4	312.500	62.500	4.156	66.656	250.000
5	250.000	62.500	2.650	65.150	187.500
6	187.500	62.500	1.500	64.000	125.000
7	125.000	62.500	663	63.163	62.500
8	62.500	62.500	169	62.669	0

**Tabla 16:** Amortización Clase A (USD)  
Fuente: COTZUL S.A.; Elaborado: Global Ratings

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
1	500.000	41.650	11.250	52.900	458.350
2	458.350	41.650	9.442	51.092	416.700
3	416.700	41.650	7.834	49.484	375.050
4	375.050	41.650	6.338	47.988	333.400
5	333.400	41.650	5.001	46.651	291.750
6	291.750	41.650	3.822	45.472	250.100
7	250.100	41.650	2.826	44.476	208.450
8	208.450	41.650	1.959	43.609	166.800
9	166.800	41.650	1.251	42.901	125.150
10	125.150	41.650	738	42.388	83.500
11	83.500	41.650	317	41.967	41.850
12	41.850	41.850	80	41.930	0

**Tabla 17:** Amortización Clase B (USD)  
Fuente: COTZUL S.A.; Elaborado: Global Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con

información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, se analizará en las revisiones de la presente calificación.

## ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 30 de noviembre de 2018, La compañía posee un total de activos de USD 4,05 millones, de los cuales USD 3,38 millones son activos menos deducciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 30 de noviembre de 2018, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos libres de todo gravamen, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; 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".

ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES	
<b>Activo Total (USD)</b>	<b>4.057.190,31</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	29.505,72
(-) Activos gravados.	
Activos Corrientes (Inventarios)	670.000,00
Activos no corrientes	
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Saldo de las emisiones en circulación	
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	

## ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES

(-) Saldo de valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.

(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.

<b>Total activos menos deducciones</b>	<b>3.357.684,59</b>
<b>80 % Activos menos deducciones</b>	<b>2.686.147,67</b>

**Tabla 18:** Activos menos deducciones (USD)

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaborado:** Global Ratings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 3,35 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 2,68 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de noviembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 2,03 veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Primera Emisión de Obligaciones de COTZUL S.A. así como de los valores que mantiene en circulación representa el 20,77% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2018 y el 41,55% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	
Patrimonio	2.406.807,19
200% patrimonio	4.813.614,38
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	-
Nueva Emisión de Obligaciones	1.000.000,00
Total emisiones	1.000.000,00
Total emisiones/200% patrimonio	20,77%

**Tabla 19:** 200% patrimonio

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

## GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Capítulo III, Título III de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

## GARANTÍAS Y RESGUARDOS

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

**Tabla 20:** Garantías y resguardos

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## RESGUARDO ADICIONAL

No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al 50% de las utilidades generadas en el ejercicio del año anterior.

**Tabla 21:** Resguardo adicional.

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mantener una relación de endeudamiento de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio.

**Tabla 22:** Límite de endeudamiento.

**Fuente:** COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

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

## PROYECCIONES

El cumplimiento de las proyecciones presentadas por el estructurador financiero para el cierre del año 2018, se observa que los ingresos reales alcanzaron, para noviembre 2018, el 86,23% de las ventas proyectadas, mientras que el costo de ventas alcanzó el 87,37% versus el costo de ventas proyectado. Los gastos de administrativos y los gastos de ventas reales alcanzaron el 83,06% y el 85,32% respectivamente. La utilidad neta a noviembre 2018 tuvo un cumplimiento de 131,15% frente a lo proyectado para el cierre del año debido a que se registran los gastos de participación a trabajadores y por pago del impuesto a la renta, de manera que se reducen los resultados del ejercicio obtenidos en el mes de cierre.

