

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 228/2024, del 30 de agosto de 2024

Información Financiera cortada al 30 de junio de 2024

Analista: Econ. Ariana Mendieta

[ariana.mendieta@classrating.ec](mailto:ariana.mendieta@classrating.ec)

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

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

#### Primera Revisión

**Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2024-00005338 emitida el 07 de marzo de 2024**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 228/2024 del 30 de agosto de 2024, decidió otorgar la calificación de **"AA+" (Doble A más)** al Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A. por un monto de un millón de dólares (USD 1'000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada al Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., se fundamenta en:

#### Sobre el Emisor:

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

- COTZUL S.A. cuenta con 2 locales comerciales ubicados en el centro de Guayaquil, a partir del año 2020 implementó en su totalidad el punto de venta mediante la página web y cuenta con un canal de ventas mayoristas desde la bodega Portrans S.A. ubicada en el sur de Guayaquil.
- Para diciembre de 2023 los ingresos disminuyen en 4,55% frente a su similar de 2022, registrando USD 6,13 millones, lo que obedece a menores ventas en las líneas de audio, siendo esta la más representativa sobre el total de ingresos, con un 75,96% en el año 2023 (77,57% a diciembre de 2022). Para los períodos interanuales, los ingresos continúan decreciendo, pues luego de registrar USD 2,85 millones en junio de 2023, se contraen a USD 2,39 millones en junio de 2024, evidenciando una reducción en las principales líneas de negocio: línea de audio (-18,34% frente a junio de 2023) y en la línea de instrumentos musicales (-0,15% frente a junio de 2023).
- Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le originó a lo largo del periodo analizado resultados operativos positivos, con excepción del 2020, cuando el resultado operativo fue negativo (-7,28% de los ingresos). Es así que pasó de 4,74% en 2021 a 9,17% en 2022, 7,92% en diciembre de 2023 y 2,26% en junio de 2024.
- Para diciembre de 2021, el margen neto se recupera hasta arrojar un resultado positivo que representó el 1,32% de los ingresos, un 2,47% de los ingresos en diciembre de 2022 y 2,36% en diciembre de 2023, comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos. En los periodos interanuales, COTZUL S.A. registró una disminución en la utilidad antes de impuestos. En junio de 2023, la utilidad antes de impuestos representó el 6,67% de los ingresos; mientras que, en junio de 2024 registro pérdida antes en impuestos que representó el -1,53%. Este descenso se debe principalmente a la disminución de las ventas en sus principales líneas de negocio (línea de audio e instrumentos musicales).
- El EBITDA (acumulado) pasó de representar un 10,12% en 2022 a 9,05% de los ingresos en 2023, porcentajes que evidencian la capacidad de generación de flujos provenientes de su operación, misma que le permitió cubrir de manera aceptable sus gastos financieros (excepto en el 2020 donde el indicador fue negativo y en junio de 2024, cuando se redujo de manera importante frente a su similar de 2023).
- Los activos crecieron de USD 5,62 millones en 2022 a USD 6,03 millones en diciembre de 2023, como efecto de las variaciones en sus inventarios, siendo esta cuenta la de mayor peso en su composición. Para junio de 2024, los activos decrecieron a USD 5,72 millones (-5,17% frente al año 2023), como efecto de la disminución en cuentas por cobrar clientes e inventarios.
- Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de COTZUL S.A., se debe indicar que, a junio de 2024, la cartera por vencer representó el 71,48% (76,08% en diciembre de 2023) de la cartera total; mientras que, el 28,52% fue cartera vencida (23,92% en diciembre de 2023), dentro de esta el rango de mayor concentración se encontró en la cartera vencida entre 31 y 90 días con el 16,82% (16,71% en diciembre de 2023). La diferencia del 11,70% (7,21% a diciembre de 2023) se encuentra distribuida en provisión de cuentas incobrables y saldos a favor. Estos resultados evidencian un deterioro de la cartera respecto a diciembre de 2023; por lo que, es preciso mantener una adecuada gestión de cobranza con el propósito de evitar un posible riesgo de incobrabilidad y consecuentes afectaciones al flujo de efectivo.
- El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue relativamente estable, promediando entre los años 2020 a 2023 el 55,87%; mientras que, a junio de 2024 fue de 57,63% (58,08% de los activos en diciembre de 2023), siendo su cuenta más relevante las obligaciones con costo. Lo mencionado determina que la política de financiamiento de la compañía privilegia el uso de recursos de terceros.
- El patrimonio se mantuvo constante en el financiamiento de los activos, pues luego de fondear el 45,85% en 2021, pasó a un 43,09% en 2022, 41,92% en 2023 y un 42,37% al 30 de junio de 2024.
- Es importante mencionar que, para junio de 2024, el capital social ascendió a USD 1,69 millones, luego de totalizar USD 1,41 millones desde el año 2020 hasta diciembre de 2023
- COTZUL S.A., para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo superior a la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros.

## Sobre la Emisión:

- A los 08 días de noviembre de 2023, la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de COTZUL S.A., resolvió autorizar el Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., por un monto de hasta USD 1,00 millón el mismo que se encuentra respaldada por una garantía general.
- Posteriormente, con fecha 05 de febrero de 2024, COTZUL S.A. como emisor, conjuntamente con Avalconsulting Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A.
- Con fecha 15 de marzo de 2024, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, y hasta el 27 de junio de 2024 colocó el 78,45% del programa aprobado (USD 1,00 millón).
- El Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A. se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
  - ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ❖ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
    - ✓ Al 30 de junio de 2024, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- El emisor se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2,00 veces.
  - ✓ Al 30 de junio de 2024 de 2024, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Al 30 de junio de 2024, la compañía presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 4,26 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 3,41 millones, cifra que genera una cobertura de 3,41 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que el Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que al 30 de junio de 2024 el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron de acuerdo a las proyecciones.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- El negocio de COTZUL S.A., está expuesto a los riesgos inherentes a toda actividad empresarial, pues la incertidumbre que se pueda generar por políticas económicas gubernamentales podría conllevar la reducción del consumo de este tipo de productos.
- Un deterioro en el poder adquisitivo de los ecuatorianos potencialmente podría significar una reducción sobre el consumo de los productos que comercializa la compañía, lo cual incidiría en el nivel de ingresos de la misma y consecuentemente afectar sus resultados.
- Otro riesgo al que está expuesta la compañía, se encuentra relacionado con escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes les ha facturado, lo cual podría afectar el flujo de la compañía.
- Debido a la constante innovación del sector de la tecnología, sus avances y tendencias, el inventario de COTZUL S.A., si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto, por lo cual y para contrarrestar este riesgo la compañía

- trabaja con estrictos controles de su inventario y realiza además estudios de mercado con la finalidad de estar siempre a la vanguardia de la tecnología.
- Ingreso de nuevos competidores o crecimiento de la competencia, lo cual podría reducir su participación en el mercado y el portafolio de clientes.
  - La concentración de cartera en pocos clientes podría derivar en afectaciones al flujo, en el evento de que esos pocos clientes incumplan con sus obligaciones. Este riesgo es mitigado con la alta atomización de las ventas en un número importante de clientes.
  - La dependencia sobre un proveedor podría generar un riesgo de desabastecimiento o encarecimiento de los productos por cambio de proveedor si las relaciones con el proveedor exclusivo se deterioran.
  - Si la empresa no mantiene una adecuada gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría generar un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para su flujo.
  - Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
  - Demoras en la desaduanización de los productos importados por la compañía podría generar retrasos en la comercialización de los mismos.
  - La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.
  - Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían obligar al cierre de puntos de venta.

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

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

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, por lo cual, el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de proveedores, por lo que su comercialización se vería afectada.
- El inventario podría verse afectado por imposición de medidas arancelarias y regulatorias por parte del Gobierno que impida o restrinja la importación de los equipos que comercializar la compañía.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.

- Finalmente, las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión presentan un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

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

Al 30 de junio de 2024, la compañía no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas.

### Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

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

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato Papel Comercial.
- Acta de la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión.
- Circular de Oferta Pública.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 de COTZUL S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 30 de junio de 2023 y 30 de junio de 2024.
- Informe semestral del Representante de los obligacionistas.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

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



capacidad para ser liquidados.

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

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

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

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

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

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

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

En la ciudad de Guayaquil, a los 08 días de noviembre de 2023, se reunió la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de COTZUL S.A., misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y resolvió por unanimidad, autorizar que la compañía realice el Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., por un monto de hasta USD 1'000.000,00.

Posteriormente, con fecha 05 de febrero de 2024, COTZUL S.A. como Emisor, conjuntamente con Avalconsulting Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL**

<b>SEGUNDA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL - COTZUL S.A.</b>	
<b>Emisor</b>	COTZUL S.A.
<b>Monto</b>	Hasta USD 1.000.000,00
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América. salvo que, por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al dólar de los Estados Unidos de América; la unidad monetaria que represente la emisión será aquella moneda de curso legal distinta, y en base a la cual se realizará el pago a los tenedores de obligaciones, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos en la norma que determine tal modificación.
<b>Titulos de las obligaciones</b>	Desmaterializadas. El valor nominal será de un centavo de Dólar de los Estados Unidos de América (USD 0,01), pudiendo emitirse obligaciones por montos mayores, siempre que sean en múltiplos de un centavo de Dólar de los Estados Unidos de América (USD 0,01).
<b>Características</b>	Clase A
<b>Plazo del Programa</b>	Hasta 720 días
<b>Plazo de la emisión</b>	Hasta 359 días
<b>Rescates Anticipados</b>	Si contará con redención y rescates anticipados, pero lo cual aplicará lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores.
<b>Underwriting</b>	No contempla un contrato de underwriting.

