

Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I

Comité No.: 294-2026

Fecha de Comité: 20 de julio de 2026

Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de mayo de 2026

Quito - Ecuador

Equipo de Análisis

Lic. Christian Vizuite

cvizuite@ratingspcr.com

(593) 2-450-1643

Calificación

AAA

Significado de la Calificación

Categoría AAA: El patrimonio autónomo tiene excelente capacidad para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y para responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión, incluso bajo condiciones adversas.

A las categorías descritas se pueden asignar los signos más (+) o menos (-) para indicar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.

Instrumento Calificado	No. Inscripción	Resolución SCVS
Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II Tramo I	2025.Q.04.004203	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00003233

Racionalidad

En el Comité de Calificación de Riesgos de Pacific Credit Rating S.A. decidió mantener la calificación de "AAA" al Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I con información al 31 de mayo de 2026. La calificación se fundamenta en el liderazgo y amplia trayectoria del Originador dentro del sector comercial, así como en su experiencia en procesos de titularización a través del Mercado de Valores. Asimismo, se considera la adecuada capacidad del patrimonio autónomo para generar los flujos requeridos para atender oportunamente el pago de capital e intereses de los valores emitidos. La estructura de la titularización incorpora mecanismos de garantía, tales como la sobrecolateralización y la sustitución de cartera con mora superior a 120 días, los cuales fortalecen la cobertura frente a eventuales desviaciones en el comportamiento de la cartera titularizada. En este sentido, los activos que conforman el patrimonio autónomo, tienen capacidad para generar flujos suficientes y brindar respaldo a las obligaciones derivadas del proceso de titularización, contribuyendo a la protección de los intereses de los inversionistas.

Resumen Ejecutivo

- Trayectoria y posición del originador en el mercado:** Marcimex S.A. es una compañía ecuatoriana dedicada a la comercialización y venta al por menor de electrodomésticos, computadoras, tecnología y artículos para el hogar. Su portafolio abarca alrededor de diez categorías de productos y más de 200 marcas nacionales e internacionales, lo que le permite atender una amplia variedad de segmentos de consumo. La empresa mantiene presencia comercial en múltiples provincias del país, operando bajo un modelo de retail complementado con crédito directo, elemento que constituye un eje fundamental en su estrategia comercial y en la generación de cartera. Esta trayectoria y red de operaciones respaldan su posición consolidada dentro del mercado minorista ecuatoriano.
- Lineamientos de créditos:** Marcimex S.A. realiza sus ventas mediante crédito directo, aplicando lineamientos que segmentan a los clientes según su nivel de riesgo en función del buró de crédito, su clasificación comercial (recurrente preferente, bancarizado, nuevo o recurrente formal) y el tipo de actividad económica. Estos criterios determinan las condiciones de otorgamiento, incluyendo cupo, entrada y plazo. Los perfiles se actualizan periódicamente conforme al comportamiento de pago y la información del buró, permitiendo ajustes durante la vigencia del crédito. Adicionalmente, la cartera es clasificada por días de mora, lo que facilita una gestión diferenciada y el seguimiento especializado de cada tramo de vencimiento.
- Agente de Manejo:** Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles fue constituida en 1985 bajo la razón social *Corporación Bursátil Fiducia S.A.* En 1994, tras una reforma estatutaria, adoptó su denominación actual. Su objeto social comprende la administración de negocios fiduciarios, incluyendo fideicomisos mercantiles y encargos fiduciarios. Además, actúa como Agente de Manejo en procesos de titularización. La Fiduciaria cuenta con experiencia en la gestión y operación de diversos proyectos de importancia en el ámbito fiduciario. Asimismo, dispone de procesos estructurados y soporte tecnológico para el resguardo de información, lo que respalda su capacidad para administrar la titularización correspondiente a Marcimex S.A.
- Estado del Fideicomiso:** Al corte de mayo 2026, el Tramo I del Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II ha cancelado por concepto de capital US\$ 3,30 millones y por intereses US\$ 871,62 mil. Actualmente queda un saldo de capital de US\$ 6,70 millones, el cual está previsto ser cancelado totalmente en marzo de 2028.
- Patrimonio autónomo de calidad:** Al corte de mayo 2026, la Titularización de Cartera Retailer II tramo I presenta un saldo de capital de US\$ 7,60 millones y US\$ 2,28 millones de sobrecolateral, distribuido en 8.984 operaciones con un plazo promedio de 30,12 meses y cuota media de US\$ 906,96. La cartera se compone principalmente de créditos al día (64,36%) y con atrasos de hasta 30 días (20,91%), mientras que los vencimientos superiores a 30 días representan el 14,73% del total, lo que refleja un portafolio con niveles de morosidad controlados. Estos créditos se encuentran respaldados por pagarés a la orden y contratos de compraventa con reserva de dominio.
- Capacidad óptima de generación de flujos:** Al corte de mayo 2026, el Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I registra recaudaciones acumuladas por US\$ 8,65 millones, compuestas por US\$ 6,93 millones en capital y US\$ 1,67 millones en intereses.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S. A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."

- **Mecanismos de garantía adecuados:** La Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I cuenta con dos mecanismos de garantía que refuerzan su solidez estructural y brindan seguridad a los inversionistas. En primer lugar, la sobrecolateralización de cartera, que implicó el aporte de un excedente inicial de US\$ 2,19 millones y que al corte de análisis es de US\$ 2,28 millones, confirmando el cumplimiento de este requisito. En segundo lugar, la sustitución de cartera, mediante la cual el originador debe reemplazar mensualmente los créditos con mora superior a 120 días; al presente corte de información se han realizado sustituciones por un valor de US\$ 1,84 millones.

Factores Claves

Factores que podrían mejorar la calificación:

- No aplica, el instrumento cuenta con la máxima calificación.

Factores que podrían desmejorar en la calificación:

- Deterioro en la calidad de la cartera crediticia.
- Disminución de los flujos de caja.
- Incumplimiento de los pagos de acuerdo con las fechas de la tabla de amortización.
- Presión financiera del originador, reflejada en márgenes operativos negativos y utilidades netas marginales, lo cual podría limitar su capacidad de originar y sustituir cartera de forma sostenida.

Metodología Utilizada

Metodología de calificación de riesgo para los valores provenientes de procesos de titularización (Ecuador).

Información utilizada para la Calificación

- Estados financieros auditados desde 2021 al 2025, sin salvedades a excepción en el año 2021, donde se presentó una opinión con salvedad referente a la cartera vencida para el año 2020 y 2021.
- Estados financieros internos al mes de mayo 2026.
- Información interna del Fideicomiso
- Escritura de Constitución del Fideicomiso.
- Prospecto de Oferta Pública.
- Informe de Estructuración Financiera.
- Cartera con corte mayo de 2026.
- Otros papeles de trabajo.

Hechos de Importancia

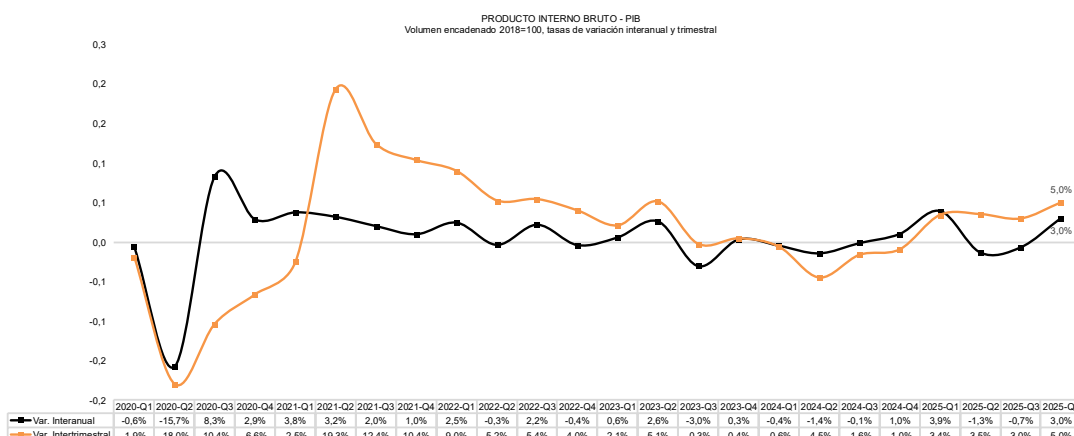
- No se mencionan al presente corte.

Informe Sectorial de la Economía Ecuatoriana¹

La economía ecuatoriana cerró 2025 con una recuperación relevante frente al desempeño contractivo registrado en 2024. De acuerdo con la publicación más reciente de Cuentas Nacionales Trimestrales del Banco Central del Ecuador, el Producto Interno Bruto registró un crecimiento anual de 3,7% en 2025, impulsado principalmente por el dinamismo de las exportaciones, la recuperación de la inversión y el aumento del consumo de los hogares. Este resultado marca un cambio de tendencia respecto de 2024, año en el que el PIB se contrajo 1,9%, afectado por factores internos como la inseguridad, las restricciones energéticas, la menor producción petrolera y un entorno de inversión más cauteloso.

En el cuarto trimestre de 2025, la actividad económica mostró un mayor impulso, con una expansión interanual de 5,0% y un crecimiento trimestral de 3,0% respecto al tercer trimestre del mismo año. Esta evolución refleja una recuperación más marcada hacia el cierre del ejercicio, sustentada en el desempeño de las exportaciones, que crecieron 13,8% interanual, así como en la Formación Bruta de Capital Fijo, que aumentó 5,5%. El consumo de los hogares también aportó positivamente, aunque con una expansión más moderada de 1,1% en el cuarto trimestre.

Desde una perspectiva de mediano plazo, la economía ecuatoriana ha atravesado un ciclo de alta volatilidad. Luego de la contracción de 2020, la recuperación de 2021 y 2022 estuvo influenciada por el efecto rebote postpandemia, la reapertura de actividades, el mayor precio del petróleo y la normalización gradual del comercio. En 2023, el crecimiento se moderó, mientras que en 2024 la economía volvió a contraerse por la combinación de choques de oferta, menor inversión y afectaciones operativas. En 2025, en cambio, el crecimiento fue más amplio, con una recuperación de la demanda interna y un aporte significativo del sector externo no petrolero.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

¹ Las cifras utilizadas para este análisis son las últimas publicadas por el Banco Central del Ecuador.

Dinámica sectorial

A nivel productivo, el crecimiento de 2025 fue más generalizado que en el año previo, dado que 16 de las 20 actividades económicas registraron variaciones positivas. Entre las ramas de mayor contribución destacaron comercio, agricultura, manufactura alimenticia, actividades financieras y de seguros, y actividades profesionales y técnicas. El comercio creció 5,2% anual y aportó aproximadamente 0,8 puntos porcentuales al PIB; agricultura, ganadería y silvicultura aumentó 8,6% y aportó cerca de 0,7 puntos; mientras que manufactura de productos alimenticios creció 8,5% y contribuyó alrededor de 0,6 puntos porcentuales.

El desempeño de las actividades primarias fue uno de los elementos más relevantes de la recuperación. La agricultura y la pesca se beneficiaron del mayor dinamismo exportador, especialmente en productos como banano, camarón, cacao y otros rubros agroindustriales. La pesca y acuicultura registró un crecimiento anual de 10,0%, mientras que la manufactura de productos alimenticios mantuvo una evolución favorable, asociada tanto a la demanda local como a la provisión de bienes exportables. En conjunto, estos sectores reforzaron la importancia de la economía no petrolera como soporte del crecimiento.

En contraste, las actividades vinculadas al petróleo limitaron parcialmente el crecimiento agregado. La explotación de minas y canteras registró una contracción de 6,5%, mientras que refinados de petróleo disminuyó 15,5%, reflejando restricciones operativas, menor disponibilidad de crudo y afectaciones en la cadena petrolera. Este comportamiento confirma la exposición estructural de la economía ecuatoriana a choques del sector de hidrocarburos y refuerza la importancia de la diversificación productiva y exportadora.