	PROYECTADO DIC 2018	REAL NOV 2018	CUMPLIMIENTO
Ventas	5.988,00	5.163,65	86,23%
Costo de ventas	3.911,00	3.416,93	87,37%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.077,00</b>	<b>1.746,71</b>	<b>84,10%</b>
(-) Gastos administrativos	-723,12	-600,60	83,06%
(-) Gastos de ventas	-848,88	-724,23	85,32%
(-) Otros gastos	-63,00	-72,96	115,82%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>442,00</b>	<b>348,92</b>	<b>78,94%</b>
(-) Gastos financieros	-43,00	-32,61	75,83%
Ingresos (gastos) no operacionales	43,00	53,52	124,47%
Utilidad antes de impuestos	442,00	369,84	83,67%
(-) Participación a trabajadora	-66,00	0,00	0,00%
(-) Impuesto a la renta	-94,00	0,00	0,00%
<b>Utilidad neta</b>	<b>282,00</b>	<b>369,84</b>	<b>131,15%</b>

**Tabla 23:** Cumplimiento de proyecciones (miles USD)

**Fuente:** Picaval Casa de Valores S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

En el análisis de la proyección, el estructurador financiero estableció, en un escenario conservador, un crecimiento en ingresos por ventas de 15% para el 2019, de 10% para el 2020 y de 7% para los años 2021 y 2022. Asimismo, la participación del costo de ventas sobre las ventas fue de 65,00%, para los gastos administrativos un 13,04% sobre las ventas y gastos de ventas 15,31% sobre las ventas. Los gastos financieros se basaron en datos reales.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. procedió a estresar las proyecciones en ventas del estructurador financiero para analizar los resultados obtenidos en caso de que se presenten escenarios menos favorables para la compañía utilizando un crecimiento en ventas de 11,50% para el 2019 y de 6,00% para los años 2020, 2021 y 2022. El resto de datos se mantuvieron constantes.

Con las premisas mencionadas, se proyectó el estado de resultados para el año 2019, 2020, 2021 y 2022 obteniendo una utilidad neta de USD 158 mil, USD 82 mil, USD 42 mil y USD 2,46 mil respectivamente. De igual forma, se proyectó el flujo de caja para los años mencionados y se obtuvo un saldo positivo de USD 300 mil al cuarto trimestre del 2022, fecha en la cual se termina de pagar la Emisión.

Las proyecciones del estado de resultados integrales proyectados y el flujo de caja proyectado se encuentran adjuntas en los anexos del presente informe.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. da así cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literales b y d, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias,

Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señalando que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente emisión.

## Definición de Categoría

### PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COTZUL S.A.

#### **CATEGORÍA AA+**

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

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

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de los respectivos contratos.