Agente estructurador y colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.
Amortización Capital	Al vencimiento
Pago de Intereses	Cero Cupón
Destino de los recursos	Serán utilizados para capital de trabajo consistente en compra de inventarios, insumos o materias primas y/o restructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones bancarias de corto plazo.
Fecha de generación de intereses	La fecha de emisión será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores de cada una de las emisiones del Papel Comercial.
Representante de Obligacionistas	Avalconsulting Cia. Ltda.
Sistema de Colocación	A través del Mercado Bursátil.
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>
Limitaciones de Endeudamiento	<p>El Emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2.00 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será <b>semestral</b>, con balances cortados a <b>junio y diciembre de cada año</b>. Para el cálculo de la deuda financiera se considerarán las obligaciones de corto o largo plazo, bancarias y emisiones a través del mercado de valores.</p>
Compromiso Adicional	<p>El Emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas.</p>

Fuente: Contrato de emisión / Elaboración: Class International Rating

## Situación de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo (30 de junio de 2024)

Con fecha 07 de marzo de 2024, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo por un monto de hasta USD 1,00 millón, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2024-00005338 la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 11 de marzo de 2024. Así mismo se debe acotar que el plazo de vigencia de la oferta pública vence el 25 de febrero de 2026.

## Colocación de los Valores

Con fecha 15 de marzo de 2024, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, y hasta el 27 de junio de 2024 colocó el 78,45% del programa aprobado (USD 1,00 millón).

Se debe señalar que los papeles vencidos fueron cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente

## Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

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

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

✓ Al 30 de junio de 2024, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.

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

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

## Limitaciones de Endeudamiento

El Emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivo con costo (deuda financiera) / Patrimonio no mayor a 2.00 veces.

La periodicidad de cálculo de este indicador será **semestral**, con balances cortados a **junio y diciembre** de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerarán las obligaciones de corto o largo plazo, bancarias y emisiones a través del mercado de valores.

✓ Al 30 de junio de 2024, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 2: CUMPLIMIENTO DE RESGUARDOS CUANTIFICABLES

INDICADOR	Límite establecido	jun-24	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	$\geq 1,00$	1,70	SI
Activos depurados / Obligaciones en circulación	$\geq 1,25$	4,26	SI
Pasivos con costo / Patrimonio	$\leq 2,00$	1,06	SI

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

## Monto Máximo de Emisión

El Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., está respaldado por una Garantía General otorgada por COTZUL S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 30 de junio de 2024, COTZUL S.A. estuvo conformada por un total de activos de USD 5,72 millones, de los cuales el 76,04% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:



CUADRO 3: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, COTZUL S.A. (miles USD, JUNIO 2024)

Concepto	Libres	%
Disponibles	979	22,52%
Exigibles	1.268	29,16%
Realizables	1.313	30,19%
Activo Fijo	574	13,19%
Otros activos	215	4,94%
<b>TOTAL</b>	<b>4.348</b>	<b>100,00%</b>

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de junio de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto-s ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>1</sup>.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de junio de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 4,26 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 3,41 millones, cifra que genera una cobertura de 3,41 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que el Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - COTZUL S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 30 de junio de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,35 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

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

Descripción	Miles USD
Total Activos	5.718
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	87
(-) Activos Gravados	1.370
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	-
(-) Derechos Fiduciarios <sup>3</sup>	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>4</sup>	-

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

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

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

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

(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras	-
<b>Total Activos con Deduciones señaladas por la normativa</b>	<b>4.261</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión</b>	<b>3.409</b>
Segundo Papel Comercial	1.000
<b>Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>4,26</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>3,41</b>

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de junio de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,42 veces<sup>6</sup> sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de junio de 2024, la empresa ha otorgado garantías por USD 1,37 millones lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 4,35 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 30 de junio de 2024, el 20,64% del 200% del patrimonio y el 41,28% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (JUNIO 2024)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	2.423
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>4.845</b>
Segundo Papel Comercial	1.000
<b>Valores en circulación / 200% del Patrimonio</b>	<b>20,64%</b>
<b>Valores en circulación / Patrimonio</b>	<b>41,28%</b>

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

## Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2024	2025	2026
Ventas	6.502	6.901	7.324
Costo de Ventas	4.011	4.257	4.518
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.491</b>	<b>2.644</b>	<b>2.806</b>
Gastos Operativos	1.846	1.960	2.082
Depreciación	43	45	46
Total Gastos de operacionales	1.889	2.005	2.128
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>602</b>	<b>639</b>	<b>678</b>
Gastos Financieros	143	178	170
Otros ingresos / egresos, neto	(10)	(11)	(11)

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

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

Utilidad Antes de Participación e Impuestos	449	450	496
Participación trabajadores	59	59	65
Impuesto a la renta	83	83	92
Ganancia/Pérdida por operaciones continuadas	69	69	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>238</b>	<b>239</b>	<b>340</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

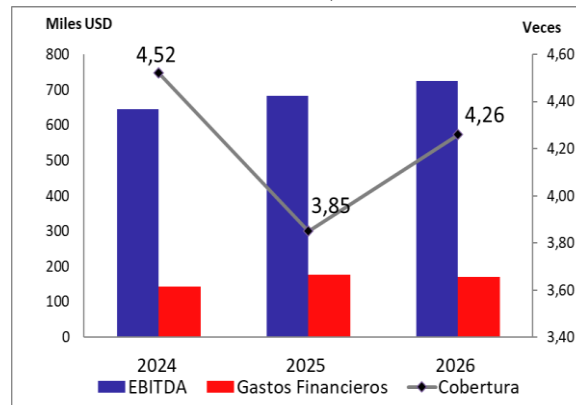
Las proyecciones realizadas determinaron que en el año 2024 las ventas cerrarán en un valor de USD 6,50 millones, posterior a lo cual, se proyecta un crecimiento de 6,13% para los años 2025 y 2026.

Conforme la estructuración financiera, los costos de ventas presentarían un comportamiento constante en su representación sobre los ingresos, puesto que representarían el 61,69% en 2024-2026, con lo cual el margen bruto se establece con una representación máxima del 38,31% para los periodos proyectados. Los gastos operacionales muestran una representación fija del 29,05% para todos los años proyectados. Estos resultados generarían una utilidad operativa creciente, pues pasaría de USD 0,60 millones (9,26% de los ingresos) en el año 2024 a USD 0,68 millones (9,26% de los ingresos) al cierre de 2026.

Posteriormente, tras el cómputo de los gastos financieros correspondientes a la emisión y al resto de compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía, además de otros ingresos y los respectivos impuestos la compañía generaría un margen neto creciente, el mismo que significaría el 3,67% de los ingresos en 2024, 3,47% en 2025 y el 4,64% en 2026.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros y deuda financiera que la compañía presentaría en los próximos años, incluyendo los derivados de la presente Emisión. En este sentido, existiría una cobertura positiva, la misma que pasaría de 4,52 veces en el año 2024, 3,85 veces en 2025 y 4,26 veces en el año 2026.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presentaría movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arrojaría flujos de operación positivos para todos los periodos; luego incluye flujo de inversión, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las actuales obligaciones con su correspondiente pago, así como la colocación y pago del presente proceso en el mercado de valores. Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

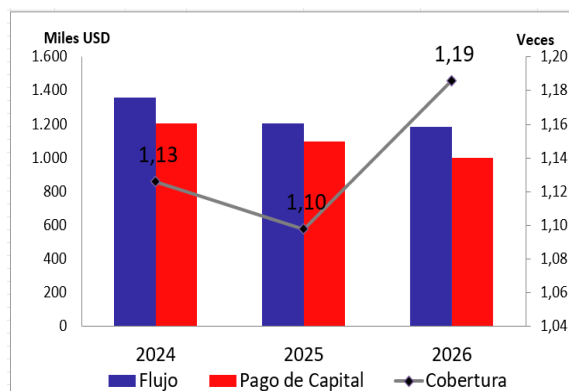
CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

DESCRIPCIÓN	2024	2025	2026
UTILIDAD NETA	238	239	340
Depreciación y Amortización	43	45	46

<b>CARGOS NO MONETARIOS</b>	43	45	46
<b>UTILIDAD MÁS CARGOS NO MONETARIOS</b>	281	284	386
(+/-) CxC comerciales	-99	-84	-108
(+/-) Ctas por cobrar comerciales relacionadas	0	0	0
(+/-) Inversiones en el exterior	0	0	0
(+/-) Inventario	-136	-149	-205
(+/-) Servicios pagados por anticipado	-4	-4	-4
(+/-) Impuestos corrientes	-75	-14	-15
(+/-) Otros Activos	0	0	0
(+/-) Inversiones a largo plazo	0	0	0
(+/-) Activos por impuestos diferidos	-33	-7	-8
(+/-) CxP Proveedores	111	18	19
(+/-) CxP Relacionadas	0	0	0
(+/-) Pasivos Impuestos corrientes	32	7	7
(+/-) Beneficios a empleados	3	6	7
(+/-) Otros pasivos corrientes	22	4	4
(+/-) Obligaciones por beneficios definidos	21	22	23
(+/-) CAPITAL DE TRABAJO	-159	-202	-280
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>122</b>	<b>83</b>	<b>106</b>
Activo Fijo	-27	-27	-27
<b>FLUJO DE INVERSIÓN</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
Obligaciones bancarias	-427	-100	1.000
Emisión IPC	0	0	0
Amortización I PC	-779	0	0
Emisión I PC 2023	1.000	1.000	0
Amortización I PC 2023	0	-1.000	-1.000
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>-206</b>	<b>-100</b>	<b>-</b>
<b>FLUJO GENERADO</b>	<b>-110</b>	<b>-44</b>	<b>79</b>
Caja Inicial	262	152	107
<b>CAJA ACUMULADA</b>	<b>152</b>	<b>107</b>	<b>186</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/pago Deuda Total, significaría 1,13 veces en 2024, mientras que, para diciembre de 2026, sería de 1,19 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando la variable de ingresos por ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es una contracción del -2,00% en las ventas para el año 2024, 1,50% para el año 2025, 2,50% en el año 2026, en donde la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

### **Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado**

Se realizó un análisis comparativo entre el estado de resultados real vs el proyectado de junio de 2024, en el cual se pudo evidenciar que las ventas registraron un cumplimiento del 83,43%; mientras que, los costos de ventas registraron un cumplimiento del 79,30%, lo que originó que la utilidad bruta registre una ejecución del 90,07%.