Variación y contribución anual del PIB enfoque de la producción Volumen encadenado 2018=100 Año 2025 (preliminar)

Actividad económica	Tasa de variación anual	Participación en	Contribución a la variación
Comercio	5,2	14,7	0,8
Agricultura ganadería y silvicultura	8,6	8,3	0,7
Manufactura de productos alimenticios	8,5	7,1	0,6
Actividades financieras y de seguros	9,8	4,9	0,4
Actividades profesionales y técnicas	4,4	6,9	0,3
Manufactura de productos no alimenticios	4,2	5,4	0,2
Suministro de electricidad y agua	13	1,6	0,2
Enseñanza	3,6	4,7	0,2
Salud y asistencia social	3,6	3,8	0,1
Pesca y acuicultura	10	1,4	0,1
Construcción	2,7	4,1	0,1
Transporte y almacenamiento	1,8	4,3	0,1
Información y comunicación	3,3	2	0,1
Administración pública	0,8	6,7	0,1
Alojamiento y comidas	3,9	1,3	0,1
Actividades inmobiliarias	0,3	6,3	0,02
Arte entretenimiento y otras actividades de servicios	-0,6	0,9	-0,01
Actividades de los Hogares como empleadores	-3,2	0,7	-0,02
Refinados de petróleo	-15,5	0,7	-0,1
Petróleo y minas	-6,5	6,8	-0,5
Otros elementos del PIB	5,7	7,7	0,4
PIB	3,7	100	3,7

Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

Demanda agregada

Desde el enfoque del gasto, el crecimiento de 2025 estuvo explicado por tres componentes principales: exportaciones, inversión y consumo de los hogares. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 6,4%, favorecidas por el desempeño de los productos no petroleros, la Formación Bruta de Capital Fijo aumentó 5,6%, mostrando una recuperación de la inversión; y el consumo de los hogares se expandió 2,7%, apoyado por mejores condiciones de liquidez, remesas y recuperación parcial del empleo.

La recuperación de la inversión es particularmente relevante, ya que en 2024 la FBKF había sido uno de los principales factores de contracción. En 2025, el crecimiento de este componente refleja una reactivación gradual de proyectos productivos, reposición de maquinaria, mayor importación de bienes de capital y una recuperación parcial de la confianza empresarial. No obstante, el nivel de inversión continúa condicionado por la seguridad, la estabilidad regulatoria, el acceso al financiamiento y la capacidad fiscal del Estado para sostener obra pública.

El consumo de los hogares mantuvo una contribución positiva, aunque todavía limitada por la calidad del empleo y la presión sobre los ingresos reales. Si bien la inflación se mantuvo baja en términos comparativos regionales, el mercado laboral conserva una alta participación de empleo no pleno, subempleo e informalidad, lo que restringe la capacidad de gasto estructural de los hogares. En este sentido, el consumo privado sigue siendo un soporte relevante de la economía, pero su sostenibilidad dependerá de mejoras en empleo adecuado, ingresos y acceso al crédito.

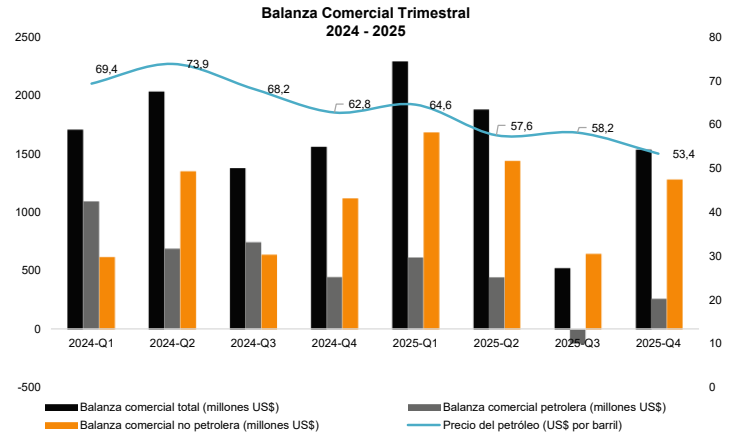
Comercio Exterior

El sector externo se consolidó como uno de los principales soportes de la economía ecuatoriana en 2025. En el cuarto trimestre, las exportaciones totales alcanzaron US\$ 9.815,5 millones, con un crecimiento trimestral de 15,2% e interanual de 8,9%. Este resultado estuvo impulsado principalmente por las exportaciones no petroleras, que registraron un máximo histórico trimestral de US\$ 7.971,8 millones, con una expansión interanual de 16,8%.

El desempeño de las exportaciones no petroleras estuvo asociado a mayores volúmenes y mejores valores unitarios en productos estratégicos como camarón, cacao y elaborados, concentrados de cobre y flores. Esto evidencia una recomposición favorable de la canasta exportadora, con mayor peso de productos agroindustriales y manufacturados frente al componente petrolero. En contraste, las exportaciones petroleras mostraron una contracción interanual de 15,7% en el cuarto trimestre, explicada por menores volúmenes exportados de crudo y por la caída del valor unitario.

En el balance anual, la balanza comercial total cerró 2025 con un superávit de aproximadamente US\$ 6.227 millones. Este resultado se sostuvo principalmente en el componente no petrolero, que registró un superávit histórico de US\$ 5.032 millones, superior en 35,4% al observado en 2024. Por el contrario, la balanza petrolera redujo su superávit a US\$ 1.195 millones, frente a US\$ 2.961 millones en 2024, como resultado de menores ingresos por exportaciones petroleras.

Las importaciones también crecieron hacia el cierre del año. En el cuarto trimestre de 2025, estas alcanzaron US\$ 8.279,5 millones, con un incremento trimestral de 3,5% e interanual de 11,1%, asociado a mayores requerimientos de bienes de capital, materias primas e insumos productivos. Esta evolución es consistente con la recuperación de la actividad económica, aunque también implica una mayor demanda de divisas para compras externas.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

Inflación y costo de vida

La inflación se mantuvo en niveles moderados, en línea con el esquema de dolarización, aunque con una aceleración anual frente al año previo. En marzo de 2026, la inflación mensual fue de 0,12%, mientras que la inflación anual alcanzó 2,33%, frente al 0,31% registrado en marzo de 2025. El costo de la Canasta Familiar Básica se ubicó en US\$ 829,38, mientras que el ingreso familiar mensual de un hogar tipo fue de US\$ 899,73, equivalente al 108,48% del costo de la canasta.

El comportamiento de precios refleja un entorno relativamente estable, aunque con presiones puntuales en ciertos grupos de consumo. En marzo de 2026, los bienes con IVA registraron una variación mensual de 0,20%, mientras que los bienes sin IVA aumentaron 0,06%. Asimismo, los bienes transables mostraron una variación mensual de 0,03%, frente al 0,24% de los bienes no transables, lo que sugiere que parte de las presiones de precios provienen de componentes internos de servicios y costos locales.

Para 2026, el BCE estima que la inflación promedio se mantendría baja y estable, alrededor de 1,8%, en un contexto de menores presiones inflacionarias globales y estabilidad interna de precios. Este escenario favorece la preservación del poder adquisitivo y contribuye a mantener condiciones financieras relativamente estables dentro de una economía dolarizada.

Variación porcentual IPC Acumulada Anual (%)												
Período	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2021	0,12	0,20	0,38	0,73	0,81	0,63	1,16	1,28	1,30	1,51	1,87	1,94
2022	0,72	0,96	1,07	1,67	2,24	2,90	3,06	3,09	3,46	3,58	3,57	3,74
2023	0,12	0,14	0,20	0,40	0,49	0,87	1,41	1,92	1,96	1,78	1,37	1,35
2024	0,13	0,22	0,51	1,79	1,67	0,70	1,63	1,85	2,03	1,79	1,53	0,53
2025	-0,15	-0,06	0,29	0,55	1,59	1,65	1,83	2,14	2,23	2,51	2,06	1,91
2026	0,37	0,57	0,7									
̄ últimos 10 años	0,23	0,30	0,43	0,86	1,00	0,83	1,01	1,13	1,21	1,25	1,03	0,95

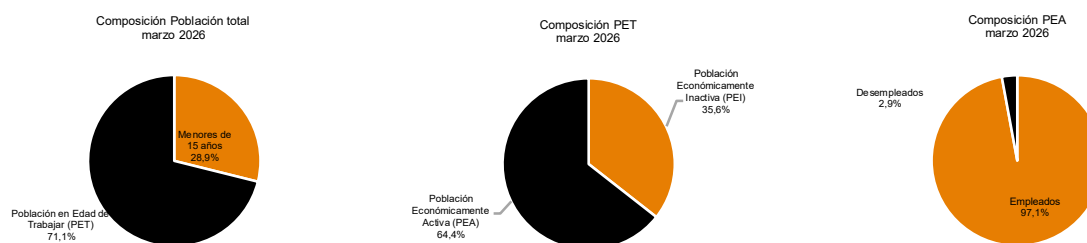
Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

Mercado laboral

El mercado laboral mostró señales mixtas a marzo de 2026. La tasa de participación global se ubicó en 64,4%, mientras que la tasa de participación bruta (PEA/PT) fue de 45,8%. A nivel nacional, la población en edad de trabajar alcanzó 13,5 millones de personas, la PEA fue de 8,7 millones y la población con empleo llegó a 8,5 millones. La tasa de desempleo se ubicó en 2,9%, reflejando un nivel bajo en términos agregados.

No obstante, la calidad del empleo continúa siendo una limitación estructural. A marzo de 2026, el empleo adecuado se ubicó en 32,1% de la PEA, mientras que el subempleo alcanzó 19,6%, el otro empleo no pleno 34,8%, el empleo no remunerado 10,4% y el empleo no clasificado 0,2%. Esta composición evidencia que, aunque el desempleo abierto es bajo, una proporción importante de la población ocupada se mantiene en condiciones laborales inadecuadas o de baja productividad.

Las brechas por sexo también persisten. En marzo de 2026, la tasa de empleo adecuado fue de 35,9% para hombres y 26,6% para mujeres. En el caso del subempleo, la tasa fue de 21,9% para hombres y 16,2% para mujeres. Estas diferencias muestran que la recuperación económica aún no se traduce de manera homogénea en mejores condiciones laborales para todos los grupos de la población.



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

Endeudamiento, finanzas públicas y riesgo soberano

A febrero de 2026, el saldo de la deuda pública y otras obligaciones del Sector Público No Financiero y la Seguridad Social ascendió a US\$ 66.973,9 millones, equivalente al 48,17% del PIB utilizado para el cálculo oficial del indicador. Del total, la deuda externa representó US\$ 51.428,9 millones, mientras que la deuda interna se ubicó en US\$ 15.545,0 millones. Este nivel mantiene una elevada participación del financiamiento externo dentro de la estructura del pasivo público y confirma la importancia del acceso a organismos multilaterales y mercados internacionales.

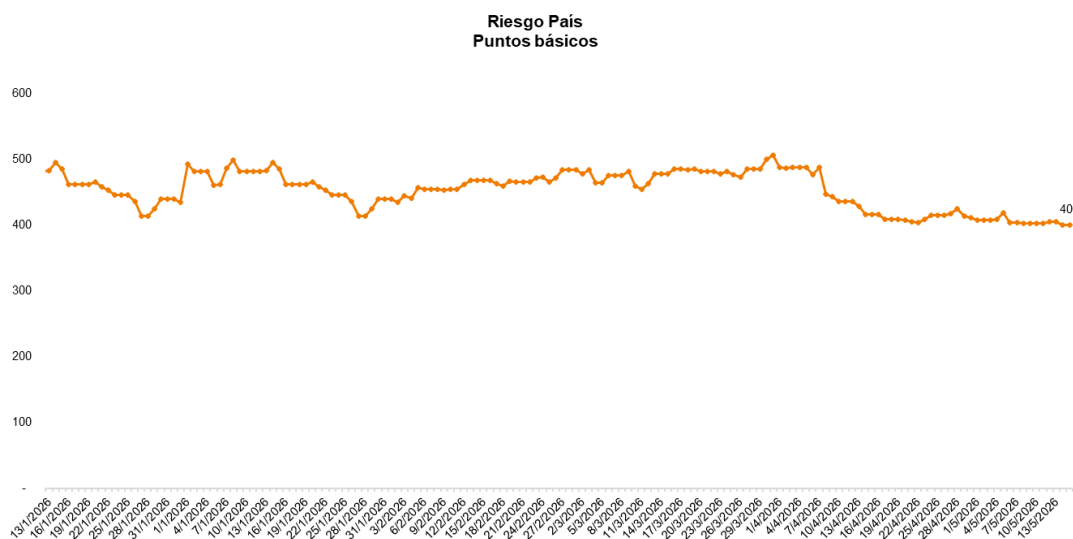
Indicador de la Deuda Pública y Otras Obligaciones del Sector Público No Financiero y Seguridad Social	
Cifras en miles de dólares US\$	feb-26
Total Deuda Externa	51.428.942,72
Total Deuda Interna	15.544.982,22
Deuda Pública Total	66.973.924,94
PIB NOMINAL	139.046.644,27
Indicador Deuda / PIB	48,17%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

El perfil de vencimientos continúa siendo un factor relevante para la sostenibilidad fiscal. S&P Global Ratings señaló que las necesidades de financiamiento externo de Ecuador aumentan a partir de 2026, debido al incremento de pagos al FMI y al inicio de amortizaciones del bono 2030 emitido tras la reestructuración de deuda de 2020. Además, las amortizaciones de deuda interna, estimadas en alrededor de US\$ 2.600 millones anuales, añaden presión al flujo fiscal, aunque parte de estos vencimientos ha sido refinanciada con apoyo de instituciones públicas locales.