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

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)  
Gerente General

## ANEXOS

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COTZUL S.A.									
	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)									
	2015		2016				2017			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
<b>ACTIVO</b>	<b>3.146,17</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.754,06</b>	<b>100,00%</b>	<b>-12,46%</b>	<b>(392,11)</b>	<b>3.343,92</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,42%</b>	<b>589,86</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>2.858,17</b>	<b>90,85%</b>	<b>2.462,82</b>	<b>89,43%</b>	<b>-13,83%</b>	<b>(395,35)</b>	<b>3.062,44</b>	<b>91,58%</b>	<b>24,35%</b>	<b>599,62</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	358,39	11,39%	296,35	10,76%	-17,31%	(62,03)	422,70	12,64%	42,63%	126,35
Inversiones temporales	103,12	3,28%	153,23	5,56%	48,59%	50,11	100,20	3,00%	-34,61%	(53,03)
Cuentas por cobrar comerciales	899,61	28,59%	963,91	35,00%	7,15%	64,30	1.344,21	40,20%	39,45%	380,30
(-) Provisión para cuentas incobrables	-117,83	-3,75%	-73,32	-2,66%	-37,78%	44,51	-91,15	-2,73%	24,32%	(17,83)
Otras cuentas por cobrar	65,130	2,07%	83,80	3,04%	28,66%	18,67	87,44	2,61%	4,34%	3,64
Inventarios	1.501,43	47,72%	990,09	35,95%	-34,06%	(511,35)	1.138,04	34,03%	14,94%	147,95
Activos por impuestos corrientes	27,73	0,88%	32,15	1,17%	15,94%	4,42	45,27	1,35%	40,81%	13,12
Otros activos corrientes	20,60	0,65%	16,61	0,60%	-19,35%	(3,99)	15,74	0,47%	-5,25%	(0,87)
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>288,00</b>	<b>9,15%</b>	<b>291,24</b>	<b>10,57%</b>	<b>1,13%</b>	<b>3,24</b>	<b>281,48</b>	<b>8,42%</b>	<b>-3,35%</b>	<b>(9,76)</b>
Propiedad, planta y equipo	270,37	8,59%	235,60	8,55%	-12,86%	(34,77)	238,03	7,12%	1,03%	2,43
Activos por impuesto diferido	14,22	0,45%	51,90	1,88%	265,08%	37,68	40,92	1,22%	-21,15%	(10,98)
Gastos anticipados	3,41	0,11%	3,75	0,14%	9,72%	0,33	2,53	0,08%	-32,46%	(1,22)
<b>PASIVO</b>	<b>987,68</b>	<b>100,00%</b>	<b>842,95</b>	<b>100,00%</b>	<b>-14,65%</b>	<b>(144,73)</b>	<b>1.144,94</b>	<b>100,00%</b>	<b>35,83%</b>	<b>301,99</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>773,64</b>	<b>78,33%</b>	<b>611,14</b>	<b>72,50%</b>	<b>-21,00%</b>	<b>(162,50)</b>	<b>938,58</b>	<b>81,98%</b>	<b>53,58%</b>	<b>327,44</b>
Obligaciones financieras	593,52	60,09%	408,35	48,44%	-31,20%	(185,17)	625,94	54,67%	53,28%	217,59
Cuentas por pagar comerciales	90,30	9,14%	85,47	10,14%	-5,36%	(4,84)	73,57	6,43%	-13,92%	(11,89)
Pasivo por impuesto corrientes	53,61	5,43%	87,72	10,41%	63,65%	34,12	136,58	11,93%	55,70%	48,86
Provisiones sociales	36,21	3,67%	29,60	3,51%	-18,26%	(6,61)	102,48	8,95%	246,24%	72,88
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>214,04</b>	<b>21,67%</b>	<b>231,81</b>	<b>27,50%</b>	<b>8,30%</b>	<b>17,77</b>	<b>206,36</b>	<b>18,02%</b>	<b>-10,98%</b>	<b>(25,45)</b>
Provisiones sociales	214,04	21,67%	231,81	27,50%	8,30%	17,77	206,36	18,02%	-10,98%	(25,45)
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2.158,49</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.911,11</b>	<b>100,00%</b>	<b>-11,46%</b>	<b>(247,38)</b>	<b>2.198,98</b>	<b>100,00%</b>	<b>15,06%</b>	<b>287,87</b>
Capital social	1.409,00	65,28%	1.409,00	73,73%	0,00%	-	1.409,00	64,08%	0,00%	-
Reserva legal	186,86	8,66%	187,18	9,79%	0,17%	0,32	187,18	8,51%	0,00%	-
Reserva facultativa	4,21	0,20%	47,21	2,47%	1020,89%	43,00	47,21	2,15%	0,00%	-
Reserva de capital	26,84	1,24%	26,84	1,40%	0,01%	0,00	26,84	1,22%	0,00%	-
Adopción por primera vez NIFF	-38,46	-1,78%	-38,46	-2,01%	0,00%	-	-38,46	-1,75%	0,00%	(0,00)
Superávit por revalorización	0,96	0,04%	0,96	0,05%	0,00%	-	0,96	0,04%	0,00%	-
Resultados acumulados	565,88	26,22%	525,75	27,51%	-7,09%	(40,13)	386,24	17,56%	-26,54%	(139,52)
Resultado del ejercicio	3,19	0,15%	-247,38	-12,94%	-7852,40%	(250,57)	180,01	8,19%	-172,77%	427,39
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>3.146,17</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.754,06</b>	<b>100,00%</b>	<b>-12,46%</b>	<b>(392,11)</b>	<b>3.343,92</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,42%</b>	<b>589,86</b>

