



CALIFICACIÓN:

Tercer Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de Deuda

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado de Emisión y demás documentos habilitantes.

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el TERCER PROGRAMA de Papel Comercial de COTZUL S.A. en comité de análisis No.291-2025 llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de septiembre de 2025; con base en los Estados Financieros Auditados de los periodos 2022, 2023 y 2024, Estados Financieros Internos, proyecciones financieras y otra información relevante con fecha julio de 2024 y 2025.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

- La actividad económica del comercio presentó una contracción de -0,17% en 2024 debido a factores como la crisis de inseguridad, una mayor inflación, reformas tributarias y un menor gasto de los hogares. Además, el comercio fue el sector que más pérdidas registró tras los apagones del último semestre del año. El comercio es considerado uno de los sectores de alta relevancia en el Ecuador, con una participación promedio de 15% del PIB Nacional en los últimos tres años y una importante contribución al crecimiento económico y la generación de empleo. Al primer trimestre de 2025, el PIB sectorial creció notablemente en 6,89%. De cara a la segunda mitad de 2025, la cantidad de crédito otorgado a las actividades del comercio y los acuerdos comerciales del Ecuador podrían tener un gran impacto para la industria, abriendo las puertas a nuevos mercados de forma preferencial.
- COTZUL S.A. es una empresa con más de 10 años en el mercado y tiene como objeto la compraventa, distribución, representación, agencias, e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadores, 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, pilas y baterías, herramientas 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 inventario, así como servicios de instalación de equipos electrónicos y eléctricos, servicios de garantía y reparación de productos finales.
- La empresa ha mostrado una tendencia decreciente en sus ingresos desde el 2023 según lo indicado por la Administración de la Compañía, como consecuencia del aumento del nivel de inseguridad en las principales ciudades del país, lo que generó que la población deje de asistir a sitios de diversión como: Restobares, discotecas, conciertos. Esta situación provocó que muchos de los clientes disminuyan su nivel de demanda comercial.
- Pese a la disminución de los ingresos, la empresa ha sido capaz de cubrir sus gastos operacionales, generando así resultados positivos tanto a nivel operativo como en el neto de los ejercicios 2022, 2023 y 2024. El flujo operacional también fue positivo durante el período de análisis excepto en el 2023 en el cual se recurrió a financiamiento a través del mercado de valores.
- El patrimonio ha registrado un incremento debido a los resultados positivos generados durante el período de análisis y la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se ha mantenido en un promedio de 2,04 veces, aún con el incremento del endeudamiento proveniente de la colocación de instrumentos en el mercado de valores.
- Los indicadores de solvencia, liquidez y rentabilidad se proyectan favorables entre 2025 y 2026, aún bajo un escenario conservador, lo que evidencia la sostenibilidad de la estructura financiera de la compañía en ese período.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

COTZUL S.A. tiene como objeto la compraventa, distribución, representación, agencias, e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadores, 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, pilas y baterías, herramientas 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 inventario, así como servicios de instalación de equipos electrónicos y eléctricos, servicios de garantía y reparación de productos finales.

A julio de 2025, los ingresos decrecieron un 8,53% con respecto a julio 2024, una tendencia que viene desde el año 2022. Esta disminución de los ingresos, de acuerdo con lo indicado por la Administración de la Compañía, se da como consecuencia del aumento del nivel de inseguridad en las principales ciudades del país, lo que generó que la

población deje de asistir a sitios de diversión como: Restobares, discotecas, conciertos. Esta situación provocó que muchos de los clientes disminuyan su nivel de demanda comercial.

El costo de ventas mostró un comportamiento estable en términos porcentuales sobre las ventas, situándose en un promedio del 61% entre 2022 y 2024. Al cierre de julio de 2025 se ubicó en 61,16%, evidenciando un manejo adecuado de costos por parte de la administración.

La utilidad bruta ha mostrado un comportamiento simétrico con el de las ventas durante el período de análisis, con tendencia a la baja. Para julio de 2025 se ubica en USD 1,02 millones, una disminución del 13,78% respecto del interanual a julio 2024.

El EBITDA se comportó de igual forma que la utilidad bruta, pasando de USD 402 mil en 2022 a USD 526 mil en 2023 y cerrando el 2024 en USD 244 mil y la cobertura de gastos financieros estuvo en promedio de 2,04 veces. Al cierre de julio 2025 el EBITDA se ubicó en USD 113 mil, con una cobertura de gastos financieros del 0,98 veces.

Los activos, la compañía presentaron una variación positiva entre 2023 y 2022 y un leve decrecimiento para el cierre del año 2024, pasando así de USD 5,61 millones a USD 6,03 millones y a USD 5,88 millones respectivamente.

Dado el giro de negocio de la compañía, el grueso de los activos se concentra en cuentas por cobrar comerciales e inventarios, representando en conjunto un promedio de 73,9% del total de activos entre 2022 y 2024. De igual forma, la estructura del activo está concentrada en el activo corriente, representando en promedio un 88% del total del activo

El crecimiento de COTZUL S.A. ha estado sustentado en una estructura de financiamiento cada vez más diversificada, incluyendo banca, proveedores y emisiones en el mercado de valores. El pasivo total llegó a USD 3,06 millones a junio de 2025, con una mayor proporción de deuda a corto plazo. El apalancamiento financiero se mantuvo estable (1,28 veces en 2024 y 1,18 veces en junio 2025), gracias al fortalecimiento patrimonial.

La Compañía sustenta sus operaciones principalmente en el corto plazo a través de créditos de proveedores, financiamiento con instituciones financieras y la participación en el Mercado de Valores.