En términos de percepción crediticia, Ecuador mostró señales de mejora en 2026. Fitch Ratings elevó la calificación soberana de CCC+ a B-, con perspectiva estable, destacando menores necesidades de financiamiento y una mayor flexibilidad financiera tras el retorno del país a los mercados internacionales. El Ministerio de Economía y Finanzas también señaló que la agencia resaltó la recuperación de la demanda interna, los niveles récord de exportaciones no petroleras y el superávit de cuenta corriente.

El riesgo país de Ecuador se ubicó en 400 puntos básicos al 14 de mayo de 2026, según la serie publicada por el Banco Central del Ecuador. Este nivel refleja una mejora significativa en la percepción de los mercados frente al soberano, ubicándose cerca de sus registros más bajos de los últimos años. Esta reducción favorece las condiciones de financiamiento externo y puede mejorar las expectativas de inversión; sin embargo, el indicador sigue siendo sensible a la disciplina fiscal, el cumplimiento del programa con organismos multilaterales, la estabilidad política y la capacidad del país para atender sus vencimientos de deuda.



*Información consultada a la fecha de análisis 16/05/2026

Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S. A.

Perspectivas Económicas Nacionales

Para 2026, las perspectivas apuntan a una expansión más moderada frente al repunte observado en 2025. El Banco Central del Ecuador proyecta un crecimiento de 2,5% para 2026 y un promedio de 2,8% para el período 2027–2029, sustentado principalmente en la demanda interna y en una contribución positiva, aunque más moderada, del sector externo. El organismo prevé además que el superávit de cuenta corriente se mantenga en niveles relevantes, alrededor de US\$ 6.420 millones en 2026, apoyado por exportaciones no petroleras, minería y remesas.

El FMI también estima que el PIB real de Ecuador crecería 2,5% en 2026, respaldado por la demanda doméstica y por exportaciones no petroleras dinámicas. Asimismo, destacó que el país recuperó acceso a los mercados internacionales en enero de 2026 mediante una emisión de bonos por US\$ 4.000 millones, que incluyó una operación de recompra de deuda por US\$ 3.000 millones, contribuyendo a reducir presiones de financiamiento de corto plazo.

El Banco Mundial mantiene una perspectiva similar, con una proyección de crecimiento de 2,5% para 2026 y el mediano plazo, liderada por la inversión, menor incertidumbre política y una reducción gradual de riesgos fiscales. No obstante, advierte que las necesidades brutas de financiamiento seguirán siendo elevadas, superando US\$ 6.000 millones en 2027, por lo que la sostenibilidad fiscal continuará dependiendo de la consolidación de ingresos, control del gasto y acceso sostenido a financiamiento.

En conjunto, el escenario macroeconómico de Ecuador muestra una recuperación más sólida que la observada en 2024, con inflación baja, mejora del sector externo no petrolero, recuperación de la inversión y mayor acceso a financiamiento internacional. Sin embargo, persisten riesgos asociados a la producción petrolera, la seguridad, la vulnerabilidad energética, la volatilidad de precios de materias primas, las condiciones financieras internacionales y la calidad del empleo. Por tanto, la sostenibilidad del crecimiento dependerá de la capacidad del país para consolidar la estabilidad fiscal, sostener la diversificación exportadora, atraer inversión privada y mejorar las condiciones del mercado laboral.

Sector Comercio

El sector comercial constituye una de las actividades de mayor peso dentro de la economía ecuatoriana, debido a su rol como intermediario entre la producción nacional, las importaciones y el consumo final de los hogares. Esta industria comprende la compra y venta de bienes sin transformación sustancial, así como servicios accesorios vinculados a la distribución, comercialización, mantenimiento y reparación de determinados productos. De acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme adoptada por Ecuador, el comercio se clasifica dentro de la Sección G, denominada “Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas”, e incluye tres grandes divisiones: comercio y reparación de vehículos automotores y motocicletas, comercio al por mayor y comercio al por menor.

Subsectores que conforman la industria comercial

División	Subsector	Actividades principales
G45	Comercio y reparación de vehículos automotores y motocicletas	Venta de vehículos automotores, mantenimiento y reparación de vehículos, venta de partes, piezas y accesorios, comercio y reparación de motocicletas.
G46	Comercio al por mayor, excepto vehículos automotores y motocicletas	Venta mayorista de materias primas agropecuarias, alimentos, bebidas, tabaco, textiles, prendas de vestir, calzado, productos farmacéuticos, maquinaria, equipos, materiales de construcción, combustibles, metales, productos químicos, desperdicios, chatarra y otros bienes especializados o no especializados.
G47	Comercio al por menor, excepto vehículos automotores y motocicletas	Supermercados, tiendas no especializadas, venta minorista de alimentos, bebidas, combustibles, productos farmacéuticos, equipos tecnológicos, artículos de ferretería, textiles, electrodomésticos, muebles, libros, artículos deportivos, juguetes, mercados, puestos de venta y comercio no realizado en establecimientos físicos.

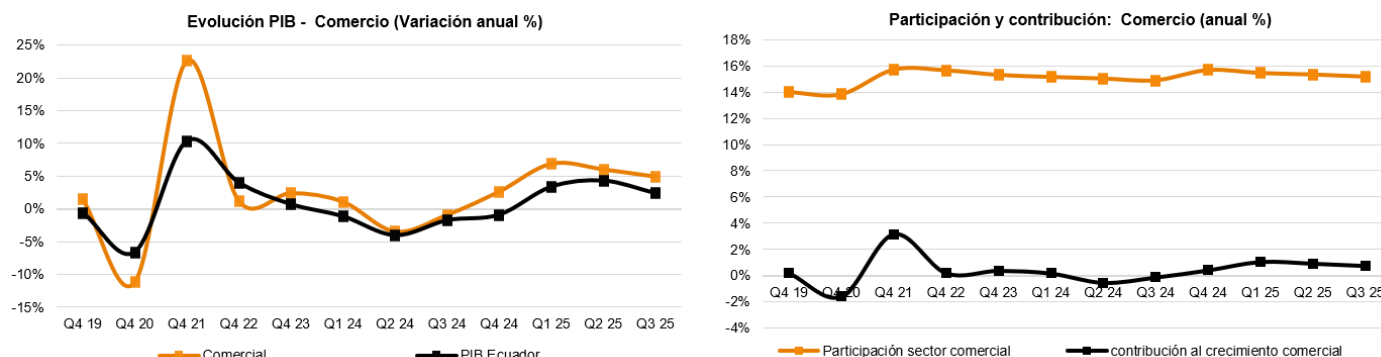
Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Desde una perspectiva económica, el comercio mayorista se encuentra más vinculado al abastecimiento de cadenas productivas, distribución de inventarios, importaciones, comercio exterior, insumos industriales y agropecuarios. Por su parte, el comercio minorista depende de forma más directa del ingreso disponible de los hogares, del empleo, del crédito de consumo, de la inflación y de la confianza del consumidor. Esta diferencia es importante, ya que permite explicar por qué algunos segmentos comerciales pueden mostrar recuperación incluso cuando el consumo de bienes discrecionales se mantiene moderado.

Durante 2025, el sector comercio mostró una recuperación más sólida frente al desempeño observado en 2024, año en el que la actividad estuvo afectada por la contracción del consumo, los cortes de energía, la inseguridad, el incremento de costos operativos y el ajuste tributario derivado del aumento del IVA. En 2024, el comercio había registrado una contracción anual de 3,1%; sin embargo, para 2025 el VAB anual del sector mostró un crecimiento de 5,2%, recuperando su papel como una de las principales ramas de actividad económica del país.

En el cuarto trimestre de 2025, el comercio registró un crecimiento interanual de 5,1%, impulsado por el aumento de los márgenes comerciales en productos vinculados a cultivos de frutas, pesca y acuicultura, alimentos diversos, refinados de petróleo, minerales no metálicos, metales, maquinaria, equipo eléctrico, informática, electrónica, óptica, vehículos y equipos de transporte. Este comportamiento confirma que el crecimiento del sector no se concentró únicamente en bienes de consumo masivo, sino también en bienes asociados a inversión, logística, construcción, movilidad y reposición de inventarios. Según los registros administrativos del SRI citados por el BCE, las ventas del sector aumentaron 9,3% en el cuarto trimestre de 2025, con mayor dinamismo en empresas grandes y medianas, que concentran la mayor parte de las ventas del sector.

El desempeño del comercio estuvo estrechamente relacionado con la recuperación de la demanda interna. En 2025, el gasto de consumo final de los hogares creció 2,7%, sustentado en actividades vinculadas al consumo, como comercio, servicios y manufactura, así como en el dinamismo del crédito de consumo. Dentro de los indicadores de demanda, el comercio minorista creció 10,8% en el año, con incrementos relevantes en supermercados, ferreterías, combustibles, productos farmacéuticos, electrodomésticos, materiales de construcción y prendas de vestir. Asimismo, las ventas de vehículos crecieron 15,0%, lo que evidencia una recuperación de la demanda de bienes duraderos después de la debilidad observada en el año anterior.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En el cuarto trimestre de 2025, el gasto de consumo de los hogares creció 1,1% interanual. Aunque esta variación fue más moderada que la observada en el año completo, el BCE destacó que las ventas del comercio minorista aumentaron 9,3% en dicho trimestre, principalmente por la comercialización en supermercados, ferreterías, electrodomésticos, productos farmacéuticos y prendas de vestir. Este comportamiento refleja que el consumo continuó recuperándose, aunque con mayor orientación hacia bienes esenciales, reposición de productos para el hogar y rubros asociados a mantenimiento, salud y abastecimiento cotidiano.

El comportamiento de las importaciones también incidió en la actividad comercial. En 2025, las importaciones de bienes y servicios crecieron 3,9%, mientras que en el cuarto trimestre mostraron un crecimiento interanual de 3,9%, acompañado por un aumento en volumen de bienes de consumo, materias primas y bienes de capital. En particular, durante el cuarto trimestre destacaron las compras externas de vehículos y equipos de transporte, productos farmacéuticos, maquinaria, equipo eléctrico, informática, electrónica y óptica, además de productos metálicos y materiales vinculados a construcción. Esto favoreció el abastecimiento de inventarios y la disponibilidad de bienes en segmentos mayoristas y minoristas.

La recuperación del comercio también se apoyó en el mejor desempeño general de la economía. Durante el cuarto trimestre de 2025, el PIB creció 5,0% interanual y 3,0% frente al trimestre previo, mostrando una aceleración de la actividad económica hacia el cierre del año, impulsada principalmente por exportaciones e inversión. Este contexto favoreció el comercio asociado a bienes importados, insumos productivos, materiales de construcción, vehículos, maquinaria y productos de consumo final.

En cuanto a la estructura interna del sector, el comercio ecuatoriano se caracteriza por una elevada heterogeneidad. Las grandes cadenas de supermercados, farmacias, ferreterías, tiendas por departamento y comercializadoras de vehículos cuentan con mayor capacidad logística, acceso a financiamiento, plataformas digitales y economías de escala. En contraste, los pequeños comercios, tiendas barriales, mercados, comerciantes informales y negocios familiares dependen más del flujo diario de ventas, del crédito de proveedores y de la capacidad de rotar inventarios en plazos cortos. Esta diferencia genera una recuperación desigual dentro del sector, en la que las empresas grandes y medianas han mostrado mayor capacidad de adaptación frente a los cambios en costos, seguridad, digitalización y demanda.

Por ramas de actividad, los segmentos con mayor relevancia dentro del comercio son alimentos y bebidas, supermercados, combustibles, productos farmacéuticos, vehículos, repuestos, electrodomésticos, materiales de construcción, textiles, calzado, tecnología, maquinaria y bienes de uso industrial o agropecuario. Los rubros esenciales como alimentos, medicinas, combustibles y productos de consumo básico suelen presentar mayor estabilidad, debido a que responden a necesidades permanentes de los hogares. En cambio, los segmentos de vehículos, electrodomésticos, tecnología, muebles y prendas de vestir son más sensibles al ingreso disponible, al acceso a crédito, a las tasas de financiamiento y a las expectativas de los consumidores.

La digitalización continúa modificando la dinámica del sector. Las grandes empresas han fortalecido sus canales de comercio electrónico, aplicaciones móviles, medios de pago digitales, entregas a domicilio y sistemas de fidelización, mientras que los pequeños negocios avanzan de forma más gradual por restricciones de capital, capacitación y acceso tecnológico. La expansión de pagos electrónicos, transferencias y tarjetas ha favorecido la formalización parcial de ciertas operaciones, aunque la informalidad sigue siendo un factor competitivo relevante, especialmente en mercados, comercio ambulante y ventas por redes sociales.