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COTZUL S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)					
	NOVIEMBRE 2017		NOVIEMBRE 2018			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
<b>ACTIVO</b>	<b>3.501,70</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.057,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>15,86%</b>	<b>555,49</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>3.183,57</b>	<b>90,92%</b>	<b>3.754,55</b>	<b>92,54%</b>	<b>17,94%</b>	<b>570,98</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	289,82	8,28%	339,83	8,38%	17,25%	50,01
Inversiones temporales	103,23	2,95%	100,20	2,47%	-2,94%	-3,03
Cuentas por cobrar comerciales	1.304,43	37,25%	1.211,52	29,86%	-7,12%	-92,91
(-) Provisión cuentas incobrables	-69,90	-2,00%	-88,83	-2,19%	27,09%	-18,93
Otras cuentas por cobrar	49,75	1,42%	41,44	1,02%	-16,70%	-8,31
Inventarios	1.051,13	30,02%	1.636,71	40,34%	55,71%	585,57
Mercadería en tránsito	375,86	10,73%	419,52	10,34%	11,62%	43,67
Gastos anticipados	40,56	1,16%	50,81	1,25%	25,29%	10,26
Impuestos corrientes	38,69	1,10%	43,34	1,07%	12,02%	4,65
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>318,12</b>	<b>9,08%</b>	<b>302,64</b>	<b>7,46%</b>	<b>-4,87%</b>	<b>-15,48</b>
Propiedad, planta y equipo	228,55	6,53%	226,43	5,58%	-0,93%	-2,12
Gastos anticipados	39,87	1,14%	46,70	1,15%	17,11%	6,82
Activo por impuesto diferido	49,69	1,42%	29,51	0,73%	-40,63%	-20,19
<b>PASIVO</b>	<b>1.135,15</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.650,38</b>	<b>100,00%</b>	<b>45,39%</b>	<b>515,22</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>928,79</b>	<b>81,82%</b>	<b>1.397,76</b>	<b>84,69%</b>	<b>50,49%</b>	<b>468,97</b>
Obligaciones financieras	574,09	50,57%	907,76	55,00%	58,12%	333,67
Cuentas por pagar comerciales	178,86	15,76%	357,71	21,67%	100,00%	178,85
Otras cuentas por pagar	5,22	0,46%	2,16	0,13%	-58,65%	-3,06
Impuestos por pagar	74,82	6,59%	39,27	2,38%	-47,52%	-35,56
Provisiones sociales	54,19	4,77%	60,65	3,67%	11,92%	6,46
Otros pasivos corrientes	41,62	3,67%	30,22	1,83%	-27,40%	-11,40
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>206,36</b>	<b>18,18%</b>	<b>252,62</b>	<b>15,31%</b>	<b>22,41%</b>	<b>46,26</b>
Provisiones sociales	206,36	18,18%	252,62	15,31%	22,41%	46,26
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2.366,54</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.406,81</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,70%</b>	<b>40,27</b>
Capital social	1.409,00	59,54%	1.409,00	58,54%	0,00%	0,00
Reserva legal	187,18	7,91%	205,18	8,53%	9,62%	18,00
Reserva facultativa	47,21	1,99%	47,21	1,96%	0,00%	0,00
Reserva de capital	26,84	1,13%	26,84	1,12%	0,00%	0,00
Adopción por primera vez NIFF	-38,46	-1,63%	-38,46	-1,60%	0,00%	0,00
Superávit por revalorización	0,96	0,04%	0,96	0,04%	0,00%	0,00
Resultados acumulados	278,38	11,76%	386,24	16,05%	38,75%	107,87
Resultado del ejercicio	455,43	19,24%	369,84	15,37%	-18,79%	-85,59
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>3.501,70</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.057,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>15,86%</b>	<b>555,49</b>