Por su parte, los gastos operacionales registraron un cumplimiento de 112,28% frente a lo proyectado, lo que generó una utilidad operacional con un cumplimiento de 20,36% de lo estimado en un inicio. Finalmente, después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales, la compañía arrojó una pérdida antes de participación e impuestos.

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

Cuenta	jun-24		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ventas	2.861	2.387	83,43%
Costo de Ventas	1.765	1.400	79,30%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1.096</b>	<b>987</b>	<b>90,07%</b>
Total Gastos de operacionales	831	933	112,28%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>265</b>	<b>54</b>	<b>20,36%</b>
Gastos Financieros	113	98	86,47%
Otros ingresos / egresos, neto	(15)	7	-47,63%
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>147</b>	<b>(37)</b>	<b>-26,71%</b>

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

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de junio de 2024 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo el mismo que arrojó un valor de USD 0,55 millones; mientras que, su flujo procedente de actividades de financiamiento fue negativo de USD 0,04 millones y un flujo procedente de actividades de inversión negativo de USD 0,03 millones, lo que generó un aumento (disminución) neto de efectivo de USD 0,48 millones y un efectivo y equivalentes de efectivo al final de USD 0,98 millones, valor que significó el 41,02% de los ingresos y 17,12% de los activos.

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

## Riesgo de la Economía

### Sector Real

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

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

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

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

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (may 2024)	48,85%	Inflación mensual (jun- 2024)	-0,95%
Balanza Comercial Total (millones USD) junio 2024	3.738,6 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,18%
Reservas Internacionales (millones USD junio-2024)	7.233,0	Inflación acumulada (jun 2024)	0,70%
Riesgo país, 05 de ago 2024 (puntos)	1.460	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD 14 jul 2024)	82,21	Tasa de Desempleo nacional (may- 2024)	3,55%

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

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

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento

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

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

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

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

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

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

<sup>13</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTIIITrim2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf)



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

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

El **Riesgo País** registró 1.460 puntos al 05 de agosto de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés<sup>17</sup>.

La **calificación de deuda** al 14 de agosto de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para agosto de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-"<sup>18</sup>, calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para agosto de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.<sup>19</sup>

Hasta junio de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 13.213,4 millones, mostrando una reducción de USD 816,1 millones, lo que equivale a un descenso de 5,82% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.<sup>20</sup>

**Las exportaciones totales** en valores FOB hasta junio de 2024 ascendieron a USD 16.952,1 millones, lo que representa un incremento del 11,83% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 25,07% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 7,10%.

Hasta junio de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 3.738,6 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.609,1 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 1.776,3 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 1.962,3 millones.

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

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

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

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

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

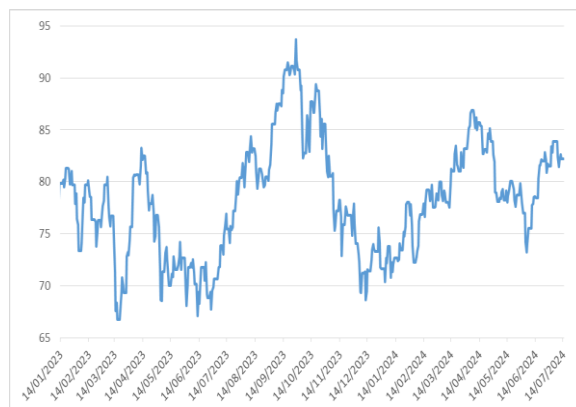
<sup>18</sup> <https://www.bloomberglia.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

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

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

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

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



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

La producción promedio diaria de crudo en el Ecuador registró 73,7 miles de barriles de enero a mayo de 2024, EP Petroecuador registró un promedio de 59,9 miles de barriles y las Compañías privadas de 13,9 miles de barriles, cifras superiores a lo registrado en mayo de 2023 en 5,1% y 3,7% respectivamente. Por su parte las exportaciones de crudo en mayo de 2024 se ubicaron en 11,2 millones de barriles, 13,1% más que en su similar de 2023. De estas exportaciones, 9,5 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador y 1,4 millones de barriles por el Ministerio de Energía y Minas y 0,3 millones de barriles por compañías privadas<sup>22</sup>.

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

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

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

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

<sup>22</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro072024.pdf>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones),

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador<sup>39</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros<sup>40</sup>.

Para mayo de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.884,80 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para mayo de 2024 fue de USD 11.869,09 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 873,57 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de mayo de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,85% del PIB superando el límite del 40% del PIB<sup>41</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 7.233,0 millones en julio de 2024)<sup>42</sup>. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad<sup>43</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

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

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

Los canales de venta con los que comercializa sus productos la compañía son clave para la sostenibilidad de sus resultados económicos. COTZUL S.A. cuenta con 2 locales comerciales ubicados en el centro de Guayaquil con atención al público de manera presencial. A partir del año 2020 implementó en su totalidad el punto de venta mediante la página web (0,10% de las ventas) y cuenta con un canal de ventas mayoristas desde la bodega Portrans S.A. ubicada en el sur de Guayaquil, siendo el punto de ventas más importante.

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

- Línea Audio y Video (amplificación, mezcladores, parlantes, cables, etc.)

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

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

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

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

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

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

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

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

**Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo**

El capital suscrito y pagado de COTZUL S.A., al 30 de junio de 2024, es de USD 1,69 millones, el cual se encuentra dividido en 1.689.000 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. Es importante mencionar que el 55,69% de las acciones se encuentra concentrado en el señor Ángel Ledesma.

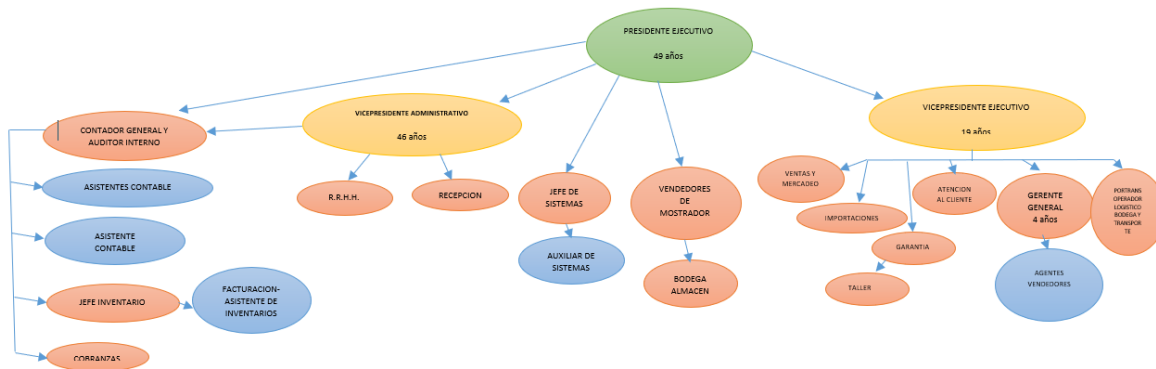
CUADRO 10: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	%
LEDESMA GINATTA ANGEL ALBERTO	940.642,00	55,69%
MARRIOTT PEREZ MARIA DEL CARMEN	748.358,00	44,31%
<b>Total</b>	<b>1.689.000,00</b>	<b>100,00%</b>

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

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

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA INSTITUCIONAL



Fuente / Elaboración: COTZUL S.A.

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

CUADRO 11: DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL<sup>44</sup>

Cargo	Nombre
PRESIDENTE	ECOLEGSA C.A.
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	ANGEL DANIEL LEDESMA MARRIOTT
VICEPRESIDENTE ADMINISTRATIVO	MARIA DEL CARMEN MARRIOTT PEREZ
GERENTE GENERAL	JORGE ANDRÉS GUILLEN BAQUERIZO

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

## Gobierno Corporativo

De acuerdo a la información presentada por COTZUL S.A., no cuenta con lineamientos formales en sus estatutos sobre Gobierno Corporativo. No obstante, maneja lineamientos que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto para accionistas, altas gerencias y personal en general.

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

## Empleados

La compañía contó con la participación de 48 empleados a junio de 2024 (53 colaboradores a marzo 2024), distribuidos en el área comercial y área administrativa. Es importante mencionar que el 75% de los colaboradores posee contrato de trabajo a tiempo completo. Todo el personal está calificado, pues cuenta con varios años de experiencia y están orientados al mismo objetivo. Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa.