El pasivo total mostró un comportamiento similar al de los activos entre 2022 y 2024, pasando de USD 3,19 millones en 2022 a USD 3,5 millones en 2023 y cerrando el 2024 en USD 3,30 millones. El endeudamiento registrado ha estado orientado, principalmente, al fortalecimiento del capital de trabajo, en línea con la actividad de la compañía.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones financieras elaboradas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se sustentan en las estimaciones y estrategias definidas por la administración de COTZUL S.A., bajo un horizonte de dos años. Estas proyecciones fueron formuladas a partir de supuestos que pueden verse afectados por condiciones cambiantes del entorno legal, económico, político y financiero, tanto a nivel local como internacional. Por ello, los resultados proyectados y sus conclusiones no deben considerarse definitivos.

COTZUL S.A. muestra una tendencia a la baja en sus ingresos desde el año 2023, la misma que se mantiene en la comparación interanual entre julio 2024 y 2025. Por esta razón en un escenario conservador se estima que esta tendencia se mantenga para el cierre del 2025 y 2026.

Con respecto a los costos de ventas, se estima que la empresa mantenga la tendencia mostrada durante el período de análisis.

Los activos totales alcanzarían USD 5,74 millones al cierre de 2025, compuestos principalmente por inventarios y cuentas por cobrar comerciales, que son los rubros principales dentro del giro de negocio de la empresa.

Los ingresos y actividad operativa se proyectan a la baja según la tendencia y se prevé una baja en las cuentas por cobrar, con 90 días de cobro, y una rotación de inventarios cercana a los 220 días. Estas condiciones darían lugar a la necesidad de mantener el endeudamiento con costo. En este contexto, la deuda con costo alcanzaría USD 2,08 millones en 2025, reduciéndose gradualmente en los años posteriores.

El resultado operativo previsto permitiría una cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros, manteniéndose en niveles estables durante el periodo proyectado. El patrimonio neto reflejaría un crecimiento entre 2025 y 2027, sustentado por la reinversión de utilidades y permitirían conservar un apalancamiento prudente.

Con base en estas proyecciones y en el comportamiento registrado hasta julio de 2025, COTZUL S.A. contaría con la capacidad para generar flujos suficientes y cumplir oportunamente con sus obligaciones en el Mercado de Valores, siempre que se mantengan las condiciones previstas y no se presenten desviaciones relevantes respecto a los supuestos utilizados en el modelo financiero.

RESULTADOS E INDICADORES	2022	2023	2024	2025	2026	2027	JULIO 2024	JULIO 2025
		REAL		PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	6,418	6,127	5,817	5,119	5,247	5,378	2,870	2,625
Utilidad operativa (miles USD)	402	526	244	124	137	150	64	87
Utilidad neta (miles USD)	158	145	52	3	43	123	(66)	2
EBITDA (miles USD)	402	526	244	124	137	150	69	113
Deuda neta (miles USD)	1,588	2,104	1,860	561	658	572	1,498	1,284
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	176	(103)	346	1,254	186	85	-	821
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	3,606	4,308	4,407	2,986	3,061	3,137	3,325	3,200
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(524)	2,086	2,377	998	164	#¡VALOR!	1,466	1,958
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-0.77	0.25	0.10	0.12	0.83	REVISAR	0.05	0.06
Capital de trabajo (miles USD)	1,999	2,183	2,295	3,116	3,206	2,927	1,790	1,896
ROE	6.54%	5.72%	2.02%	0.11%	1.63%	4.46%	-4.72%	0.15%
Apalancamiento	1.32	1.39	1.28	1.19	1.06	0.87	1.34	1.18

Fuente: COTZUL S.A.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas

gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía mantiene contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas y con el Sector Público mantiene una relación de proveedor-cliente lo que ayuda a reducir este riesgo, además que los acuerdos siempre han sido respetados en su integridad por lo que no se vislumbra la posibilidad de cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Un aumento de los precios de los insumos podría reducir los márgenes de ganancia para las empresas del sector.
- La mala gestión del inventario puede llevar a la falta de productos disponibles, pérdida de ventas, costos adicionales de almacenamiento y obsolescencia de productos, impactando la rentabilidad y la satisfacción del cliente.
- Procesos recesivos en la economía mundial podrían disminuir el gasto de los hogares, reduciendo el dinamismo de las ventas del sector comercial. Así mismo, reformas tributarias que incrementen impuestos significarían en una menor cantidad de dinero disponible en hogares, reduciendo así su consumo de productos comerciales.
- Disrupciones en las cadenas de suministro a nivel internacional tendrían un efecto negativo en el sector comercial, incrementando precios de logística para la importación de productos o materia prima.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión de Papel Comercial, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente cuentas por cobrar comerciales, inventarios, propiedad planta y equipo entre otros por USD 4,30 millones. Los activos que respaldan la presente Emisión en su mayoría pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo; sin embargo; las consideraciones sobre la capacidad de liquidación de un activo son subjetivas y difíciles de prever, lo que introduce un nivel de incertidumbre. Por lo tanto, los criterios y opiniones emitidos por esta calificadora sobre la capacidad de liquidación de los activos deben considerarse como referenciales. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. El análisis de antigüedad evidencia que la cartera mantiene una calidad adecuada, y la compañía le da un seguimiento continuo.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con diversas pólizas de seguro que mantienen sobre los activos con reconocidas aseguradoras nacionales.

INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	2.000.000	Hasta 359 días	Hasta 359 días	Al vencimiento	Cupón cero
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					

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.
Estructurador financiero	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE).
Representantes de obligacionistas	Aval consulting Cía. Ltda.
Resguardos	■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión del programa, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Compromisos adicionales	■ Limitar la distribución de dividendos a 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión
Límite de endeudamiento	■ Que la relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar 50% durante la vigencia de la emisión.

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de COTZUL S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
 Presidente Ejecutivo