Perspectivas

Las perspectivas del sector comercial son favorables, aunque con una recuperación heterogénea. El crecimiento registrado en 2025 muestra una normalización de la actividad después del deterioro observado en 2024, con mayor dinamismo en supermercados, farmacias, ferreterías, combustibles, vehículos, materiales de construcción y bienes vinculados a inversión. No obstante, el ritmo de crecimiento dependerá de la evolución del consumo de los hogares, la estabilidad del empleo, el acceso al crédito, la seguridad y la capacidad de las empresas para sostener inventarios adecuados sin deteriorar sus márgenes.

En términos generales, el comercio se mantiene como una industria de alta relevancia para la economía ecuatoriana por su peso en el PIB, su conexión con manufactura, agricultura, importaciones, logística y consumo final, así como por su amplia capacidad de generación de empleo. Para 2026, el sector podría conservar un desempeño positivo si se mantiene la recuperación de la demanda interna y el abastecimiento de bienes importados, aunque los segmentos discrecionales seguirán siendo los más sensibles a cambios en la capacidad de compra de los hogares y en las condiciones de financiamiento.

Flexibilidad de la empresa ante un cambio en el entorno económico

El sector comercio mantiene una alta sensibilidad frente a los cambios del entorno económico, debido a su relación directa con el consumo de los hogares, la disponibilidad de crédito, el nivel de empleo, la inflación y la confianza del consumidor. En períodos de contracción, como ocurrió en 2020 y nuevamente durante parte de 2024, la actividad comercial tiende a deteriorarse con rapidez, especialmente en segmentos de bienes discrecionales, vehículos, electrodomésticos, textiles y otros productos no esenciales. En estos escenarios, las empresas con mayor flexibilidad operativa logran sostener su desempeño mediante una adecuada gestión de inventarios, control de costos, diversificación de canales de venta, fortalecimiento del comercio electrónico y ajustes oportunos en sus estrategias comerciales.

Durante 2025, el sector evidenció una recuperación relevante frente al bajo desempeño del año previo. El comercio creció 6,9% en el primer trimestre, 6,0% en el segundo, 4,9% en el tercero y 5,1% en el cuarto trimestre, consolidándose como una de las actividades con mayor aporte al crecimiento económico. Este comportamiento estuvo asociado a la mejora gradual del consumo interno, la normalización operativa posterior a los cortes eléctricos, la reposición de inventarios y el mayor dinamismo de productos vinculados a alimentos, farmacéuticos, maquinaria, vehículos, tecnología y bienes de consumo.

En este contexto, la flexibilidad del sector se refleja en su capacidad para recuperarse rápidamente cuando mejoran las condiciones de demanda y operación. No obstante, su desempeño sigue condicionado por el poder adquisitivo de los hogares, la seguridad, los costos logísticos, la competencia informal y las condiciones de financiamiento. Por tanto, las empresas comerciales con mayor escala, cobertura territorial, eficiencia logística, canales digitales y capacidad de negociación con proveedores presentan mejores condiciones para adaptarse a cambios del entorno y preservar su rentabilidad frente a ciclos económicos adversos.

Análisis del Originador de la Cartera

Marcimex S.A. es una compañía ecuatoriana con más de siete décadas de operación en el país. Fue constituida en 1949 bajo la denominación Brandon Hat Company S.A. y, en 1992, adoptó su nombre actual. Su trayectoria refleja una presencia prolongada en actividades de comercio minorista y mayorista.

La empresa se dedica principalmente a la comercialización de electrodomésticos, artículos para el hogar y productos electrónicos, operando mediante una red de puntos de venta a escala nacional. Además de su actividad comercial, Marcimex S.A. desarrolla procesos de importación, administración, gestión de cobranza y comercialización de cartera, lo que amplía el alcance operativo dentro de su objeto social.

El crédito directo constituye un componente estructural de su modelo de negocio. Una proporción de sus ventas se financia mediante pagarés y contratos de compraventa con reserva de dominio, generando una cartera comercial propia utilizada en operaciones de financiamiento y titularización.

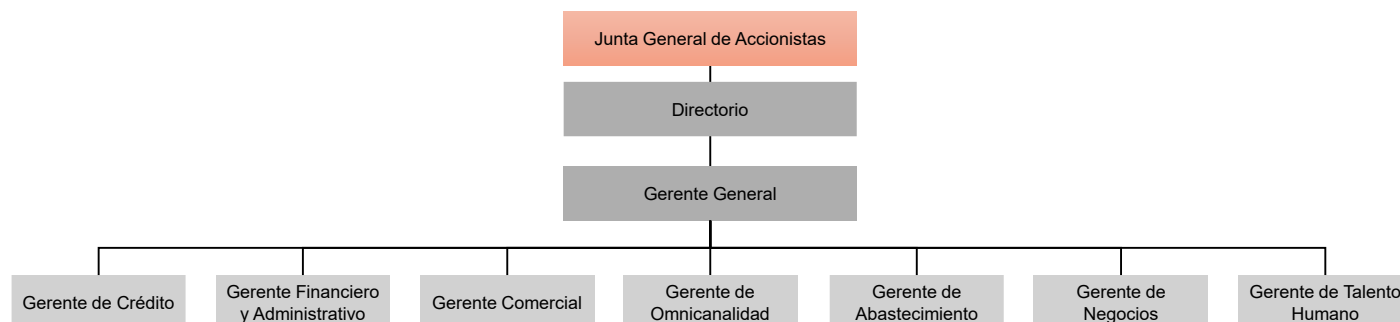
Marcimex S.A. forma parte del Grupo Consenso, estructura empresarial que integra diversas actividades comerciales e industriales. La permanencia bajo su estructura corporativa actual desde 1992 y la operación continua de sus líneas de negocio permiten identificar un modelo comercial sostenido en el tiempo, en el que la originación de cartera se vincula directamente a su actividad de retail y a los productos de crédito que ofrece a sus clientes.

Gobierno Corporativo

La administración de la compañía se articula a través de un Directorio compuesto por ocho miembros: cuatro directores internos, designados por las ramas familiares accionistas, y cuatro directores externos con trayectoria empresarial independiente. Esta estructura establece un esquema de participación que combina la representación accionarial con la presencia de profesionales externos.

Por otro lado, la plana gerencial está conformada por nueve ejecutivos responsables de las principales áreas operativas, financieras y comerciales. Los cargos directivos se encuentran distribuidos en las áreas de Gerencia General, Abastecimiento, Ventas y Operaciones, Comercial, Crédito, Finanzas, Mercadeo y Experiencia al Cliente, y Talento Humano. La mayoría de los integrantes cuenta con formación de cuarto nivel en áreas como marketing, finanzas, administración, estadística y dirección de personal, así como con experiencia previa en cargos gerenciales que oscila entre 2 y 25 años, según la función que desempeñan.

Marcimex S.A. cuenta con una planta de aproximadamente 1.325 colaboradores distribuidos en todo el país. La mayor concentración de personal se encuentra en las áreas de ventas y administración. A continuación, se presenta un organigrama simplificado del Originador:



Fuente: Marcimex S.A. / Elaboración: Pacific Credit Rating S.A.

Es importante mencionar que, el 23 de diciembre de 2024, Álvaro Santiago Jaramillo Crespo vendió la totalidad de sus acciones, las cuales fueron adquiridas por Consensocorp Cía. Ltda., empresa que actualmente mantiene el 100% del capital accionario.

Composición Accionarial		
Nombre	Valor (US\$)	Participación (%)
Consensocorp Cía. Ltda.	20.000.000,00	100,00%
Total	20.000.000,00	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Capacidades Tecnológicas

A nivel tecnológico, la compañía opera con un conjunto de herramientas que soportan sus procesos administrativos, comerciales y operativos. Entre ellas se incluye RPX, un software interno orientado a la gestión de operaciones de retail; Office 365 para actividades de oficina y colaboración; Power BI para el procesamiento y visualización de información; y ZIP como herramienta de compresión y manejo de archivos. Asimismo, se emplean aplicaciones complementarias como Adobe Reader para la lectura de documentos y navegadores como Google Chrome y Mozilla Firefox para el acceso a plataformas web.

En materia de seguridad y gestión de infraestructura, se utiliza el antivirus Trend Micro, el cliente Cisco Secure Client para conexiones seguras, y UltraVNC para acceso remoto. Adicionalmente, la empresa cuenta con el Agente Aranda para la administración de activos tecnológicos y soporte técnico, así como PaperCut para el control del uso de impresión dentro de la organización. Estas herramientas conforman el entorno tecnológico utilizado en la operación diaria.

Líneas de Producto

La empresa maneja un portafolio compuesto por diez líneas principales: Audio, Electrodomésticos Menores, Hogar, Línea Blanca, Movilidad, Muebles, Tecnología, Telefonía, Video y Otros Negocios. Las ventas se realizan al contado, mediante tarjeta de crédito y a través de crédito directo, el cual puede incluir servicios complementarios como asistencia de préstamo respaldado y garantía extendida.

A continuación, se presenta la estructura general de productos comercializados por la compañía:

Audio

- Accesorios Audio
- Parlantes / Equipos

Electrodomésticos Menores

- Cuidado Personal
- Preparación de Alimentos

Hogar

- Baño
- Cocina & Sobremesa
- Decoración
- Otros Hogar
- Textil Dormitorio

Línea Blanca

- Climatización
- Cocción
- Empotrables
- Lavado / Secado
- Refrigeración

Movilidad

- Accesorios y Complementos Moto
- Bicicletas
- Motocicletas
- Movilidad Eléctrica
- Otros Movilidad

Muebles

- Comedor
- Dormitorio
- Exterior
- Oficina
- Organización & Almacenamiento
- Otros Muebles
- Sala

Telefonía

- Accesorios Celular
- Celulares
- Otros Celulares

Tecnología

- Accesorios Computo
- Computadora All In One
- Computadora Laptop
- Gaming
- Impresora
- Otros Tecnología
- Smarthome
- Tablet

Video

- Accesorios Video
- Televisores

Otros Negocios

- Cuidado Personal y Bienestar
- Agro y Ferretería
- Infantiles y Bebés
- Promociones

Política de Crédito

Las ventas de Marcimex S.A. se realizan bajo la modalidad de crédito directo entre el cliente y la empresa. Por tal razón es de gran importancia mencionar las características que poseen los créditos otorgados por la empresa. El objetivo de esta política es brindar lineamientos para colocar una operación de crédito diferenciada y efectiva, que contenga los filtros necesarios y adecuados, acordes a las políticas de la compañía.

Disposiciones Generales

- El cupo mensual asignado respalda todas las ventas a crédito mientras esté vigente.
- El cupo mensual de endeudamiento tiene una vigencia de hasta 4 años.
- El porcentaje de endeudamiento y de entrada asignado varía de acuerdo con la segmentación del cliente.
- La condición de plazo establecidas puede modificarse por promociones con aprobación del Comité respectivo.
- El Área de Crédito es la responsable de monitorear el cumplimiento de este lineamiento, reportar los incumplimientos y coordinar las acciones correctivas en los casos de desviaciones en la morosidad y/o niveles de recuperación.

Disposiciones Específicas

Todo cliente de Marcimex S.A. que solicita crédito es perfilado o segmentado en función de su nivel de crédito. El perfil del cliente establece las condiciones para la aprobación de cupo y venta a crédito. Se determina en base al análisis de las siguientes variables:

1. Resultado de buró de crédito.
2. Clasificación de cliente:
 - a. Recurrente preferente
 - b. Bancarizado
 - c. Cliente nuevo
 - d. Recurrente formal
3. Tipo de Categoría: Hace referencia al nivel de formalidad de su actividad (formal, informal).

Perfiles de Clientes

Los perfiles de clientes pueden ser:

- **Cliente VIP PLUS:** Son personas naturales que representa un riesgo mínimo, con buen historial crediticio, estabilidad laboral y domiciliaria, que representan mayor rentabilidad. La gestión comercial deberá enfocarse en generar la mayor cantidad de ventas a crédito a este perfil de clientes.
- **Cliente VIP:** Son personas naturales que representa bajo riesgo de crédito para la empresa, con historial crediticio y condiciones estables. Si el cliente mantiene un buen historial de pagos con Marcimex, el sistema lo perfilará automáticamente hacia un cliente VIP Plus.
- **Cliente Oro Plus:** Son personas naturales que representa un riesgo medio-bajo de crédito para la empresa, con historial crediticio aceptable y que requiere de algunas validaciones. Aporta rentabilidad a la empresa bajo condiciones controladas.
- **Cliente Oro:** Son personas naturales con riesgo promedio, historial en construcción o reciente bien administrados, tanto en la otorgación de cupo, venta y recuperación, que aportan de manera positiva a la rentabilidad de la empresa.
- **Cliente Plata:** Son personas naturales con riesgo moderado, normalmente son personas que no tienen historial crediticio o tienen créditos vigentes no amortizados, es decir, aún no generan comportamiento de pagos en el sistema crediticio ecuatoriano (Buró Equifax). Requiere más verificaciones y entradas mínimas.
- **Cliente Bronce:** Son personas naturales con riesgo alto y los menos rentables para la empresa por su bajo cumplimiento o entorno desfavorable. Estos clientes están sujetos a la aprobación de cupo con un análisis exhaustivo y entrada obligatoria.