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

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

## Empresas vinculadas o relacionadas

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

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clientes

El segmento de mercado al que está enfocada la compañía, son principalmente clientes mayoristas, distribuidores y cadenas comerciales que se despachan desde la bodega logística, quienes realizan sus compras a crédito; además, dentro de la gama de sus clientes al contado se encuentran los consumidores finales a través de ventas que se realizan en sus 2 locales comerciales ubicados en la ciudad de Guayaquil, por lo tanto, no existe una concentración de clientes<sup>45</sup>.

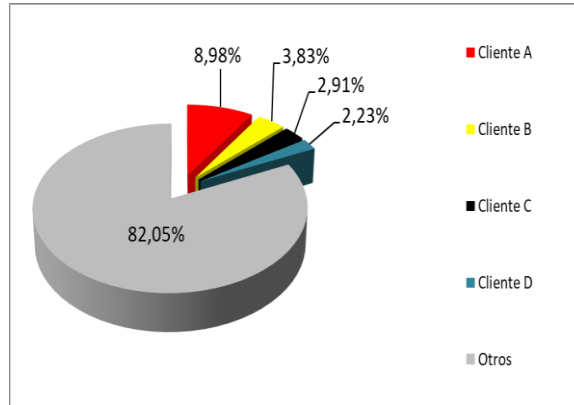
<sup>44</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

<sup>45</sup> La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.



COTZUL S.A., cuenta con un amplio portafolio de clientes, es así que, al 30 de junio de 2024, los 3 principales clientes en conjunto representaron apenas el 15,72% de los ingresos; mientras que, la diferencia del 84,28% corresponde a clientes con una menor representación.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES, JUNIO 2024



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

Es importante mencionar que, a junio de 2024, el 81,73% de las ventas realizadas<sup>46</sup> por COTZUL S.A. fue mediante crédito directo; el 13,93% fue en efectivo y el 4,34% fue con tarjeta de crédito.

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

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

Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de COTZUL S.A., se debe indicar que, a junio de 2024, la cartera por vencer representó el 71,48% (76,08% en diciembre de 2023) de la cartera total; mientras que, el 28,52% fue cartera vencida<sup>47</sup> (23,92% en diciembre de 2023), dentro de esta el rango de mayor concentración se encontró en la cartera vencida entre 31 y 90 días con el 16,82% (16,71% en diciembre de 2023). La diferencia del 11,70% (7,21% a diciembre de 2023) se encuentra distribuida en provisión de cuentas incobrables y saldos a favor. Estos resultados evidencian un deterioro de la cartera respecto a diciembre de 2023; por lo que, es preciso mantener una adecuada gestión de cobranza con el propósito de evitar un posible riesgo de incobrabilidad y consecuentes afectaciones al flujo de efectivo.

CUADRO 12: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Detalle	2022	2023	jun-24
Cartera Vigente	65,36%	76,08%	71,48%
Cartera vencida entre 31-90 días	9,23%	16,71%	16,82%
Cartera vencida entre 91-180 días	17,90%	3,58%	5,24%
Cartera vencida entre 181-360 días	3,16%	1,10%	2,06%
Cartera vencida a más de 360 días	1,98%	0,16%	0,14%
Provisión Cuentas Incobrables	3,04%	3,77%	5,92%
SalDOS a favor	-0,67%	-1,40%	-1,66%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

<sup>46</sup> COTZUL S.A. a través de sus locales comerciales realiza ventas en efectivo y mediante tarjetas de crédito. Mientras que con el canal de distribución a mayoristas, distribuidores y cadenas se vende mediante crédito directo.

<sup>47</sup> El incremento de los saldos vencidos entre 91 a 360 días se debió específicamente a algunos clientes que por temas comerciales internos se atrasaron en los pagos; sin embargo, en el mes de julio de 2024, se realizó la gestión de cobro y varios de estos saldos ya fueron cancelados y otros ya han sido soportados con firma de pagarés o cheques.

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 47,52% a junio de 2024 aspecto que deberá ser reforzado de modo de poder cubrir adecuadamente el riesgo de incobrabilidad.

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

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

## Proveedores

COTZUL S.A., cuenta con varios proveedores en su mayoría extranjeros que lo abastecen con los productos necesarios para las distintas líneas de negocio. Al 30 de junio de 2024, el principal proveedor es de origen chino y tuvo una representación del 13,29% sobre los costos de ventas; mientras que, la diferencia corresponde a proveedores con una representación menor al 10,00%.

Los tres principales proveedores de la compañía en conjunto tienen una participación del 30,48% de los costos de ventas al 30 de junio de 2024, lo que evidencia que la compañía posee mitiga un posible riesgo de concentración de sus proveedores. Adicionalmente, se debe señalar que estos proveedores abastecen a la compañía en varias líneas de productos y no dependen únicamente de un solo bien comercializado, reduciendo de esta manera el riesgo.

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

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

Al 30 de junio de 2024 el 100% de las cuentas por pagar a proveedores de COTZUL S.A., se encuentran vigentes.

## Estrategias y Planes de la Empresa

- La principal estrategia de COTZUL S.A. es orientar la fuerza de ventas a clientes finales a través de proyectos comerciales y residenciales de audio y seguridad con el apoyo de marketing digital dirigido a través de prospectos.
- Incrementar los niveles de ventas mediante la colocación de más líneas de productos en las cadenas comerciales manteniendo los mismos beneficios comerciales establecidos inicialmente. Además, recuperar la participación en el mercado de la marca England Sound en la línea de audio consumer.
- Promover el crecimiento de la línea de instrumentos musicales ampliando la diversificación de marcas como: Toca, DB drums, Baterías Odery, parches attack, etc.
- Comercializar nuevas líneas de productos entre ellas: domótica económica, telecomunicación y robótica. Adicionalmente se han cerrados convenios comerciales con la marca LD System dirigido al nicho de mercado de audio profesional.

- En lo que se refiere al plan anual de compras y ventas, se plantea un crecimiento continuo con el objetivo de mantener el inventario necesario para poder abastecer la demanda del mercado, siendo en todo momento conservadores respecto a la capacidad financiera que mantiene la compañía respaldada en los planes de cuentas por cobrar e inventario.
- La compañía fijó el plan de recuperación de las facturas por cobrar creando campañas de descuentos por pronto pago o adelanto en vencimiento de cuotas, buscando disminuir el índice de rotación de la cartera igualando el alcanzado en el año 2019 (85 días promedio).
- Entre otros.

### Políticas de Precios

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

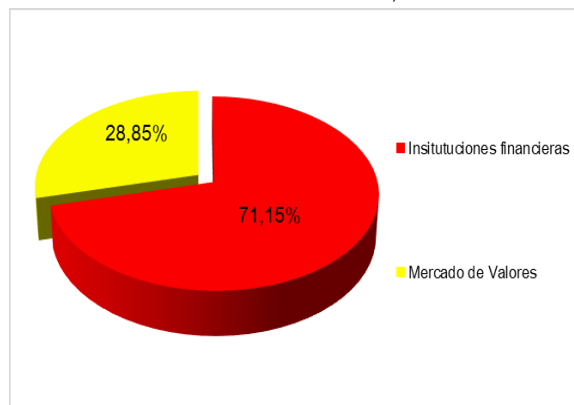
A lo largo de los años 2020 y 2021 la compañía realizó una recopilación de los precios de ventas y compras de sus principales competidores, con el fin de realizar un análisis de sus precios y de esta manera incrementar su competitividad en el mercado.

### Política de Financiamiento

Los pasivos de COTZUL S.A., han sido los principales financiadores del activo a lo largo del periodo analizado, es así que pasaron de fondar el 56,91% en 2022 a un 58,08% en diciembre de 2023 y el 57,63% en junio de 2024.

La deuda financiera conformada por créditos obtenidos con Instituciones Financieras nacionales y extranjeras y obligaciones con el Mercado de Valores constituye el principal rubro dentro de los pasivos, a diciembre de 2023 representó el 43,21% de los activos y en junio de 2024 el 44,91%.

GRÁFICO 6: DEUDA FINANCIERA, JUNIO 2024



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

### Política de Inversiones

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

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

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

COTZUL S.A., es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, legalmente constituida y debidamente inscrita en el Registro Mercantil. Al ser una persona jurídica del sector privado dedicada a actividades comerciales, está sujeta principalmente a las disposiciones generales establecidas en las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales y de seguridad social, y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, servicio de Rentas Internas, Ministerio de Trabajo.

## Responsabilidad Social y Ambiental

La compañía no reportó mantener vigentes proyectos de responsabilidad social.

## Riesgo Legal

Al 30 de junio de 2024, de acuerdo a la información reportada por la administración, COTZUL S.A., enfrenta 29 juicios como actor/ofendido, por casos de demanda de facturas por cobrar por la suma de USD 0,17 millones. Adicional, no presenta juicios legales vigentes en el que figure como demandado/procesado.

## Eventos Importantes

- La compañía amplió el Local Comercial ubicado en Víctor Manuel Rendón 808-B y Riobamba enfocado en la nueva línea comercial “Instrumentos musicales” y la línea de equipos de audio y video.
- En el último semestre del año 2021 la pandemia y los desequilibrios comerciales han originado la escasez de los contenedores NOR en China y que los fletes marítimos hayan presentado un alza en sus tarifas; afectando a la compañía teniendo retrasos en los arribos de mercadería, las órdenes de septiembre 2021 llegaron a finales de diciembre 2021 ingresando en la última semana del año más de USD 200.000 en inventario que hubieran mejorado los niveles de ventas si hubiesen llegado en las fechas fijadas. Por su parte las órdenes que debieron haber llegado en octubre y noviembre del año 2021 se juntaron en las primeras semanas del año 2022.