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COTZUL S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)									
	2015		2016				2017			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	3.520,04	100,00%	2.907,46	100,00%	-17,40%	(612,58)	4.947,37	100,00%	70,16%	2.039,91
Costo de ventas	2.144,21	60,91%	1.912,24	65,77%	-10,82%	(231,97)	3.196,27	64,61%	67,15%	1.284,03
<b>Margen bruto</b>	<b>1.375,82</b>	<b>39,09%</b>	<b>995,22</b>	<b>34,23%</b>	<b>-27,66%</b>	<b>(380,60)</b>	<b>1.751,11</b>	<b>35,39%</b>	<b>75,95%</b>	<b>755,89</b>
(-) Gastos de administración	(711,87)	-20,22%	(608,85)	-20,94%	-14,47%	103,03	(618,26)	-12,50%	1,55%	(9,41)
(-) Gastos de ventas	(672,76)	-19,11%	(619,57)	-21,31%	-7,91%	53,19	(673,15)	-13,61%	8,65%	(53,58)
(-)Otros gastos	(6,17)	-0,18%	(37,67)	-1,30%	510,75%	(31,50)	(52,19)	-1,05%	38,57%	(14,53)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>(14,98)</b>	<b>-0,43%</b>	<b>(270,87)</b>	<b>-9,32%</b>	<b>1708,42%</b>	<b>(255,89)</b>	<b>407,50</b>	<b>8,24%</b>	<b>-250,45%</b>	<b>678,37</b>
(-) Gastos financieros	(26,28)	-0,75%	(27,14)	-0,93%	3,27%	(0,86)	(30,52)	-0,62%	12,46%	(3,38)
Ingresos (gastos) no operacionales	48,12	1,37%	35,79	1,23%	-25,61%	(12,32)	69,19	1,40%	93,31%	33,40
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>6,86</b>	<b>0,19%</b>	<b>(262,21)</b>	<b>-9,02%</b>	<b>-3922,29%</b>	<b>(269,07)</b>	<b>446,18</b>	<b>9,02%</b>	<b>-270,16%</b>	<b>708,39</b>
Participación trabajadores	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	(66,93)	-1,35%	0,00%	(66,93)
Amortización perdida	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	(107,86)	-2,18%	0,00%	(107,86)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>6,86</b>	<b>0,19%</b>	<b>(262,21)</b>	<b>-9,02%</b>	<b>-3922,29%</b>	<b>(269,07)</b>	<b>271,39</b>	<b>5,49%</b>	<b>-203,50%</b>	<b>533,60</b>
Gasto por impuesto a la renta	(3,67)	-0,10%	14,83	0,51%	-504,28%	18,50	(91,38)	-1,85%	-716,20%	(106,21)
<b>Utilidad neta</b>	<b>3,19</b>	<b>0,09%</b>	<b>(247,38)</b>	<b>-8,51%</b>	<b>-7850,00%</b>	<b>(250,57)</b>	<b>180,01</b>	<b>3,64%</b>	<b>-172,77%</b>	<b>427,39</b>
Otros resultados integrales		0,00%	-	0,00%	0,00%	-	-	0,00%	0,00%	-
<b>Resultado integral del año, neto de impuesto a la renta</b>	<b>3,19</b>	<b>0,09%</b>	<b>(247,38)</b>	<b>-8,51%</b>	<b>-7850,00%</b>	<b>(250,57)</b>	<b>180,01</b>	<b>3,64%</b>	<b>-172,77%</b>	<b>427,39</b>
Depreciación		0,00%	-	0,00%	0,00%	-	23,55	0,48%	0,00%	23,55
<b>EBITDA anualizado</b>	<b>(14,98)</b>	<b>-0,43%</b>	<b>(270,87)</b>	<b>-9,32%</b>	<b>1708,42%</b>	<b>(255,89)</b>	<b>431,05</b>	<b>8,71%</b>	<b>-259,14%</b>	<b>701,92</b>

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COTZUL S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)					
	NOVIEMBRE 2017		NOVIEMBRE 2018			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	4.328,60	100,00%	5.163,65	100,00%	19,29%	835,05
Costo de ventas	2.778,68	64,19%	3.416,93	66,17%	22,97%	638,25
<b>Margen bruto</b>	<b>1.549,92</b>	<b>35,81%</b>	<b>1.746,71</b>	<b>33,83%</b>	<b>12,70%</b>	<b>196,80</b>
(-) Gastos de administración	(504,79)	-11,66%	(600,60)	-11,63%	18,98%	(95,82)
(-) Gastos de ventas	(600,67)	-13,88%	(724,23)	-14,03%	20,57%	(123,56)
(-) Otros gastos	(26,94)	-0,62%	(72,96)	-1,41%	170,82%	(46,02)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>417,52</b>	<b>9,65%</b>	<b>348,92</b>	<b>6,76%</b>	<b>-16,43%</b>	<b>(68,60)</b>
(-) Gastos financieros	(27,38)	-0,63%	(32,61)	-0,63%	19,10%	(5,23)
Ingresos (gastos) no operacionales	65,29	1,51%	53,52	1,04%	-18,03%	(11,77)
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>455,43</b>	<b>10,52%</b>	<b>369,84</b>	<b>7,16%</b>	<b>-18,79%</b>	<b>(85,59)</b>
Participación trabajadores	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>455,43</b>	<b>10,52%</b>	<b>369,84</b>	<b>7,16%</b>	<b>-18,79%</b>	<b>(85,59)</b>
Gasto por impuesto a la renta	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>455,43</b>	<b>10,52%</b>	<b>369,84</b>	<b>7,16%</b>	<b>-18,79%</b>	<b>(85,59)</b>
Depreciación y amortización		0,00%		0,00%	0,00%	-
<b>EBITDA</b>	<b>417,52</b>	<b>9,65%</b>	<b>348,92</b>	<b>6,76%</b>	<b>-16,43%</b>	<b>-68,60</b>