Con el objeto de mantener actualizado el perfil del cliente en función de su riesgo crediticio, los perfiles serán actualizados automáticamente de forma bimensual, en base a los resultados del buró y el comportamiento de pagos en Marcimex S.A. Si el cliente cambia de perfil, se ajustará el cupo del cliente (% de endeudamiento) sin afectar su vigencia y las condiciones de venta a crédito (% de entrada).

La cartera generada se segmenta según calificaciones basadas en los días de mora, lo que permite una gestión personalizada por tramo de vencimiento. Esta estructura facilita la especialización de cada gestor y operador en el seguimiento y recuperación de los clientes dentro del tramo que le ha sido asignado.

Segmentación de Calificaciones

Calificación	Cuota por Cobrar	Días de Vencimiento	
AA	1	0	
A	2	1	30
B	3	31	60
C	4	61	90
D	5	91	120
E	6	121	150
E1	7	151	180
E2	8	181	360
E3	9	más de 360	

Fuente: Marcimex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Procesos Asociados al Crédito Directo

Además de la Política de Crédito, la operación del crédito directo en Marcimex S.A. se desarrolla a través de una serie de procesos complementarios que permiten ejecutar, controlar y administrar la colocación, cobranza y recuperación de las operaciones financiadas.

Los siguientes apartados presentan una descripción general del funcionamiento operativo:

Proceso de Originación del Crédito

La originación inicia con la solicitud del cliente y la validación de su información básica. Posteriormente, se consulta el historial crediticio y se determina la categoría y perfil asignado. Con base en estas variables se establece el cupo de endeudamiento y las condiciones de entrada y plazo. Una vez aprobada la operación, se registra la venta financiada y se genera el correspondiente plan de pagos.

Gestión de Cobranza

La cobranza se organiza de acuerdo con los días de mora, mediante tramos definidos que permiten asignar gestores específicos según la antigüedad del vencimiento. En cada tramo se realizan actividades de seguimiento, recordatorios y coordinación con el cliente para mantener al día las obligaciones. Las gestiones se registran en los sistemas internos para asegurar trazabilidad.

Recuperación de Cartera Vencida

Los tramos de mora avanzada se gestionan a través de acciones orientadas a la regularización de pagos, conforme a las políticas internas de la compañía. Estas acciones pueden incluir acuerdos de pago, convenios u otras medidas establecidas para la recuperación de operaciones con vencimiento prolongado.

Garantías y Respaldo del Crédito

Las operaciones financiadas se respaldan principalmente mediante pagarés y contratos de compraventa con reserva de dominio, según la naturaleza del crédito otorgado. Estos documentos establecen la obligación del cliente y permiten mantener derechos sobre el bien financiado hasta la cancelación total de la deuda.

Monitoreo y Control del Riesgo Crediticio

El monitoreo del riesgo incluye la revisión periódica del comportamiento de pago, la evolución de la cartera por tramos de mora y el desempeño de los distintos perfiles de clientes. Esta información permite identificar variaciones relevantes y realizar ajustes operativos cuando corresponda, así como alimentar los procesos de actualización de perfiles establecidos por la empresa.

Análisis Financiero del Originador

Calidad de Activos

Para mayo de 2026, Marcimex S.A. registró un total de activos por US\$ 279,09 millones, conformados por activos corrientes y no corrientes. El activo corriente ascendió a US\$ 139,69 millones, integrado principalmente por cuentas por cobrar netas por US\$ 103,66 millones, resultado de un saldo bruto de US\$ 151,19 millones y provisiones para cuentas de dudoso recaudo por US\$ 47,53 millones. Complementan este rubro los inventarios por US\$ 33,71 millones y una posición de liquidez compuesta por caja y bancos (US\$ 1,24 millones) e inversiones temporales (US\$ 943,49 mil), totalizando US\$ 2,18 millones; además de un saldo en Gastos pagados por anticipado de US\$ 122,59 mil.

El activo no corriente totalizó US\$ 139,40 millones, destacándose las cuentas por cobrar a largo plazo por US\$ 32,92 millones y la cartera titularizada por US\$ 70,71 millones, que constituyen los principales componentes estructurales de esta categoría. Asimismo, se registraron activos por derecho de uso en US\$ 14,16 millones, propiedad, planta y equipo por US\$ 5,01 millones, activos intangibles por US\$ 5,84 millones, inversiones en títulos por US\$ 138,29 mil y activos por impuesto diferido en US\$ 10,59 millones.

La composición de activos refleja la relevancia de las cuentas por cobrar y de la cartera titularizada dentro del balance. En particular, las cuentas por cobrar a largo plazo representan el 11,80% del total de activos, mientras que la cartera titularizada aporta un 25,33%. En conjunto, estos dos rubros concentran el 37,14% del activo total, lo que confirma su papel determinante dentro del modelo de negocio y la estructura financiera de la compañía.

Pasivos

Para la fecha de corte, los pasivos de Marcimex S.A. totalizaron US\$ 211,07 millones, conformados por obligaciones corrientes y no corrientes. El pasivo corriente ascendió a US\$ 113,06 millones, compuesto principalmente por obligaciones bancarias corrientes por US\$ 65,84 millones, que representan el 31,20% del total de pasivos. Adicionalmente, las cuentas por pagar sumaron US\$ 47,22 millones, integradas por proveedores (US\$ 27,01 millones), impuestos (US\$ 4,57 millones), compañías

relacionadas (US\$ 3,99 millones), intereses por pagar (US\$ 969,59 mil), pasivos por arrendamiento de corto plazo (US\$ 2,42 millones), prestaciones y beneficios sociales (US\$ 2,92 millones) y otras obligaciones (US\$ 5,30 millones).

El pasivo no corriente alcanzó los US\$ 98,00 millones, distribuido entre garantías extendidas (US\$ 22,46 millones), obligaciones financieras de largo plazo (US\$ 60,50 millones), pasivos por arrendamientos (US\$ 12,27 millones) y provisiones laborales, incluyendo reservas por jubilación patronal (US\$ 1,84 millones) e indemnización por desahucio (US\$ 923,73 mil). Este segmento representa el 46,43% del total de pasivos y corresponde a obligaciones estructurales vinculadas a la operación del negocio.

Patrimonio

Para mayo de 2026, el patrimonio de Marcimex S.A. ascendió a US\$ 68,02 millones, integrado principalmente por el capital suscrito de US\$ 20,00 millones, aportes para futura capitalización en US\$ 34,99 millones, la reserva legal por US\$ 11,13 millones, una reserva por adopción NIIF equivalente a US\$ 963,85 mil y resultados acumulados por US\$ 908,23 mil. Adicionalmente, la compañía mantiene una reserva de capital adicional de US\$ 17,79 mil. Durante el periodo, se registró una transición por US\$ 658,90 mil de resultado del ejercicio a la cuenta de resultados acumulados.

Resultados e Indicadores

Para mayo de 2026, Marcimex S.A. registró ventas netas por US\$ 84,35 millones, con un costo de ventas de US\$ 48,21 millones, lo que generó una utilidad bruta de US\$ 36,14 millones y un margen bruto del 42,84%, ligeramente inferior al del mes previo. Los gastos de ventas alcanzaron los US\$ 34,54 millones, mientras que los gastos de administración ascendieron a US\$ 3,94 millones. Estos rubros absorbieron una proporción significativa de la utilidad bruta y derivaron en una pérdida operativa de US\$ -2,35 millones, equivalente a un margen operativo de -2,78%. Los gastos por ventas representan el punto principal de la operación pero a su vez el que más presiona los márgenes financieros de la entidad.

En el resultado no operativo, la compañía registró gastos financieros por US\$ 3,40 millones, parcialmente compensados por intereses ganados en US\$ 1,87 millones, ingresos por cumplimiento de marcas por US\$ 1,71 millones y otros ingresos netos por US\$ 3,32 millones. Con estos efectos, la utilidad antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta se ubicó en US\$ 1,16 millones. Después de deducir los gastos por participación a trabajadores de US\$ 174,42 mil y el impuesto a la renta de US\$ 329,48 mil, el periodo cerró con un resultado integral positivo de US\$ 658,90 mil, equivalente a un margen neto de 0,78%. En cuanto a los indicadores de rentabilidad, el ROA se ubicó en un 0,23% y el ROE en un 0,96%.

Análisis de la Administradora de la Cartera

La fiduciaria fue constituida en 1985 bajo la denominación Corporación Bursátil Fiducia S.A., posteriormente, en 1994, tras la reforma de sus estatutos sociales, adoptó su nombre actual: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

Su objeto social se centra en la administración de negocios fiduciarios, tanto fideicomisos mercantiles como encargos fiduciarios, y en la función de agente de manejo en procesos de titularización. La compañía cuenta con experiencia en la gestión de distintos proyectos fiduciarios de relevancia, apoyada en procesos estructurados y plataformas tecnológicas orientadas a garantizar la seguridad y resguardo de la información.

La actividad de la fiduciaria se encuentra regulada por la Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero y su respectivo reglamento, así como por las disposiciones de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y el Código de Comercio. El control y supervisión corresponden a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Al corte de análisis, el capital suscrito y pagado de Fiducia S.A. asciende a US\$ 800,00 mil, nivel que se ha mantenido en los últimos años y que refleja el compromiso de sus accionistas con la estabilidad y respaldo patrimonial de la institución.

Composición Accionarial		
Nombre	Valor (US\$)	Participación (%)
Ortiz Reinoso Pedro Xavier	328.000,00	41,00%
Duque Silva Carlos Arturo	256.000,00	32,00%
PROVIDENT Capital Markets PROVCAP S.A.S.	136.000,00	17,00%
Paredes García Xavier Alfredo	80.000,00	10,00%
Total	800.000,00	100%

Fuente: SCVS. / Elaboración: Pacific Credit Rating S.A.

El agente de manejo cuenta con diversos manuales que contienen todos los procesos operativos que se realizan dentro de la empresa, dentro de estos manuales se pueden mencionar:

- **Manual de gestión comercial:** Definir el proceso, normas y políticas que se debe cumplir para realizar la suscripción a un fondo de inversión y el aporte inicial e incrementos correspondientes.
- **Manual de gestión financiera:** Establecer el proceso a realizar por los funcionarios del Fondo, que son aplicables para la provisión de ingresos y gastos.
- **Manual para prevenir el lavado de activos, financiamiento del terrorismo y otros delitos:** Minimizar el grado de exposición de la Fiduciaria al riesgo de ser utilizada para actividades encaminadas al lavado de activos, financiamiento del terrorismo y otros delitos.

Instrumento Calificado

Con fecha 11 de marzo de 2025 se inscribió el Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II, bajo el No. de Inscripción 2025.Q.13.004202, correspondiente al Tramo I por un monto de hasta US\$ 10,00 millones. La colocación se inició el 14 de marzo de 2025 y a la fecha de análisis se ha colocado el cien por ciento del monto autorizado.

Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I	
Características del Instrumento	
Patrimonio Autónomo	Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I
Denominación	VTC - RETAILER 2 - TRAMO 1
Originador	Marcimex S.A.

Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I

Características del Instrumento

Agente de Manejo	Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Agente de Pago	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Administrador de Cartera Comercial	Marcimex S.A.
Agente Colocador	Probrokers S.A. Casa de Valores
Estructurador Financiero	Probrokers S.A. Casa de Valores
Monto de Titularización	US\$ 10.000.000,00
Tasa de Interés	9,50% fija anual
Amortización de Capital y Pago de Interés	Trimestral
Plazo de la Titularización	1.080 días
Cartera para Aportarse	US\$ 8.567.200,66
Sobre colateral a Aportarse	US\$ 2.288.475,18
Periodo de Gracia	1 trimestre de capital
Provisionamiento	1 cuota de capital e interés
Descripción de la Cartera Titularizada	Los instrumentos de crédito que se transfieran al Fideicomiso deberán tener las siguientes características que deberán ser certificadas por el originador, a través de una declaración juramentada a realizarse en forma previa a tal transferencia: a) Hallarse instrumentados en pagarés a la orden que constituyan títulos ejecutivos, cuyo plazo máximo será de cuarenta y cuatro meses. b) Haber sido originados para instrumentar operaciones de crédito de financiamiento de compraventa de los productos ofertados por el Originador a personas naturales, y haber sido emitidos y suscritos de acuerdo con la legislación vigente en el Ecuador. c) Ser válidos, legales y ejecutables, y en su instrumentación no haber contravenido disposiciones legales. d) Contener obligaciones ejecutivas, incondicionales, líquidas, puras y exigibles a su vencimiento. e) Que no existan juicios, retenciones, trabas, embargos o medidas judiciales o cautelares de ninguna clase sobre la cartera o sobre los instrumentos de crédito que la componen, que dificulten o impidan la recaudación o cobro de esta. f) Hallarse garantizados por la garantía de la cartera estipulada como tal en el contrato de fideicomiso. g) No haber sido objeto de demandas judiciales o cualquier proceso litigioso. h) Haber sido generada con vencimientos mensuales de capital e interés. i) No hallarse en mora al momento de su transferencia al Fideicomiso.
Mecanismos de Garantía	La presente titularización cuenta con dos mecanismos de garantía: sobrecolateralización y sustitución de cartera por mora.
Destino de los Recursos	El destino de los recursos obtenidos del proceso de Titularización será en un 100% para capital de trabajo, consistente en el financiamiento / colocación de nuevas operaciones de crédito.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

La colocación se inició el 14 de marzo de 2025, fecha en la cual se colocó el 100% del monto aprobado. A continuación, se presenta la tabla de colocación correspondiente, considerando la fecha inicial de colocación de los valores:

Tabla de Amortización (en US\$)

Número de cupones	Fecha de vencimiento	Capital inicial	Pago de capital	Intereses	Total pagado	Saldo de capital
1	14/06/2025	10.000.000	-	237.500	237.500	10.000.000
2	14/09/2025	10.000.000	1.100.000	237.500	1.337.500	8.900.000
3	14/12/2025	8.900.000	1.100.000	211.375	1.311.375	7.800.000
4	14/03/2026	7.800.000	1.100.000	185.250	1.285.250	6.700.000
5	14/06/2026	6.700.000	1.100.000	159.125	1.259.125	5.600.000
6	14/09/2026	5.600.000	1.100.000	133.000	1.233.000	4.500.000
7	14/12/2026	4.500.000	1.100.000	106.875	1.206.875	3.400.000
8	14/03/2027	3.400.000	1.100.000	80.750	1.180.750	2.300.000
9	14/06/2027	2.300.000	1.100.000	54.625	1.154.625	1.200.000
10	14/09/2027	1.200.000	600.000	28.500	628.500	600.000
11	14/12/2027	600.000	300.000	14.250	314.250	300.000
12	14/03/2028	300.000	300.000	7.125	307.125	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I

PCR considera adecuada la legalidad y la forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo, los cuales se encuentran definidos en la escritura del contrato de constitución del Fideicomiso Mercantil, suscrito el 20 de enero de 2025. Esta operación está respaldada por la respectiva acta de aporte, en donde consta la transferencia de los activos correspondientes al Tramo 1 del fideicomiso, realizada entre Marcimex S.A., en calidad de originador, y Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, en calidad de fiduciaria.

Dicha cartera está conformada por la cartera titularizada, así como por los instrumentos de crédito que sean transferidos al Fideicomiso en virtud de la sustitución o canjes que pueda hacer el Originador, de acuerdo con lo previsto en el contrato.

Características de la cartera de crédito

Los instrumentos de crédito que se transfieran al Fideicomiso deberán tener las siguientes características, certificadas por el originador a través de una declaración juramentada previa a la transferencia:

- Hallarse instrumentados en pagarés a la orden que constituyan títulos ejecutivos, cuyo plazo máximo será de 44 meses.
- Haber sido originados para operaciones de crédito de compraventa de productos ofertados por el Originador a personas naturales, emitidos y suscritos conforme a la legislación vigente en Ecuador.
- Ser válidos, legales y ejecutables, sin contravención de disposiciones legales.
- Contener obligaciones ejecutivas, incondicionales, líquidas, puras y exigibles a su vencimiento.
- No estar sujetos a juicios, retenciones, embargos o medidas judiciales que impidan la recaudación.
- Hallarse garantizados por la garantía de la cartera estipulada como tal en el contrato de fideicomiso.
- No haber sido objeto de demandas judiciales o procesos litigiosos.
- Haber sido generados con vencimientos mensuales de capital e interés.
- No hallarse en mora al momento de su transferencia al Fideicomiso.

Pacific Credit Rating S.A. considera adecuada la legalidad y la forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo, los cuales se encuentran definidos en la escritura del contrato de constitución del Fideicomiso Mercantil Titularización de Cartera Retailer II.

Estado del Fideicomiso

El Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I inició su proceso de colocación en el mercado de valores el 11 de marzo de 2025, fecha en la que se adjudicó el 100% del monto aprobado, conforme a las condiciones establecidas en el prospecto autorizado. Los valores fueron emitidos bajo la Clase A, de acuerdo con la estructura definida para este tramo.

A la fecha de corte, el fideicomiso ha realizado el pago correspondiente a la amortización e intereses de los cupones, en línea con el cronograma establecido en la tabla de amortización. Estos desembolsos se efectuaron conforme a la prelación de pagos prevista en el contrato de fideicomiso y bajo los mecanismos de control establecidos para la administración del patrimonio autónomo.

El fideicomiso evidencia el cumplimiento oportuno de sus obligaciones financieras, marcando el inicio del ciclo de pagos de la emisión y manteniendo la regularidad prevista en el esquema operativo del instrumento.

Situación Cartera de Crédito

A continuación, se presenta la caracterización general de la cartera cedida al Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I, con información a la fecha de corte. El cuadro resume los principales atributos del portafolio, incluyendo su composición, plazos, nivel de endeudamiento y estructura de garantías, elementos que respaldan la capacidad de generación de flujos del patrimonio autónomo.

Descripción de la Cartera	
Tipo	Cartera de Consumo
Periodo de amortización de capital e intereses	Mensual
Tasa de interés máxima	16,77%
Saldo de Cartera titularizada	US\$ 5.320.818,24
Saldo de cartera Sobrecolateral	US\$ 2.288.475,18
Saldo de intereses	US\$ 1.046.769,69
Cuota promedio	US\$ 906,96
Número de operaciones	8.984
Plazo promedio	30,12 meses
Garantía de las operaciones crediticias	Pagarés y Contratos de Compraventa con Reserva de Dominio.

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

A la fecha de corte, la Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I registra un saldo total de cartera y sobrecolateral por US\$ 9,89 millones. El valor promedio de las operaciones se ubica en US\$ 906,96, mientras que el monto máximo registrado corresponde a US\$ 8.305,30 y el mínimo es de cero, evidenciando la dispersión propia de un portafolio de consumo caracterizado por operaciones de bajo monto y amplia atomización.

Detalle de la Cartera titularizada	
Criterio	Monto (US\$)
Promedio	906,96
Máximo	8.305,30

Detalle de la Cartera titularizada

Criterio	Monto (US\$)
Mínimo	0,00

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Pacific Credit Rating S.A.

A la fecha de corte, la cartera cedida al Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I evidencia una concentración significativa en operaciones de 30 a 33 meses, que representan el 67,91% del saldo total. El resto del portafolio se distribuye en plazos que van desde los 12 hasta los 42 meses. Esta estructura refleja la predominancia de créditos de mediano plazo dentro del portafolio de consumo, característica típica del modelo de financiamiento directo utilizado por Marcimex S.A.

Cartera por Plazos

Tipo de Cartera	Monto (US\$)	Participación (%)
12 meses	28.766	0,38%
15 meses	279.322	3,67%
18 meses	145.871	1,92%
21 meses	542.346	7,13%
24 meses	181.763	2,39%
27 meses	603.422	7,93%
30 meses	2.220.678	29,18%
33 meses	2.947.134	38,73%
36 meses	144.964	1,91%
39 meses	238.886	3,14%
42 meses	276.140	3,63%
Saldo total	7.609.293	100,00%

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

A la fecha de corte, la cartera del Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I mantiene una estructura saludable en términos de vencimiento, con el 64,36% de las operaciones al día. Los rangos de mora muestran una distribución acotada, concentrándose principalmente en los tramos de 1 a 30 días (20,91%) y 31 a 60 días (6,17%). Los segmentos superiores, correspondientes a rangos mayores a 60 presentan participaciones moderadas dentro del saldo total. Esta configuración evidencia un portafolio cuya mayor parte se encuentra en cumplimiento regular, en línea con el comportamiento típico de una cartera de consumo con mecanismos de cobranza continua.

Cartera por Rango de Vencimiento

Rango	Monto (US\$)	Participación (%)
Al día	4.897.710,72	64,36%
1-30	1.590.918,46	20,91%
31 - 60	469.617,71	6,17%
61 - 90	263.608,02	3,46%
91 - 120	145.921,21	1,92%
Más de 120 días	241.517,26	3,17%
Saldo total	7.609.293,38	100,00%

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

A la fecha de corte, la cartera del Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I presenta una estructura de tasas de interés concentrada en el tramo máximo autorizado, con el 91,48% del saldo bajo una tasa del 16,77%. Un 2,57% de las operaciones se encuentra pactado a una tasa del 16,06%, mientras que el 5,96% corresponde a créditos registrados con tasa 0%, derivados principalmente de condiciones promocionales o mecanismos comerciales específicos. Esta composición refleja la naturaleza del portafolio de consumo y su alineación con las políticas de originación de la compañía.

Cartera por Tasa de Interés

Tasa de Interés	Monto (US\$)	Participación (%)
0,00%	453.339,48	5,96%
16,06%	195.251,16	2,57%
16,77%	6.960.702,74	91,48%
Saldo total	9.400.817,57	100,00%

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Análisis de Recuperaciones de Cartera y Cancelación de Títulos Valores

El Tramo I de la Titularización de Cartera Retailer II registra recaudaciones acumuladas por US\$ 20,94 millones al corte analizado. De este total, US\$ 19,22 millones corresponden a amortización de capital y US\$ 1,67 millones provienen del pago de intereses.

Recaudaciones totales			
Año	Capital (US\$)	Interés (US\$)	Total (US\$)
Aporte inicial	12.288.475,18	-	12.288.475,18
2025	4.337.955,91	1.202.241,37	5.540.197,28
2026	2.594.283,02	\$474.771,27	3.115.134,24
Total general	19.220.714,11	1.677.012,64	20.943.806,70

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Análisis de Cancelación de Títulos Valores

A la fecha de corte, la Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I registra pagos de capital por un total de US\$ 3,30 millones e intereses por US\$ 871,62 mil, sumando un total de US\$ 4,17 millones. El saldo de capital a la fecha de análisis es de US\$ 6,70 millones.

Detalle de Pagos de Capital					
Descripción	Monto Colocado (US\$)	Pagos de Capital (US\$)	Pagos de Interés (US\$)	Total Pagado (US\$)	Saldo de Capital (US\$)
A	5.000.000,00	1.650.000,00	435.812,50	2.085.812,50	3.350.000,00
A	5.000.000,00	1.650.000,00	435.812,50	2.085.812,50	3.350.000,00
Total General	10.000.000,00	3.300.000,00	871.625,00	4.171.625,00	6.700.000,00

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Análisis del Estado de Situación Financiera del Fideicomiso

A la fecha de corte, el Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II – Tramo I presenta un nivel de activos respaldado principalmente por la cartera titularizada y el sobrecolateral, junto con disponibilidades en efectivo e inversiones de corto plazo.

En el pasivo se reflejan los valores emitidos, diferenciados entre porción corriente y no corriente, mientras que el patrimonio muestra los aportes iniciales, los resultados del ejercicio anterior y las utilidades acumuladas.

Estado de Situación Financiera	
Cuenta	Monto (US\$)
Activos	33.224.155,13
Efectivo y equivalente de efectivo	2.743.184,08
Fondo de renta fija	2.597.461,03
Capital de cartera Tramo I	5.320.818,24
Capital de sobre colateral Tramo I	2.288.475,18
Capital de cartera Tramo II	6.566.465,32
Capital de sobre colateral Tramo II	2.281.544,73
Capital de cartera Tramo III	9.100.988,79
Capital de sobre colateral Tramo III	2.325.217,76
Pasivos	25.723.388,23
Cuentas y documentos por pagar	924.567,40
Porción corriente de valores emitidos	15.698.820,83
Porción no corriente de valores emitidos	9.100.000,00
Patrimonio	7.500.766,90
Aporte inicial	10.000,00
Aporte de cartera	40.079.751,80
Aporte adicional	20.000,00
Entrega de flujos al originador	-33.211.205,99
Ganancias del ejercicio	602.221,09

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

A la fecha de corte, el Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II Tramo I registró ingresos por US\$ 1,36 millones, generados principalmente por la cuenta de otros ingresos – Intereses ganados por cartera tramo I. Mientras que por el lado de los gastos, los gastos administrativos cerraron en US\$ 92,35 mil y los gastos financieros en US\$ 671,56 mil, sumando un total de US\$ 763,94 mil. La deducción de estos gastos sobre los ingresos dio como resultado una utilidad neta de US\$ 602,22 mil.