## Liquidez de los títulos

Con fecha 15 de marzo de 2024, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, y hasta el 27 de junio de 2024 colocó el 78,45% del programa aprobado (USD 1,00 millón).

Al 30 de junio de 2024 la única emisión vigente de dentro del Mercado de Valores, es la presente emisión.

## Presencia Bursátil

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

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

Según lo reportado por la Bolsa de Valores, durante el último enero – junio de 2024, se registraron valores negociados en el mercado, tal como se muestra a continuación:

CUADRO 13: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
mar-24	4	9	458.831,00	20	20,00%
may-24	3	3	31.475,00	21	14,29%
jun-24	8	12	294.210,00	20	40,00%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating

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

## Situación del Sector

COTZUL S.A. es una compañía que pertenece al sector comercio, el cual es uno de los sectores más robustos y diversificados de la economía ecuatoriana; sin embargo, este sector posee fluctuaciones cíclicas que van de la mano con la economía nacional.

En el primer trimestre de 2024, el VAB del Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores y motocicletas, registró un decrecimiento de -0,1% respecto al mismo periodo del año anterior en su serie ajustada. Este comportamiento se relaciona con la disminución de los márgenes comerciales en diversas industrias, tales como: Silvicultura y extracción de madera; Explotación de minerales no metálicos; Elaboración y conservación de carne; Procesamiento y conservación de camarón; Elaboración de productos de la panadería y pastelería, molinería; Elaboración de otros productos alimenticios diversos; Fabricación de productos textiles, prendas de vestir; Producción de madera y de productos de madera; Fabricación de papel y productos de papel; Fabricación de productos refinados de petróleo; Fabricación de otros productos minerales no metálicos; Fabricación de vehículos y equipos de Transporte<sup>48</sup>.

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

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

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

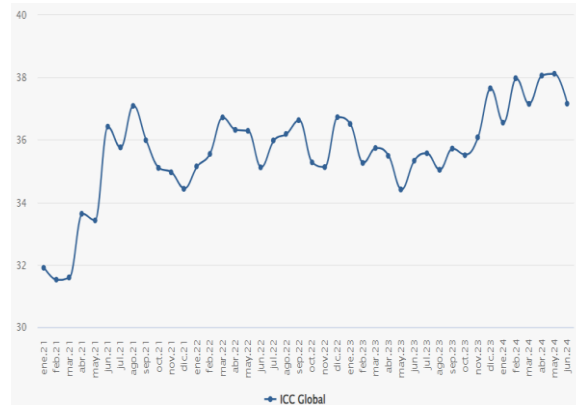
Según el último Índice de Confianza del Consumidor (ICC), mostró una reducción al alcanzar los 37,16 puntos, lo que representa una disminución de 0,96 puntos porcentuales con respecto a los 38,12 puntos del mes anterior. Los indicadores de Situación Presente y Situación Futura también descendieron a 36,56 y 38,37 puntos respectivamente, lo que equivale a una disminución de 0,69 puntos y 1,49 puntos en comparación con mayo de 2024.<sup>49</sup>

El ICC global mostró un incremento del 5,19% en junio de 2024 en comparación con el mismo mes del año anterior.

<sup>48</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTITrim2024.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTITrim2024.pdf)

<sup>49</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/320~Adiscretionary%20%7B-%7D%7B%7D%7B%7Dndice-de-confianza-del-consumidor>

GRÁFICO 7: ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR GLOBAL



Fuente y Elaboración: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, INEC

En junio de 2024, el ICC a nivel geográfico reveló que la confianza de los hogares en el área urbana alcanzó los 37,15 puntos, cifra muy cercana tanto al indicador del área rural (37,19 puntos) como al nacional (37,16 puntos).

En lo referente al último índice de expectativas de la economía (IEE), actualizado al mes de febrero de 2024, este índice alcanzó un nivel de 53,0 puntos, lo cual equivale a 8,2 puntos más que el mes anterior, evidenciando que la confianza empresarial se sitúa en un umbral optimista por sobre los 50 puntos.<sup>50</sup>

En tanto que el IE Comercio, en febrero de 2024, el índice de expectativas del sector comercio fue de 51,5 puntos, ubicándose por sobre el umbral de 50 puntos, es decir, que existiría una mayor confianza por parte de los empresarios.<sup>51</sup>

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

Las computadoras han sido de los recursos tecnológicos que más han evolucionado a lo largo de la historia, ya que durante la pandemia los equipos electrónicos se convirtieron en instrumentos necesarios para interactuar con otros, y no solo a nivel laboral sino también en el ámbito personal.<sup>52</sup>

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

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

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

<sup>50</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202402.html>

<sup>51</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202402.html>

<sup>52</sup> <https://guru-soft.com/tendencias-en-el-mercado-de-las-computadoras-para-el-2023/>



## Expectativas

Con la firma del contrato comercial con China, Ecuador tendrá acceso a un mercado más amplio, en donde ciertos productos importados ingresarán inmediatamente con cero aranceles, como celulares, computadoras, otros aparatos tecnológicos, maquinaria e insumos, repuestos y agroquímicos. Otros productos chinos de importación estarán sujetos a una desgravación arancelaria progresiva, en plazos de entre cinco y 20 años.<sup>53</sup>

La revisión de las tarifas arancelarias y la simplificación de trámites facilitan el comercio y mejoran la competitividad.<sup>54</sup> La reducción a los impuestos a importación de equipos tecnológicos, contribuirá con la transformación del país hacia una economía digital, ya que estos equipos no son herramientas de lujo, sino de trabajo, desarrollo y crecimiento.<sup>55</sup>

El sector de la tecnología en el Ecuador ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, impulsado por el aumento de la conectividad y la adopción de dispositivos móviles. Según información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, se espera que las economías de la región mantengan bajos niveles de crecimiento en 2023 y 2024 debido a un panorama económico mundial negativo y regional complejo<sup>56</sup>.

Finalmente, según cifras del Banco Central del Ecuador<sup>57</sup> para el año 2023 se prevé un crecimiento del 1,0% en el sector comercio, mientras que para el año 2024 se augura un mejor escenario +3,5%.

## Posición Competitiva de la Empresa

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

La posición competitiva de COTZUL S.A., queda reflejada en el posicionamiento dentro de sus diversas líneas de negocio, entre las que destacan: Audio Amplificado, Instrumentos Musicales, Poder y Car Audio, donde ha ocupado sistemáticamente las primeras posiciones a junio de 2024, tal como se detalla a continuación:

CUADRO 14: LÍNEA AUDIO AMPLIFICADO

IMPORTADORES	% MERCADO
COTZUL	5,91%
LIVANSUD	25,67%
IMRELEVSA	12,44%
GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC	0,00%
VALLPARR S.A.	5,94%
PROSONIDO	1,41%
SAFIED	21,91%
OTROS COMPETIDORES	26,72%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

CUADRO 15: LÍNEA INSTRUMENTOS MUSICALES

IMPORTADORES	% MERCADO
COTZUL	5,04%
LIVANSUD	8,08%
PROSONIDO	0,00%
SAFIED S.A.	47,90%
CASA MUSICAL NUÑEZ	9,22%
IMRELEVSA	16,66%
JUAN EL JURÍ	18,14%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

CUADRO 16: LÍNEA PODER

IMPORTADORES	% MERCADO
COTZUL	14,34%
LIVANSUD	0,00%
IMRELEVSA	85,62%
GLOBAL ELECTRONIC XII CENTURY SCC	0,04%
PROSONIDO	0,00%

CUADRO 17: LÍNEA CAR AUDIO

IMPORTADORES	% MERCADO
COTZUL	61,13%
IMRELEVSA	38,87%
GLOBAL ELECTRONIC XXI CENTURY SCC	0,00%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

<sup>53</sup> <https://www.diariosandes.com.ec/celulares-y-tecnologia-de-china-entraran-a-ecuador-sin-impuestos/>

<sup>54</sup> <https://mundo.sputniknews.com/20210710/ecuador-reducira-aranceles-a-importaciones-desde-el-1-de-agosto-1113988609.html>

<sup>55</sup> <https://www.telecomunicaciones.gob.ec/se-reducen-los-impuestos-a-importacion-de-equipos-tecnologicos/>

<sup>56</sup> <https://www.cepal.org/es/comunicados/economias-america-latina-caribe-mantendran-bajos-niveles-crecimiento-2023-2024>

<sup>57</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/PIB/PrevMacro.xlsx>

SAFIED	0,00%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

Fuente/ Elaboración: COTZUL S.A.

Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU G4742.900, y en base a la última información disponible (2022), se encuentra en el puesto 2.955 por su posición en ventas<sup>58</sup>.

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

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

CUADRO 18: FODA

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

Fuente / Elaboración: COTZUL S.A.

## Riesgo operacional

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

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

<sup>58</sup> <https://ekosnegocios.com/empresa/cotzul-sa>

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

Con el fin de mitigar y compartir otros riesgos que pueden impactar el normal desarrollo de las operaciones de la empresa, COTZUL S.A., cuenta con varias pólizas de seguros con cobertura de accidentes personales, transporte interno, fidelidad, transporte abierto, transporte de dinero y multirisgo industrial, las cuales se encuentran vigentes hasta el 01 de marzo de 2025.