<b>COTZUL S.A.</b>				
<b>PRINCIPALES CUENTAS</b>				
(miles USD)				
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>NOVIEMBRE 2018</b>
Activo	3.146,17	2.754,06	3.343,92	4.057,19
Pasivo	987,68	842,95	1.144,94	1.650,38
Patrimonio	2.158,49	1.911,11	2.198,98	2.406,81
Utilidad neta	3,19	(247,38)	180,01	369,84
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>NOVIEMBRE 2018</b>
Activo	<b>3.146,17</b>	<b>2.754,06</b>	<b>3.343,92</b>	<b>4.057,19</b>
Activo corriente	2.858,17	2.462,82	3.062,44	3.754,55
Activo no corriente	288,00	291,24	281,48	302,64
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>NOVIEMBRE 2018</b>
Pasivo	<b>987,68</b>	<b>842,95</b>	<b>1.144,94</b>	<b>1.650,38</b>
Pasivo corriente	773,64	611,14	938,58	1.397,76
Pasivo no corriente	214,04	231,81	206,36	252,62
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>NOVIEMBRE 2018</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>2.158,49</b>	<b>1.911,11</b>	<b>2.198,98</b>	<b>2.406,81</b>
Capital social	1.409,00	1.409,00	1.409,00	1.409,00
Reserva legal	186,86	187,18	187,18	205,18
Reserva facultativa	4,21	47,21	47,21	47,21
Reserva de capital	26,84	26,84	26,84	26,84
Adopción por primera vez NIFF	(38,46)	(38,46)	(38,46)	(38,46)
Superávit por revalorización	0,96	0,96	0,96	0,96
Resultados acumulados	565,88	525,75	386,24	386,24
Resultado del ejercicio	3,19	(247,38)	180,01	369,84

<b>COTZUL S.A.</b>					
<b>ÍNDICES</b>					
(miles USD)					
Cierre	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>NOVIEMBRE 2017</b>	<b>2017</b>	<b>NOVIEMBRE 2018</b>
Meses	12	12	11	12	11
<b>MÁRGENES</b>					
Costo de Ventas / Ventas	60,91%	65,77%	64,19%	64,61%	66,17%
Margen Bruto/Ventas	39,09%	34,23%	35,81%	35,39%	33,83%
Util. antes de part. e imp./ Ventas	0,19%	-9,02%	10,52%	9,02%	7,16%
Utilidad Operativa / Ventas	-0,43%	-9,32%	9,65%	8,24%	6,76%
Utilidad Neta / Ventas	0,09%	-8,51%	10,52%	3,64%	7,16%
<b>FINANCIAMIENTO OPERATIVO</b>					
EBITDA / Ventas	-0,43%	-9,32%	9,65%	8,71%	6,76%
EBITDA / Gastos financieros	-57,00%	-998,10%	1525,02%	1412,36%	1070,10%
EBITDA / Deuda financiera CP	-2,52%	-66,33%	79,34%	68,86%	41,93%
EBITDA / Deuda financiera LP	#j DIV/0!	#j DIV/0!	#j DIV/0!	#j DIV/0!	#j DIV/0!
<b>SOLVENCIA</b>					
Activo total/Pasivo total	318,54%	326,72%	308,48%	292,06%	245,83%
Pasivo total / Activo total	31,39%	30,61%	32,42%	34,24%	40,68%
Pasivo corriente / Pasivo total	78,33%	72,50%	81,82%	81,98%	84,69%
Deuda financiera / Pasivo total	60,09%	48,44%	50,57%	54,67%	55,00%
Apalancamiento financiero	0,27	0,21	0,24	0,28	0,38
Apalancamiento operativo	-91,86	-3,67	3,71	4,30	5,01
Apalancamiento total	0,46	0,44	0,48	0,52	0,69
<b>RENTABILIDAD/ ENDEUDAMIENTO</b>					
ROA	0,10%	-8,98%	14,19%	5,38%	9,94%
ROE	0,1%	-12,9%	21,0%	8,2%	16,8%
Índice de endeudamiento	0,31	0,31	0,32	0,34	0,41
<b>EFICIENCIA</b>					
Días de inventario	252	186	125	128	158
Rotación de la cartera	4,16	2,98	3,68	3,69	4,84
<b>LIQUIDEZ</b>					
Capital de trabajo	2.085	1.852	2.255	2.124	2.357
Días de cartera	87	121	98	98	74
Días de pago	9	11	14	5	23
Prueba ácida	1,75	2,41	2,30	2,05	1,52
Índice de liquidez anual	3,69	4,03	3,43	3,26	2,69