Estado de Resultados		
Cuenta	Monto (US\$)	
Ingresos		1.366.165,71
Ingresos de Actividades Ordinarias	50.942,57	
Otros ingresos – Intereses ganados por cartera tramo I	1.256.888,37	
Otros ingresos varios	58.334,77	
Gastos		763.944,62
Gastos Administrativos	92.354,65	
Comisiones Causadas	671.564,67	
Otros gastos	25,30	
	Ingresos - Gastos	602.221,09

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Mecanismos de Garantía

La Titularización de Cartera Retailer II Tramo I cuenta con los siguientes mecanismos de garantía, diseñados para proteger a los inversionistas y asegurar el cumplimiento de los pagos de capital e intereses previstos en la emisión.

Sobrecolateralización de Cartera

El primer mecanismo de garantía establecido para el Fideicomiso es la sobrecolateralización, la cual consiste en que el Originador debe transferir al Fideicomiso una cartera adicional a la titularizada, denominada cartera sobre colateral. De acuerdo con lo establecido en el contrato de fideicomiso, esta cartera complementaria deberá mantenerse durante toda la vigencia de la emisión, asegurando un respaldo adicional frente a posibles deterioros en los flujos generados por la cartera titularizada.

La estructura de sobrecolateralización del Tramo I contempla un aporte mínimo de US\$ 2.139.000,00, equivalente aproximadamente al 21,4% adicional sobre el monto titularizado de US\$ 10,00 millones. Esta cartera adicional actúa como respaldo efectivo para cubrir los pagos a los inversionistas en caso de que los flujos generados por la cartera principal resulten insuficientes, constituyéndose en uno de los principales mecanismos de garantía.

El aporte inicial total de cartera al fideicomiso fue de US\$ 12.288.475,18, de los cuales US\$ 2.288.475,18 corresponden a cartera sobre colateral, valor que supera el mínimo requerido, cumpliendo así con lo establecido en la estructura financiera de la operación. Para la fecha de análisis se presentó lo siguiente:

Mecanismo de Garantía		
Monto Sobre colateral Establecido	Monto Sobre colateral (may-26)	Cumplimiento
US\$ 2.139.000,00	US\$ 2.288.475,18	106,98%

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / **Elaboración:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Sustitución de Cartera

La sustitución de cartera constituye uno de los mecanismos de garantía de la presente titularización y se activa a través de los canjes por mora.

Canjes por mora: En estos casos, el Originador se obliga, de manera irrevocable, a realizar de forma mensual, hasta dentro de los diez (10) primeros días de cada mes, el canje de los instrumentos morosos por otros instrumentos de crédito válidos, cuyo saldo insoluto de capital sea al menos equivalente al del instrumento sustituido, y cuyo plazo de vencimiento no exceda los doce (12) meses posteriores al vencimiento del plazo de vigencia de los valores. Estos nuevos instrumentos deberán cumplir con las características exigidas en el contrato de fideicomiso.

Los costos, honorarios y tributos derivados del proceso de sustitución serán asumidos en su totalidad por el originador. En caso de incumplimiento de esta obligación, el Originador se constituirá de pleno derecho como fiador y garante solidario del fideicomiso, sin necesidad de requerimiento adicional alguno, asumiendo la responsabilidad directa del pago de los pasivos con los inversionistas del tramo respectivo y con cualquier tercero, renunciando expresamente a los beneficios de excusión, división y orden.

El presente Tramo I al corte de información ha registrado las siguientes sustituciones de cartera:

Sustituciones de cartera (en US\$)		
Mes del canje	Cartera entrante	Cartera saliente
Jul-25	502.667,92	494.608,78
Ago-25	216.742,87	215.648,81
Sep-25	167.072,87	165.232,12
Oct-25	152.232,62	152.138,77
Nov-25	186.886,63	185.764,80

Sustituciones de cartera (en US\$)		
Mes del canje	Cartera entrante	Cartera saliente
Dic-25	123.142,27	122.525,55
Ene-26	157.445,61	157.217,77
Feb-26	150.521,20	144.092,42
Mar-26	105.572,53	103.228,44
Abr-26	104.982,42	102.815,71
Total	1.867.266,94	1.843.273,17

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Punto de Equilibrio

El punto de equilibrio constituye uno de los mecanismos de garantía de la presente titularización y corresponde al nivel mínimo de colocación requerido para que la emisión pueda mantenerse en vigencia. De conformidad con lo establecido en la normativa vigente, dicho punto de equilibrio se fija en la colocación de un valor.

El plazo para alcanzar el punto de equilibrio coincide con el plazo previsto para la oferta pública de los valores y su prórroga, de existir. En caso de que no se alcance dicho nivel de colocación dentro del plazo establecido, se dispone que:

- se cancelen en primer término los pasivos con terceros utilizando los recursos disponibles en el fideicomiso y, de no ser suficientes, con aquellos que deba proveer el originador;
- se restituya al originador el remanente de recursos, bienes y derechos existentes en el fideicomiso, a cuenta y cargo de este último; y,
- se declare terminado el fideicomiso y se proceda con las tareas de liquidación correspondientes.

En la presente emisión, la totalidad de los valores fue colocada el 11 de marzo de 2025, cumpliendo así de manera inmediata con el punto de equilibrio exigido en el contrato de fideicomiso.

Cobertura del Saldo de Cartera Titularizada, Fondos Disponibles y Cuentas por Cobrar

A la fecha de corte, el Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo I mantiene una cobertura holgada frente a sus obligaciones con los inversionistas. La suma de la cartera titularizada (capital + sobrecolateral), el efectivo disponible y el fondo de renta fija asciende a US\$ 12,94 millones, mientras que el saldo por pagar a los inversionistas es de US\$ 6,70 millones. Esto se traduce en un nivel de cobertura del 193,28%, evidenciando que el patrimonio autónomo dispone de recursos suficientes para atender los compromisos de la emisión.

Cobertura Fideicomiso frente al Saldo por Pagar Inversionistas	
Cuenta	Monto (US\$)
Saldo Cartera Titularizada	5.320.818,24
Saldo Cartera Sobrecolateral Titularizada	2.288.475,18
Efectivo y Equivalente de Efectivo	2.743.184,08
Fondo de Renta Fija	2.597.461,03
Cartera+ Sobrecolateral+ Efectivo + Fondos	12.949.938,53
Saldo por Pagar Inversionistas	6.700.000,00
(Cartera+ Disponible+ Cuentas por Cobrar) /Saldo por Pagar	193,28%

Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Metodología para el Cálculo del Índice de Siniestralidad

El Estructurador Financiero consideró la metodología para calcular el índice de siniestralidad basado en el análisis de morosidad y el análisis de cosechas de créditos otorgados desde enero de 2021 hasta noviembre de 2024.

Cálculo de la Morosidad

La cartera de créditos se divide en cinco bandas de mora: más de 0, 30, 60, 90 y 120 días. Estas bandas permiten clasificar y analizar el comportamiento de los créditos en función de su grado de morosidad. El análisis se basó en la "colocación mensual", que es la suma de los créditos emitidos en un mes específico, y se realizó un seguimiento de la morosidad a medida que los créditos maduran.

El Estructurador Financiero, consideró que la mora superior a 120 días como el umbral de siniestralidad de la cartera, debido a que a partir de este punto la curva de morosidad alcanza su madurez, reflejando la pérdida esperada. Esto se debe a que, tras superar este periodo, la probabilidad de recuperar la cartera se reduce significativamente, y la disposición del cliente a cumplir con sus pagos se ve afectada, aumentando así la incertidumbre de recuperación y justificando su clasificación como pérdida.

Cosechas y Análisis

El concepto de "cosecha" se refiere al análisis de un conjunto de créditos otorgados en un mismo periodo. Las cosechas permiten observar el comportamiento de la morosidad a lo largo del tiempo, facilitando la identificación de patrones de incumplimiento y la evolución del riesgo crediticio.

Las cosechas de morosidad superiores a 120 días muestran patrones distintos en los últimos años. En 2022, la morosidad aumentó significativamente a partir del mes 29, superando el pico de 2021, mientras que en 2023 mantuvo una tendencia similar, pero con niveles ligeramente superiores. En 2024, la curva inicial está alineada con años

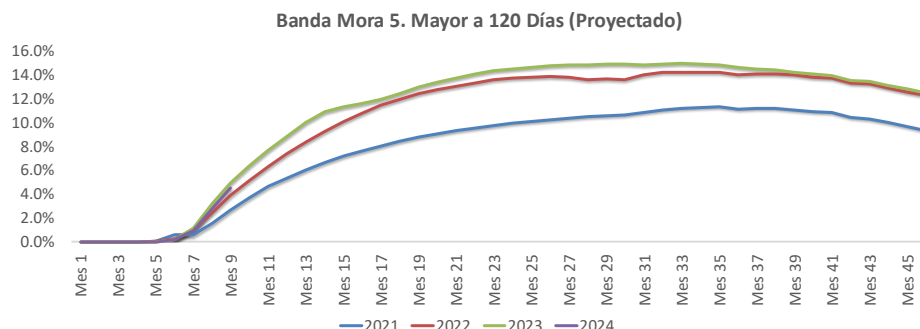
anteriores, aunque aún no muestra un repunte, y se proyecta que se mantendrá por debajo de los niveles de 2022 y 2023, según las tendencias observadas en otros rangos de mora.

La morosidad en la Banda 5 se analiza mediante un modelo polinómico de sexto grado, que logra un ajuste del 99,75% en las curvas promedio de 120+ días desde 2021. Este modelo captura con precisión las complejidades y fluctuaciones de los patrones de morosidad, proporcionando una herramienta matemática confiable para el análisis y la predicción de riesgos. Su alto nivel de ajuste garantiza que las principales variaciones en los datos sean representadas de manera efectiva.

Proyecciones de morosidad

El análisis de las cosechas de morosidad muestra que en 2023 se observó un aumento pronunciado en los primeros meses en comparación con los años anteriores, alcanzando un pico más alto. Sin embargo, para 2024, la morosidad ha seguido una tendencia inicial más estable, con niveles inferiores a los observados en 2022 y 2023, lo que sugiere una mejora en la calidad de la cartera de créditos.

Este análisis se realizó para todas las bandas de mora, lo que permitió obtener una visión más completa del comportamiento de la cartera en diferentes horizontes temporales. El modelo polinómico de grado 6 utilizado para las bandas de 30, 60, 90 y más de 120 días también mostró altos niveles de ajuste, superando el 99% en la mayoría de los casos.



Construcción de Escenarios

Para estimar los posibles escenarios de siniestralidad, el Estructurador Financiero calculó las desviaciones estándar en las curvas de morosidad. Esto permitió construir intervalos de confianza del 95%, generando curvas superiores e inferiores para prever el comportamiento futuro de la cartera. Además, se tomaron en cuenta las proyecciones de morosidad y se estimaron las pérdidas esperadas para los diferentes escenarios.

Además, se considera las precancelaciones de crédito como un factor que afecta el flujo de recuperación de la cartera. Se calculó un indicador de prepago promedio anual del 0,74%, con un intervalo de confianza entre 0,55% y 0,91%. Este valor se utiliza para ajustar las proyecciones de flujo de efectivo y estimar la siniestralidad de la cartera.

Índice de siniestralidad

El índice de siniestralidad se calcula considerando tanto la morosidad como el prepago de la cartera. Se determinó que, durante un periodo de 36 meses, la suma de las desviaciones por mora y prepago asciende a aproximadamente US\$ 1,09 millones. El análisis de las cosechas de mora superior a 120 días en 2021, 2022 y 2023 reveló que el índice de siniestralidad promedio es del 13,52%, que al incluir el efecto del prepago se ajusta a un 14,26%.

Este índice se utiliza para estimar las pérdidas esperadas en la cartera y asegurar que, en un escenario de estrés, el sobrecolateral sea suficiente para cubrir las obligaciones con los inversionistas.

Cosechas de cartera +120 días	% Mora
Max 2021	11.34%
Max 2022	14.25%
Max 2023	14.97%
Promedio	13.52%
Prepago	0.74%
Índice de Siniestralidad	14.26%

Fuente: Informe de estructuración financiera / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Cobertura de los Mecanismos de Garantía

Considerando el saldo total de cartera (titularizada y sobrecolateral) a la fecha de análisis, la cobertura respecto al capital emitido pendiente de pago es de aproximadamente 2,22 veces.

Mecanismos de Garantía	Mayo 2026
Cartera total	7.609.293,42
Cartera sobrecolateral	2.288.475,18
1.5 índice de siniestralidad	13,53%
1.5 índice de siniestralidad (US\$)	1.029.537,40
Cobertura	2,22

Fuente: Informe de estructuración financiera / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

La titularización analizada cuenta con dos mecanismos de garantía que consiste, por un lado, establecer un sobrecolateral que cubre el 1,5 del índice de siniestralidad y, por otro lado, realizar la sustitución de cartera con mora mayor a 120 días, lo que genera un excedente de cartera que cubre la siniestralidad estimada.