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

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a COTZUL S.A., se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 30 de junio de 2023 y 30 de junio de 2024.

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

Los ingresos ordinarios de la compañía mostraron una tendencia creciente entre los años 2020 - 2022, pues pasaron de USD 3,89 millones en diciembre de 2020, a USD 4,94 millones en diciembre de 2021 y USD 6,42 millones en diciembre de 2022, comportamiento que obedece a la reactivación económica que experimentó el país, como efecto del avance del plan de vacunación que dinamizó parte del sector comercial.

Para diciembre de 2023 los ingresos disminuyen en 4,55% frente a su similar de 2022, registrando USD 6,13 millones, lo que obedece a menores ventas en las líneas de audio, siendo esta la más representativa sobre el total de ingresos, con un 75,96% en el año 2023 (77,57% a diciembre de 2022). Además, de acuerdo con lo indicado por la Administración, la economía del Ecuador se contrajo debido a la incertidumbre del ingreso del nuevo gobierno, sumado a ello en junio de 2023 se hablaba de la presencia del fenómeno del niño y por último el aumento de la inseguridad (vacunas) en las principales provincias del Ecuador.

Para los períodos interanuales, los ingresos continúan decreciendo, pues luego de registrar USD 2,85 millones en junio de 2023, se contraen a USD 2,39 millones en junio de 2024, evidenciando una reducción en las principales líneas de negocio: línea de audio (-18,34% frente a junio de 2023) y en la línea de instrumentos musicales (-0,15% frente a junio de 2023).

De acuerdo a lo indicado por la Administración de la Compañía, el aumento del nivel de inseguridad en las principales ciudades del país generó que la población deje de asistir a sitios de diversión como: Restobares, discotecas, conciertos, y la presencia de vacunas a un nivel no antes visto, obligaron a que muchos de los clientes disminuyan su nivel comercial para evitar llamar la atención, adicionalmente la poca inversión pública en el primer semestre del año 2024 debido al déficit fiscal han originado una disminución en las ventas.

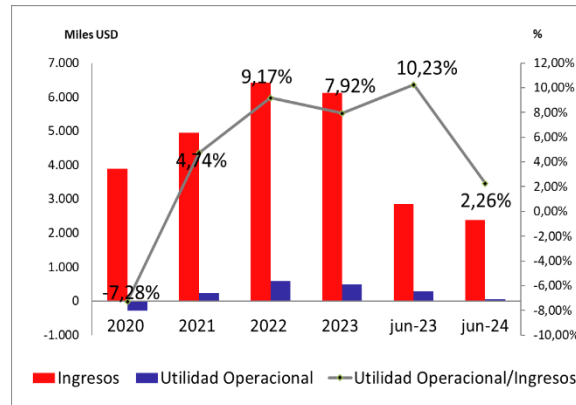
Los costos de ventas registraron un comportamiento decreciente en cuanto a su participación sobre los ingresos, es así que pasaron de 67,05% en 2021 a 64,25% en 2022 y un 59,13% en diciembre de 2023, mismos que estuvieron conformados principalmente por mercadería disponible, compras del exterior principalmente. En función de lo expuesto, el margen bruto al encontrarse ligado al comportamiento del costo de ventas pasó de un 32,95% en 2021 a un 35,75% en 2022 y un 40,87% en diciembre de 2023.

Para los períodos interanuales el costo de ventas pasó de significar el 58,86% de los ingresos en junio de 2023 a 58,64% de los ingresos en junio de 2024. Este cambio resultó en un aumento imperceptible del margen bruto, que ascendió de 41,14% a 41,36% de los ingresos, respectivamente

Los gastos operacionales presentaron una tendencia relativamente estable sobre los ingresos (promedio entre 2020 – 2023 del 31,97%), lo que evidencia un manejo aceptable de sus políticas de gastos. En diciembre de 2023 los gastos operativos significaron el 32,95% de los ingresos y 39,10% en junio de 2024.

Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le originó a lo largo del periodo analizado resultados operativos positivos, con excepción del 2020, cuando el resultado operativo fue negativo (-7,28% de los ingresos). Es así que pasó de 4,74% en 2021 a 9,17% en 2022, 7,92% en diciembre de 2023 y 2,26% en junio de 2024.

**GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



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

Luego del registro de gastos financieros, otros ingresos/egresos, participación de trabajadores y el impuesto a la renta, el margen neto generado por COTZUL S.A., fue positivo, excepto en 2020 cuando reportó una pérdida que representó el -8,73% de los ingresos, siendo la mayor pérdida reportada en los ejercicios económicos analizados. Para diciembre de 2021, el margen neto se recupera hasta arrojar un resultado positivo que representó el 1,32% de los ingresos, un 2,47% de los ingresos en diciembre de 2022 y 2,36% en diciembre de 2023, comportamiento que se atribuye en parte a un manejo más eficiente de sus recursos.

En los periodos interanuales, COTZUL S.A. registró una disminución en la utilidad antes de impuestos. En junio de 2023, la utilidad antes de impuestos representó el 6,67% de los ingresos; mientras que, en junio de 2024 registro pérdida antes en impuestos que representó el -1,53%. Este descenso se debe principalmente a la disminución de las ventas en sus principales líneas de negocio (línea de audio e instrumentos musicales).

### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

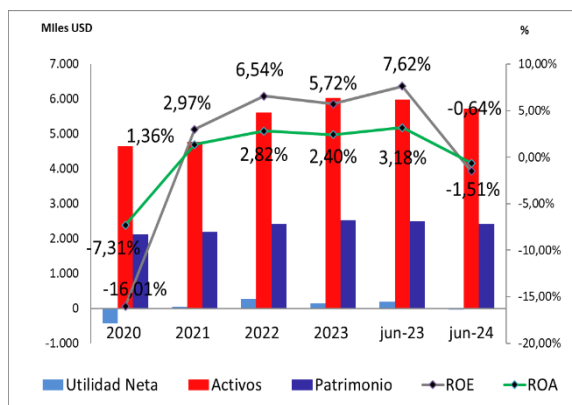
Los indicadores de rentabilidad fueron positivos para todos los periodos analizados (excepto en el 2020, donde registraron pérdida); sin embargo, se registraron variaciones producto del comportamiento de su resultado final y las fluctuaciones observadas en su patrimonio y activo. Lo anterior ratifica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

Para junio de 2024, la compañía no registró rentabilidad (ROE y ROA) debido a la pérdida generada.

CUADRO 19, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2020	2021	2022	2023
ROA	-7,31%	1,36%	2,82%	2,40%
ROE	-16,01%	2,97%	6,54%	5,72%

Ítem	jun-23	jun-24
ROA	3,18%	-0,64%
ROE	7,62%	-1,51%



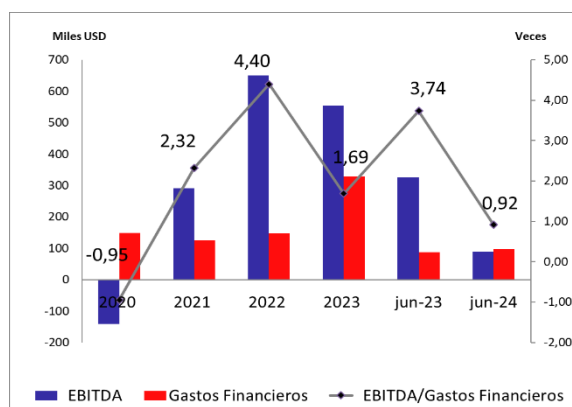
Fuente: COTZUL S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) pasó de representar un -3,61% de los ingresos en 2020 a un 10,12% en 2022, 9,05% de los ingresos en 2023, porcentajes que evidencian una mejoría en la capacidad de generación de flujos provenientes de su operación, misma que le permitió cubrir de manera aceptable sus gastos financieros (excepto en el 2020 donde el indicador fue negativo y en junio de 2024, cuando se redujo de manera importante frente a su similar de 2023).

CUADRO 20, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
EBITDA	-140	292	650	555
Gastos Financieros	148	126	148	329
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	-0,95	2,32	4,40	1,69

Ítem	jun-23	jun-24
EBITDA	326	90
Gastos Financieros	87	98
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	3,74	0,92



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

## Capital Adecuado

### Activos

Los activos crecieron de USD 4,76 millones en 2021, a USD 5,62 millones en 2022 y USD 6,03 millones en diciembre de 2023, en este último período se registra una variación de +7,40% respecto a diciembre de 2022, como efecto de las variaciones en inventarios<sup>59</sup>, siendo esta cuenta la de mayor peso en su composición. Para junio de 2024, los activos decrecieron a USD 5,72 millones (-5,17% frente al año 2023), como efecto de la disminución en cuentas por cobrar clientes<sup>60</sup> e inventarios<sup>61</sup>.

<sup>59</sup> Entre 2022 y 2023 esta cuenta registra un importante crecimiento (+32,06%), pues en el año 2023 la compañía planificó superar los resultados del año previo, determinado que al 31 de diciembre de 2023 el flujo de compras se cumplió a cabalidad conforme su planificación, manteniendo el stock suficiente para llegar al objetivo de ventas, sin embargo, en el último trimestre las ventas se ralentizaron, generando en la compañía altos niveles de stock en el inventario. Cabe mencionar que, por el giro del negocio, mantener altos niveles de inventario ha permitido en el cuarto trimestre del año 2023 cubrir la demanda de determinados productos en el mercado.