COTZUL S.A.				
PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES ANUAL				
	2019	2020	2021	2022
Ventas	6.670,63	7.070,87	7.495,12	7.944,83
Costo de ventas	4.331,70	4.591,04	4.866,95	5.159,37
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.338,93</b>	<b>2.479,83</b>	<b>2.628,17</b>	<b>2.785,46</b>
(-) Gastos de administración	-899,76	-990,38	-1.061,68	-1.140,34
(-) Gastos de ventas	-1.056,24	-1.162,62	-1.246,32	-1.338,66
(-) Otros gastos	-72,00	-79,00	-85,00	-91,00
<b>Utilidad operativa</b>	<b>310,93</b>	<b>247,83</b>	<b>235,17</b>	<b>215,46</b>
(-) Gastos financieros	-60,00	-56,00	-83,00	-95,00
Ingresos (gastos) no operacionales	43,00	43,00	43,00	43,00
Utilidad antes de participación e impuestos	293,93	234,83	195,17	163,46
(-) Participación de trabajadores	-56,00	-63,00	-63,00	-67,00
Utilidad antes de impuestos	237,93	171,83	132,17	96,46
(-) Gasto por impuesto a la renta	-79,00	-89,00	-90,00	-94,00
<b>Utilidad neta</b>	<b>158,93</b>	<b>82,83</b>	<b>42,17</b>	<b>2,46</b>