La Calificadora de riesgos considera que los flujos de la reposición permiten generar una cobertura ampliada para titularización resguardando los intereses de los inversionistas y a su vez, generando un excedente de flujos en el fideicomiso que puede ser repuesto al Originador de la cartera, volviendo eficiente los mecanismos de la titularización.

Restitución de Fondos por Exceso de Flujos

A partir de la fecha de emisión y bajo instrucción del Originador, mensualmente, y siempre que se hayan realizado los canjes por mora, el Originador reemplazará los excedentes de flujo con una nueva cartera que deberá aportar. El saldo insoluto de capital de esta nueva cartera deberá ser al menos igual al excedente de flujo a entregar al Originador, y su plazo de vencimiento no podrá superar los 12 meses después del vencimiento de los valores. Los instrumentos de crédito deben cumplir con las características mencionadas en el numeral 2.22 del contrato de fideicomiso.

Se considerarán excedentes de flujo aquellos recursos que queden en el fideicomiso después de realizar las provisiones mencionadas en el numeral 9.13 de la cláusula novena del contrato, siempre que no haya pasivos pendientes con inversionistas.

Los costos, gastos, honorarios y tributos relacionados con esta obligación serán asumidos por el originador. El fideicomiso no reemplazará los excedentes de flujo si la nueva cartera no ha sido transferida previamente.

Asamblea de Inversionistas y Comité de Vigilancia

Acta de Asamblea Extraordinaria del Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer 2, celebrada el 05 de noviembre de 2025: La Asamblea se instaló en la ciudad de Quito, en las oficinas de Fiducia S.A., con la presencia del representante de los inversionistas, verificándose el quórum correspondiente al 100% de los valores colocados del primer y segundo tramo de la titularización.

Durante la sesión se trató la ratificación o remoción de los miembros del Comité de Vigilancia, resolviéndose ratificar a Christian Santiago Izurieta Cruz como Presidente, Rodrigo Gerardo Salvador Granda como Vicepresidente y Andrés Patricio Chiriboga Egas como Secretario del Comité de Vigilancia. Adicionalmente, se revisó la posibilidad de asignar funciones adicionales a los miembros del Comité; sin embargo, el representante de los inversionistas resolvió no otorgar atribuciones adicionales a las ya establecidas en el contrato del fideicomiso.

En este sentido, se dejaron conocidas las funciones del Comité de Vigilancia, orientadas al seguimiento del cumplimiento normativo, contractual y operativo del fideicomiso, así como a la supervisión de la fiduciaria, la titularización y los mecanismos de administración de cartera.

Situación del Mercado de Valores

El mercado de valores en Ecuador ha mostrado un crecimiento sostenido desde su inicio formal en la década de 1970, consolidándose como un componente relevante para el financiamiento de la actividad productiva del país. Si bien mantiene un tamaño reducido frente a otros mercados regionales, la evolución reciente evidencia una mayor utilización de instrumentos bursátiles por parte de emisores e inversionistas. En 2025, el volumen negociado a nivel nacional alcanzó US\$ 18.223,9 millones, mientras que, al corte de junio de 2026, el valor efectivo acumulado ascendió a US\$ 10.216,0 millones, equivalente a aproximadamente el 7,6% del PIB estimado para el año. Este resultado confirma un inicio de año dinámico para el mercado bursátil ecuatoriano y mantiene la tendencia positiva observada en los últimos ejercicios.

A pesar de los avances registrados, el mercado bursátil ecuatoriano aún enfrenta limitaciones estructurales y coyunturales asociadas con la profundidad del mercado secundario, la baja participación de instrumentos de renta variable y la concentración de las negociaciones en instrumentos de renta fija. A su vez, la percepción de riesgo país, las necesidades de financiamiento público y las condiciones de liquidez de la economía inciden en las decisiones de inversión, especialmente en el apetito por plazos más largos y por instrumentos de capital.

El mercado de valores es un sistema donde se realizan operaciones de inversión destinadas a financiar actividades que generan rentabilidad. Esto se lleva a cabo mediante la emisión y negociación de valores, tanto a corto como a largo plazo, y a través de operaciones directas en las bolsas de valores. Entre sus principales ventajas se encuentran la organización, eficiencia y transparencia de las transacciones, así como una intermediación competitiva que canaliza el ahorro hacia la inversión y permite generar recursos para financiamiento de mediano y largo plazo.

Para diciembre de 2022, el monto negociado se ubicó en US\$ 13.451,6 millones, equivalente a cerca del 12% del PIB y con una contracción anual frente al año previo. En 2023, el monto negociado totalizó US\$ 13.313,1 millones, equivalente al 11% del PIB. Posteriormente, en 2024 el valor efectivo negociado aumentó a US\$ 15.752,2 millones, mientras que en 2025 alcanzó US\$ 18.223,9 millones, equivalente al 14% del PIB, consolidándose como el monto anual más alto de la serie reciente. Al corte de junio de 2026, el monto acumulado ascendió a US\$ 10.216,0 millones, considerando únicamente las negociaciones registradas durante el primer semestre del año.

Durante junio de 2026, las negociaciones mensuales alcanzaron US\$ 1.484,0 millones a nivel nacional. De este monto, la Bolsa de Valores de Quito concentró el 63,1%, equivalente a US\$ 935,8 millones, mientras que la Bolsa de Valores de Guayaquil representó el 36,9%, con US\$ 548,2 millones. En el mes se registraron 4.234 transacciones, de las cuales 2.551 correspondieron a Quito y 1.683 a Guayaquil. Asimismo, la renta fija concentró el 97,9% del valor mensual negociado, mientras que la renta variable representó el 2,1%.

Las negociaciones acumuladas del mercado de valores ecuatoriano registraron un volumen de US\$ 10.216,0 millones a junio de 2026. Del total negociado, el sector público concentró el 59,70% de las operaciones, equivalente a US\$ 6.098,8 millones, mientras que el sector privado representó el 40,30%, con un monto aproximado de US\$ 4.117,2 millones. Esta composición evidencia una participación relevante del Estado como demandante de financiamiento en el mercado de capitales local, aunque el segmento privado continúa aportando una proporción significativa del volumen bursátil.

En términos de estructura del mercado, el mercado primario continuó concentrando la mayor parte de las transacciones, con US\$ 7.561,8 millones negociados, equivalentes al 74,02% del total, mientras que el mercado secundario alcanzó US\$ 2.654,2 millones, representando el 25,98%. Esta composición refleja que la actividad bursátil sigue vinculada principalmente a la colocación inicial de instrumentos financieros, por lo que la profundización de la negociación secundaria continúa siendo un elemento relevante para mejorar la liquidez y la formación de precios del mercado.

Por tipo de instrumento, la renta fija mantiene un claro predominio dentro del mercado, con US\$ 10.111,7 millones negociados, lo que representa aproximadamente el 98,98% del total acumulado a junio de 2026. En contraste, la renta variable alcanzó US\$ 104,4 millones, equivalentes al 1,02% del volumen negociado. Este comportamiento reafirma el perfil conservador del mercado de valores ecuatoriano, caracterizado por una fuerte preferencia por instrumentos de deuda frente a mecanismos de financiamiento mediante capital accionario.

Por tipo de títulos, a junio de 2026 los instrumentos de mayor negociación fueron principalmente valores de renta fija utilizados para financiamiento público, cobertura de liquidez y rotación de cartera. Entre los títulos de mayor volumen destacaron:

- Bonos del Estado
- Certificados de inversión
- Notas del Tesoro
- Certificados de depósito
- Notas de crédito

En términos acumulados, los bonos del Estado registraron US\$ 2.262,6 millones negociados; los certificados de inversión, US\$ 2.075,3 millones; las notas del Tesoro, US\$ 1.826,9 millones; los certificados de depósito, US\$ 1.731,5 millones; y los certificados de tesorería, US\$ 153,1 millones. En conjunto, estos instrumentos concentraron US\$ 8.049,4 millones, equivalente a una parte significativa del valor efectivo negociado durante el primer semestre de 2026.

Este patrón de negociación confirma una preferencia por instrumentos de renta fija que ofrecen rendimientos estables y menor volatilidad frente a alternativas de renta variable de mayor riesgo. En particular, los bonos del Estado, certificados de inversión, notas del Tesoro y certificados de depósito concentraron la mayor proporción del volumen negociado en renta fija durante el período enero-junio de 2026. Este comportamiento refleja una estructura de mercado orientada a instrumentos de deuda, con alta sensibilidad a las condiciones de liquidez, plazo, rendimiento y percepción de riesgo crediticio.

A nivel sectorial, durante junio de 2026 las mayores negociaciones se concentraron en actividades de servicios financieros, con US\$ 662,6 millones, seguidas por administración pública, defensa y planes de seguridad social obligatoria, con US\$ 570,8 millones. En menor proporción se ubicaron comercio al por mayor y al por menor, con US\$ 138,0 millones; fabricación de productos de plástico, con US\$ 26,4 millones; y fabricación de productos derivados del metal, excepto maquinaria y equipo, con US\$ 14,0 millones. Esta distribución es consistente con la alta concentración del mercado en instrumentos financieros y valores emitidos por entidades públicas.

El análisis por calificación de riesgo muestra que los papeles con mejor nota crediticia concentran los mayores volúmenes negociados. En el caso de papel comercial, los instrumentos con calificación AAA registraron US\$ 277,2 millones negociados, con una TEA promedio ponderada de 5,03%; los instrumentos AAA- alcanzaron US\$ 130,7 millones, con una TEA de 8,12%; y los instrumentos AA+ sumaron US\$ 81,7 millones, con una TEA de 7,99%. En calificaciones inferiores, como AA y AA-, los montos fueron menores, pero las tasas promedio fueron más elevadas, ubicándose en 8,86% y 10,66%, respectivamente. Esto evidencia que el mercado continúa diferenciando el rendimiento exigido en función del riesgo crediticio del emisor.

Perspectivas y retos

Este comportamiento reafirma la necesidad de continuar fortaleciendo y profundizando el mercado de valores ecuatoriano, ampliando la base de emisores, dinamizando el segmento de renta variable y promoviendo un entorno regulatorio que incentive tanto la inversión institucional como la participación de inversionistas privados de largo plazo. Asimismo, el fortalecimiento del mercado secundario, la diversificación sectorial de los emisores y la incorporación de nuevos instrumentos financieros constituyen elementos clave para que el mercado de capitales pueda desempeñar un rol más relevante en el financiamiento de la actividad productiva y del desarrollo económico del país.

En este contexto, la evolución reciente del mercado evidencia que, tras el crecimiento alcanzado en 2025, la actividad bursátil mantiene niveles relevantes durante el primer semestre de 2026. El monto acumulado de US\$ 10.216,0 millones a junio refleja una dinámica favorable y, de mantenerse el ritmo de negociación, el mercado podría cerrar el año con un volumen nuevamente elevado frente a su comportamiento histórico. No obstante, esta lectura debe considerarse con cautela, dado que la actividad bursátil puede presentar estacionalidad y depender de colocaciones puntuales de gran tamaño, especialmente del sector público.

A pesar del dinamismo observado, persisten limitaciones asociadas a la profundidad del mercado, la liquidez del mercado secundario y la reducida participación de instrumentos de renta variable. En paralelo, la incorporación de nuevos emisores, el impulso a bonos temáticos, el fortalecimiento de la educación financiera y la mayor participación de inversionistas institucionales aparecen como factores relevantes para consolidar el desarrollo del mercado de capitales ecuatoriano. La consolidación de un mercado más diversificado permitiría reducir la dependencia de instrumentos de deuda pública y generar alternativas de financiamiento más amplias para el sector privado.

A continuación, un detalle de las titularizaciones que mantiene el Originador vigentes en el mercado.

Presencia Bursátil				
Instrumento	Número de Resolución	Fecha de Aprobación	Monto Aprobado (US\$)	Calificaciones
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail I Tramo I	SCVS-INMV-DNAR-2023-00036613	06/03/2023	5.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail I Tramo II	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008897	20/12/2022	25.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail I Tramo III	SCVS-INMV-DNAR-2023-00036613	06/03/2023	5.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail II Tramo I	SCVS-INMV-DNAR-2023-00039797	08/06/2023	10.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail II Tramo II	SCVS-INMV-2023-00093801	13/06/2023	10.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail II Tramo III	SCVS-INMV-DNAR-2024-00008788	17/04/2024	10.000.000,00	AAA
Fideicomiso Titularización Cartera Crédito Retail II Tramo IV	SCVS-INMV-DNAR-2024-00013228	09/09/2024	10.000.000	AAA
Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer I	SCVS-INMV-DNAR-2024-00015310	07/11/2024	10.000.000	AAA
Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II Tramo I	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00003233	28/02/2025	10.000.000	AAA
Fideicomiso Titularización de Cartera Retailer II - Tramo II	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00025518	14/07/2025	10.000.000	AAA

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.