<sup>60</sup> A diciembre de 2023 las cuentas por cobrar clientes se contraen en -10,17% respecto a diciembre 2022, puesto que en este período ha existido una ralentización de las ventas a causa del cambio de gobierno, la campaña preventiva de la afectación del fenómeno del niño y los altos niveles de inseguridad que enfrenta el país. Esta situación ha generado que la compañía sea más estricta al momento de otorgar nuevos cupos de crédito o aumento de los existentes. Sin embargo, la disminución de facturas por cobrar se ve minimizada por el alto margen de utilidad bruta. Al 30 de junio de 2024, registró una variación de -26,78% frente al año 2023 como efecto del giro comercial de la Compañía, adicionalmente se atribuye que las ventas a crédito han disminuido.

<sup>61</sup> Al 30 de junio de 2024, registró una variación de -8,49% frente al año 2023, ocasionado por la disminución del ritmo de ventas como efecto de la situación económica actual, lo que llevo a que la Compañía reprogramme el plan de compras para cubrir la demanda. Es importante mencionar que, las órdenes de compra en el tercer trimestre del año 2024 se reajustaron nuevamente para adecuarse al nivel de demanda proyectada. La producción y entrega del inventario es de más de 90 días, por lo que se debe mantener niveles de inventario que cubran una demanda de 3 a 4 meses.

Debido a la naturaleza comercial de la compañía, la estructura de los activos revela la prevalencia de aquellos de tipo corriente sobre los no corrientes, es así que en promedio (2020-2023) los activos corrientes representaron el 86,99% del total de activos; mientras que, a diciembre de 2023 representaron el 88,73% de los activos y 85,86% en junio de 2024; siendo sus principales rubros para este último periodo, los inventarios, cuenta que representó el 46,57% de los activos totales (48,26% en diciembre de 2023), seguido por cuentas por cobrar clientes que representaron el 19,15% de los activos totales (24,81% en diciembre de 2023), efectivo y equivalentes de efectivo que representó el 17,12% (8,32% en diciembre de 2023).

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

Por otra parte, los activos no corrientes representaron a diciembre de 2023 el 11,27% del total de activos y el 14,14% en junio de 2024; conformado casi en su totalidad por propiedad, planta y equipo que para este último período representó el 10,38% del total de activos (9,83% en diciembre de 2023), seguido de lejos por pagos anticipados con el 2,24% de los activos (en diciembre de 2023 no se registró valor) y activos por impuestos diferidos con el 1,52% del total de activos (1,44% en diciembre de 2023).

## Pasivos

El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue relativamente estable, promediando entre los años 2020 a 2023 el 55,87%; mientras que, a junio de 2024 fue de 57,63% (58,08% de los activos en diciembre de 2023), siendo su cuenta más relevante las obligaciones con costo. Lo mencionado determina que la política de financiamiento de la compañía privilegia el uso de recursos de terceros.

En cuanto a su estructura, los pasivos de mayor relevancia fueron los pasivos corrientes, los cuales financiaron el 52,52% del total de activos en diciembre de 2023 y el 51,64% en junio de 2024, siendo el rubro más importante en el último corte, las obligaciones bancarias a corto plazo<sup>62</sup> con el 31,95% del total de activos (30,78% en diciembre de 2023), seguido de lejos por obligaciones con el mercado de valores que significó el 12,96% (12,44% en diciembre de 2023); cuentas por pagar relacionadas<sup>63</sup> que representó el 2,19% de los activos (1,41% en diciembre de 2023) y proveedores<sup>64</sup> con el 1,89% (4,58% en diciembre de 2023); entre las principales

Por otra parte, los pasivos no corrientes financiaron el 5,55% de los activos en diciembre de 2023; mientras que, a junio de 2024 lo hicieron en 6,00%, compuestos únicamente para estos períodos por provisiones beneficios empleados.

La deuda financiera (conformada por créditos de instituciones financieras locales y del exterior y emisiones con el Mercado de Valores) fue el rubro más importante dentro del financiamiento de los activos, puesto que pasó de fondar el 39,07% en 2022, un 43,21% en 2023 y un 44,91% en junio de 2024. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 77,92% y 105,99% a junio de 2024.

<sup>62</sup> Para diciembre de 2023, esta cuenta crece en 35,10% respecto a diciembre de 2022, comportamiento relacionado con una ampliación de las líneas de crédito de la compañía con instituciones financieras locales, esto con el fin de mantener los niveles de compras planificados y adquirir un stock suficiente para dar cobertura a la demanda de los meses de octubre, noviembre y diciembre 2023. Sin embargo, para junio de 2024 disminuyen en 1,56% frente a diciembre de 2023, esto gracias al pago de los vencimientos del Primer Papel Comercial que mantiene vigente la compañía.

<sup>63</sup> Al 30 de junio de 2024, esta cuenta registra una variación de +47,06% frente a diciembre de 2023, dicho incremento fue ocasionado por un préstamo de accionistas que se efectuó en el mes de mayo del 2024, que tiene vigencia de un año y podrá ser renovado; sin embargo, el prestamista puede solicitar la cancelación en cualquier momento del tiempo notificando 30 días antes para realizar el desembolso.

<sup>64</sup> Al 30 de junio de 2024, registró una variación de -60,80% frente a diciembre de 2023, como efecto de la planificación de compras para el año 2024 que en el segundo trimestre se redujo, lo que origina que los niveles de cuentas por pagar proveedores disminuyan, cabe indicar que los niveles de inventarios también disminuyeron debido a que la compañía está comprando en menor cantidad pero enfocados en que sea un inventario que sea de buena rotación. Adicionalmente el incremento en las tasas de interés ha provocado que no se busque financiamiento adicional para adquirir un volumen mayor de inversión en producción de nuevos inventarios.



## Patrimonio<sup>65</sup>

Al igual que los pasivos, el patrimonio se mantuvo constante en el financiamiento de los activos, pues luego de fondear el 45,85% en 2021, pasó a un 43,09% en 2022, 41,92% en 2023 y un 42,37% al 30 de junio de 2024.

En la estructura del patrimonio, el capital social es la cuenta con mayor participación sobre los activos, pues significó el 29,54% de los activos en junio de 2024 (23,37% en diciembre de 2023), le siguen resultados acumulados y reserva por valuación que significaron el 9,34% de los activos (11,80% en diciembre 2023) y 4,35% (en diciembre de 2023 no se registró valor), respectivamente.

Es importante mencionar que, para junio de 2024, el capital social ascendió a USD 1,69 millones<sup>66</sup>, luego de totalizar USD 1,41 millones desde el año 2020 hasta diciembre de 2023.

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

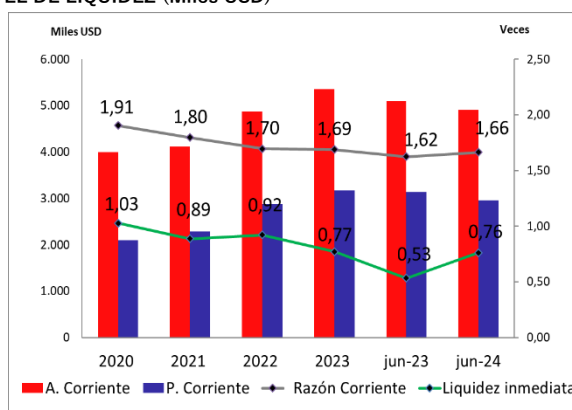
## Flexibilidad Financiera

COTZUL S.A., para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo. Consecuentemente el capital de trabajo fue positivo, representando el 36,20% del activo total a diciembre de 2023 y 34,23% en junio de 2024. Por su parte, la liquidez inmediata presentó niveles inferiores a la unidad (excepto en 2020), como efecto de la relevancia que tienen los inventarios dentro de los activos corrientes.

CUADRO 21, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	3.997	4.114	4.870	5.350
Pasivo Corriente	2.098	2.290	2.871	3.167
Razón Circulante (Veces)	1,91	1,80	1,70	1,69
Liquidez Inmediata (Veces)	1,03	0,89	0,92	0,77

Ítem	jun-23	jun-24
Activo Corriente	5.089	4.910
Pasivo Corriente	3.132	2.953
Razón Circulante (Veces)	1,62	1,66
Liquidez Inmediata (Veces)	0,53	0,76



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

## Indicadores de Eficiencia

Durante el periodo analizado (anual), el indicador periodo de cobro, que representa el tiempo que le toma a la compañía efectivizar el cobro de cartera, se ubicó en aproximadamente 89 días en diciembre de 2023 (95 días en 2022). Por otro lado, el indicador que mide el plazo de proveedores se ubicó en aproximadamente 28 días en diciembre de 2023 (22 días en 2022).

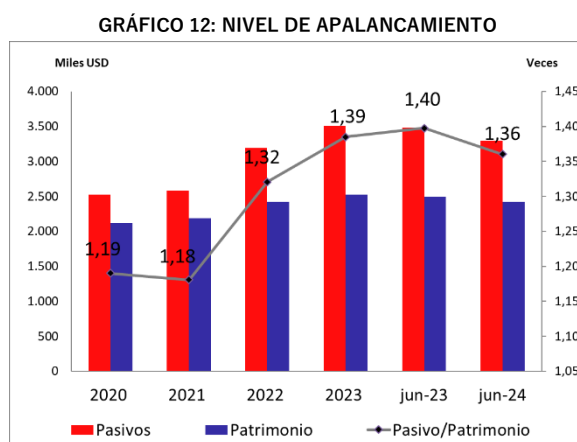
<sup>65</sup> Durante la vigencia de la emisión de Obligaciones de Largo Plazo, COTZUL S.A. definió como política de distribución de dividendos: No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al cincuenta por ciento (50%) de las utilidades generadas antes de constituir la reserva legal del diez por ciento (10%) de las utilidades disponibles para los accionistas del ejercicio del año anterior.