COTZUL S.A.																
PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA TRIMESTRAL																
	2019				2020				2021				2022			
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM
<b>Saldo inicial</b>	<b>277,00</b>	<b>548,00</b>	<b>289,00</b>	<b>241,00</b>	<b>283,00</b>	<b>255,00</b>	<b>238,00</b>	<b>209,00</b>	<b>292,00</b>	<b>237,00</b>	<b>233,00</b>	<b>291,00</b>	<b>298,00</b>	<b>232,00</b>	<b>251,00</b>	<b>235,00</b>
<b>Ingresos:</b>																
Ingresos operacionales	1.505,00	1.444,00	1.654,00	2.049,00	1.740,00	1.590,00	1.821,00	2.256,00	1.919,00	1.705,00	1.952,00	2.419,00	2.057,00	1.831,00	2.097,00	2.598,00
Ingresos no operacionales	11,00	10,00	11,00	11,00	11,00	10,00	11,00	11,00	11,00	10,00	11,00	11,00	11,00	10,00	11,00	11,00
<b>Ingresos totales</b>	<b>1.516,00</b>	<b>1.454,00</b>	<b>1.665,00</b>	<b>2.060,00</b>	<b>1.751,00</b>	<b>1.600,00</b>	<b>1.832,00</b>	<b>2.267,00</b>	<b>1.930,00</b>	<b>1.715,00</b>	<b>1.963,00</b>	<b>2.430,00</b>	<b>2.068,00</b>	<b>1.841,00</b>	<b>2.108,00</b>	<b>2.609,00</b>
<b>Egresos:</b>																
Gastos operacionales	1.190,00	1.950,00	1.434,00	2.017,00	1.258,00	1.597,00	1.908,00	2.441,00	1.306,00	1.712,00	2.047,00	2.618,00	1.409,00	1.841,00	2.200,00	2.813,00
Gastos no operacionales	15,00	16,00	65,00	23,00	16,00	17,00	91,00	26,00	17,00	19,00	102,00	28,00	18,00	20,00	104,00	30,00
Provisiones	10,00	14,00	14,00	19,00	13,00	14,00	16,00	20,00	12,00	14,00	16,00	20,00	13,00	15,00	17,00	22,00
Impuestos por pagar	14,00	20,00	19,00	27,00	18,00	20,00	23,00	28,00	17,00	20,00	23,00	29,00	18,00	21,00	25,00	31,00
Adquisición propiedad, planta y equipo	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
<b>Egresos totales</b>	<b>1.235,00</b>	<b>2.006,00</b>	<b>1.538,00</b>	<b>2.092,00</b>	<b>1.311,00</b>	<b>1.654,00</b>	<b>2.044,00</b>	<b>2.521,00</b>	<b>1.358,00</b>	<b>1.771,00</b>	<b>2.194,00</b>	<b>2.701,00</b>	<b>1.464,00</b>	<b>1.903,00</b>	<b>2.352,00</b>	<b>2.902,00</b>
<b>Flujo operacional</b>	<b>281,00</b>	<b>-552,00</b>	<b>127,00</b>	<b>-32,00</b>	<b>440,00</b>	<b>-54,00</b>	<b>-212,00</b>	<b>-254,00</b>	<b>572,00</b>	<b>-56,00</b>	<b>-231,00</b>	<b>-271,00</b>	<b>604,00</b>	<b>-62,00</b>	<b>-244,00</b>	<b>-293,00</b>
<b>Obligaciones por pagar:</b>																
Obligaciones financieras vigentes (i)	24,00	3,00	21,00	12,00	14,00	9,00	13,00	19,00	23,00	16,00	19,00	25,00	28,00	19,00	22,00	27,00
Obligaciones financieras vigentes (K)	986,00	0,00	50,00	0,00	350,00	0,00	0,00	0,00	500,00	0,00	0,00	0,00	600,00	0,00	0,00	0,00
Nuevos financiamientos (i)																
Nuevos financiamientos (K)																
Emisión de obligaciones vigentes (K)																
Emisión de obligaciones nuevas (K)	0,00	104,00	104,00	104,00	104,00	104,00	104,00	104,00	104,00	42,00	42,00	42,00	42,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total de obligaciones</b>	<b>1.010,00</b>	<b>107,00</b>	<b>175,00</b>	<b>116,00</b>	<b>468,00</b>	<b>113,00</b>	<b>117,00</b>	<b>123,00</b>	<b>627,00</b>	<b>58,00</b>	<b>61,00</b>	<b>67,00</b>	<b>670,00</b>	<b>19,00</b>	<b>22,00</b>	<b>27,00</b>
<b>Financiamiento:</b>																
Financiamiento bancario	0,00	400,00	0,00	190,00	0,00	150,00	300,00	460,00	0,00	110,00	350,00	345,00	0,00	100,00	250,00	385,00
Emisión obligaciones nuevas	1.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Papel comercial																
Otras fuentes financiamiento																
<b>Total financiado</b>	<b>1.000,00</b>	<b>400,00</b>	<b>0,00</b>	<b>190,00</b>	<b>0,00</b>	<b>150,00</b>	<b>300,00</b>	<b>460,00</b>	<b>0,00</b>	<b>110,00</b>	<b>350,00</b>	<b>345,00</b>	<b>0,00</b>	<b>100,00</b>	<b>250,00</b>	<b>385,00</b>
<b>Flujo financiado</b>	<b>271,00</b>	<b>-259,00</b>	<b>-48,00</b>	<b>42,00</b>	<b>-28,00</b>	<b>-17,00</b>	<b>-29,00</b>	<b>83,00</b>	<b>-55,00</b>	<b>-4,00</b>	<b>58,00</b>	<b>7,00</b>	<b>-66,00</b>	<b>19,00</b>	<b>-16,00</b>	<b>65,00</b>
<b>Saldo flujo neto</b>	<b>548,00</b>	<b>289,00</b>	<b>241,00</b>	<b>283,00</b>	<b>255,00</b>	<b>238,00</b>	<b>209,00</b>	<b>292,00</b>	<b>237,00</b>	<b>233,00</b>	<b>291,00</b>	<b>298,00</b>	<b>232,00</b>	<b>251,00</b>	<b>235,00</b>	<b>300,00</b>