<sup>66</sup> Conforme lo resuelto por la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas reunida en sesión del 10 de junio de 2024, el aumento de capital se lo realiza mediante acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una, pagadas en su totalidad mediante la capitalización de la Reserva Legal, capitalización de la Reserva de Capital y en numerario.

De esta forma se evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo para pagar a sus proveedores hubo un descalce de 61 días en diciembre de 2023 (72 días a diciembre de 2022). En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 293 días en diciembre de 2023 (195 días en el año 2022). Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 354 días de diciembre de 2023 (267 días en 2022). Este comportamiento refleja que la empresa debe recurrir a fuentes distintas para financiar su operación.

### Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo superior a la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros. En diciembre de 2023 esta relación alcanzó 1,39 veces y 1,36 veces en junio de 2024.



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

La relación Pasivo Total / EBITDA (anualizado), que compara el nivel de endeudamiento de la compañía con la generación de recursos propios por el desarrollo de la actividad, determina que al cierre de 2023 la compañía estaría en capacidad de cancelar sus pasivos en 6,31 años; mientras que, en junio de 2024 el indicador se ubicó en 10,33 años. Por otro lado, la relación Deuda financiera / EBITDA (anualizado), determina que al cierre de 2023 la compañía estaría en capacidad de cancelar su deuda financiera en 4,70 años; mientras que, en junio de 2024 el indicador se ubicó en 8,05 años.

### Contingentes

Según lo reportado por la administración de la compañía, al 30 de junio de 2024, COTZUL S.A., no registró operaciones como codeudor ni garante en el sistema financiero.

### Liquidez de los instrumentos

#### Situación del Mercado Bursátil<sup>67</sup>

Hasta el 01 de agosto de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 20 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 6 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 14 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 151,45 millones, valor que representó el 34,87% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 434,29 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 60,86%, mientras que las titularizaciones representaron el 4,27%.

<sup>67</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)**

Cuenta	2020	2021	2022	jun-23	2023	jun-24
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	810	328	671	270	501	979
Cuentas por cobrar clientes	980	1.409	1.665	1.174	1.496	1.095
Provisión cuentas incobrables	(123)	(106)	(98)	(105)	-	(116)
Inventarios	1.841	2.081	2.203	3.422	2.910	2.663
Otros Activos Corrientes	489	402	429	328	443	289
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.997</b>	<b>4.114</b>	<b>4.870</b>	<b>5.089</b>	<b>5.350</b>	<b>4.910</b>
Propiedad, planta y equipo neto	540	529	581	585	593	594
Activos por impuestos diferidos	105	120	104	104	87	87
Otros Activos No Corrientes	-	-	60	202	-	128
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>645</b>	<b>650</b>	<b>744</b>	<b>891</b>	<b>680</b>	<b>808</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>4.642</b>	<b>4.764</b>	<b>5.615</b>	<b>5.980</b>	<b>6.030</b>	<b>5.718</b>
<b>PASIVOS</b>						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	1.472	1.549	1.374	1.757	1.856	1.827
Proveedores	207	284	252	596	276	108
Obligaciones Mercado de Valores	297	159	820	623	750	741
Otros Pasivos Corrientes	122	298	426	156	285	277
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>2.098</b>	<b>2.290</b>	<b>2.871</b>	<b>3.132</b>	<b>3.167</b>	<b>2.953</b>
Préstamos (Deuda bancaria LP)	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Mercado de Valores	156	0	0	0	0	0
Provisión por beneficios empleados	268	289	324	354	335	343
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>425</b>	<b>289</b>	<b>324</b>	<b>354</b>	<b>335</b>	<b>343</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>1.926</b>	<b>1.708</b>	<b>2.194</b>	<b>2.380</b>	<b>2.606</b>	<b>2.568</b>
Deuda Financiera C/P	1.769	1.708	2.194	2.380	2.606	2.568
Deuda Financiera L/P	156	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>2.523</b>	<b>2.579</b>	<b>3.195</b>	<b>3.486</b>	<b>3.502</b>	<b>3.295</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409	1.689
Reservas	525	525	532	512	263	274
Reserva de capital	27	27	27	27	0	0
Resultados acumulados	498	158	293	357	711	496
Utilidad neta del ejercicio	-339	65	158	190	145	-37
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2.119</b>	<b>2.184</b>	<b>2.419</b>	<b>2.494</b>	<b>2.528</b>	<b>2.423</b>

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

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	jun-23	2023	jun-24
<b>Ventas</b>	<b>3.886</b>	<b>4.940</b>	<b>6.418</b>	<b>2.849</b>	<b>6.127</b>	<b>2.387</b>
Costo de ventas	2.609	3.312	4.124	1.677	3.623	1.400
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.277</b>	<b>1.628</b>	<b>2.294</b>	<b>1.172</b>	<b>2.504</b>	<b>987</b>
Total Gastos Operacionales	1.561	1.394	1.706	880	2.018	933
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>(283)</b>	<b>234</b>	<b>589</b>	<b>292</b>	<b>485</b>	<b>54</b>
Gastos Financieros	148	126	148	87	329	98
Ingresos no operacionales	60	76	51	29	40	18
Gastos no operacionales	49	76	68	44		11
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>(420)</b>	<b>109</b>	<b>423</b>	<b>190</b>	<b>197</b>	<b>(37)</b>
Participación trabajadores	0	16	64	0		0
Impuesto a la Renta	0	43	96	0	52	0
<b>UTILIDAD NETA ANTES DE RESERVAS</b>	<b>(420)</b>	<b>49</b>	<b>264</b>	<b>190</b>	<b>145</b>	<b>(37)</b>

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

## ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	jun-23	2023	jun-24
Gastos Operacionales / Ingresos	40,16%	28,22%	26,58%	30,90%	32,95%	39,10%
Utilidad Operacional / Ingresos	-7,28%	4,74%	9,17%	10,23%	7,92%	2,26%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-8,73%	1,32%	2,47%	6,67%	2,36%	-1,53%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	83,44%	360,17%	371,81%	153,40%	335,41%	-147,41%
Utilidad Neta / capital permanente	-16,23%	3,36%	8,16%	19,79%	8,65%	-3,72%
Utilidad Operativa / capital permanente	-13,54%	12,10%	30,34%	30,36%	29,03%	5,49%
(Otros Ingr/Egr neto) / Utilidad Neta del Ejercicio	-3,35%	0,73%	-11,18%	-7,57%	27,77%	-19,54%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-43,63%	193,44%	93,27%	45,83%	227,10%	-266,95%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-16,01%	2,97%	6,54%	7,62%	5,72%	-1,51%
Rentabilidad sobre Activos	-7,31%	1,36%	2,82%	3,18%	2,40%	-0,64%
Rentabilidad operacional / activos operacionales	-6,71%	5,31%	11,43%	10,70%	8,73%	2,02%
Resultados operativos medidos / activos totales	-6,10%	4,91%	10,49%	9,75%	8,05%	1,89%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,91	1,80	1,70	1,62	1,69	1,66
Liquidez Inmediata	1,03	0,89	0,92	0,53	0,77	0,76
Capital de Trabajo	1.900	1.824	1.999	1.957	2.183	1.957
Capital de Trabajo / Activos Totales	40,92%	38,29%	35,61%	32,73%	36,20%	34,23%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	-140	292	650	326	555	90
EBITDA anualizado	-140	292	650	651	555	319
Ingresos	3.886	4.940	6.418	2.849	6.127	2.387
Gastos Financieros	148	126	148	87	329	98
EBITDA / Ingresos	-3,61%	5,90%	10,12%	11,43%	9,05%	3,77%
EBITDA/Gastos Financieros	-0,95	2,32	4,40	3,74	1,69	0,92
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	-0,15	0,14	0,27	0,24	0,19	0,04
EBITDA/Deuda Total	-0,07	0,17	0,30	0,27	0,21	0,12
Flujo libre de caja / Deuda total	0,42	0,30	0,32	0,27	0,37	0,46
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	-1,97	8,52	6,63	21,24	8,32	10,82
Gastos de Capital / Depreciación	1,71	0,76	2,10	1,14	1,22	1,03
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	1,19	1,18	1,32	1,40	1,39	1,36
Activo Total / Capital Social	3,29	3,38	3,98	4,24	4,28	3,39
Pasivo Total / Capital Social	1,79	1,83	2,27	2,47	2,49	1,95
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	-13,74	5,86	3,38	3,66	4,70	8,05
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	-18,00	8,85	4,92	5,35	6,31	10,33
Deuda Financiera / Pasivo	76,34%	66,21%	68,65%	68,28%	74,41%	77,92%
Deuda Financiera / Patrimonio	90,86%	78,18%	90,68%	95,42%	103,08%	105,99%
Deuda total de corto plazo/ Deuda total	91,88%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pasivo Total / Activo Total	54,34%	54,15%	56,91%	58,29%	58,08%	57,63%
Capital Social / Activo Total	30,35%	29,58%	25,09%	23,56%	23,37%	29,54%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	45,66%	45,85%	43,09%	41,71%	41,92%	42,37%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	92	104	95	75	89	83
Duración de Existencias (días)	258	229	195	369	293	344
Plazo de Proveedores	29	31	22	64	28	14

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