

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública y de la respectiva Escritura Pública de Emisión y demás documentos habilitantes.

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Segunda Emisión de Obligaciones de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT en comité No. 050-2025, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de febrero de 2025; con base en los estados financieros auditados de los periodos, 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos con corte diciembre 2024, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas por un monto de hasta USD 1.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de alimentos en el Ecuador reflejó crecimientos consecutivos entre 2021 y 2023, impulsado por el consumo a nivel nacional y la reactivación de varias actividades económicas. Sin embargo, diferentes factores en 2024 como la inseguridad y la crisis energética causaron cierta incertidumbre, reflejado en una ralentización y una variación interanual de 0,10% al tercer trimestre del año. Aun así, esta cifra es superior a la contracción de la economía ecuatoriana, lo que refleja la importancia del sector en la actividad económica del país. De cara a 2025, el manejo de la crisis energética se presenta como un factor determinante para el nivel de la actividad económica del sector, mientras que las exportaciones se pueden beneficiar de los acuerdos comerciales que abren las puertas a nuevos mercados de forma preferencial.
- PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT fue constituida como una extensión hacia atrás en la cadena productiva de Adilisa Holding. Este conglomerado familiar es propietario de diversas empresas en el mercado ecuatoriano, y su firma más emblemática es Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA. Es relevante destacar que las personas naturales atrás de la empresa poseen una vasta trayectoria empresarial, lo cual queda patente en la diversidad de empresas que supervisan. PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT gestiona su estructura organizativa y operativa funcional basándose en los principios delineados por la Holding. La principal fuente de ingresos se deriva de la importación y comercialización de diversas materias primas-micro ingredientes para la industria de alimentación y producción animal.
- PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT ha enfrentado desafíos significativos, como la disminución en ventas en 2023 y el aumento de costos. Sin embargo, ha mostrado resiliencia y capacidad de recuperación en el último año cuando las ventas aumentaron 184% y se optimizaron los costos, disminuyendo su porcentaje sobre las ventas. La empresa mantiene una estructura de activos orientada al corto plazo, con una adecuada gestión de la liquidez y un esfuerzo por mejorar la eficiencia operativa. Aunque el nivel de deuda ha aumentado, el crecimiento en activos indica una capacidad para manejar los desafíos económicos actuales. Además, ha fortalecido la estructura patrimonial mediante un aumento de capital registrado el 03 de enero de 2023 por un monto de USD 200 mil y las ganancias acumuladas de cada año.
- La empresa ha tenido un crecimiento sostenido en el total de activos en el periodo bajo análisis, siendo este crecimiento muy alto (40%) en 2024, lo que ha tenido como consecuencia una generación negativa de flujos operacionales principalmente debido a aumentos en cuentas por cobrar e inventarios. El incremento fue financiado por aumentos en cuentas por pagar y flujos de financiamiento positivos derivados por mayores obligaciones con entidades financieras y deudas con el Mercado de Valores. La proyección denota una generación positiva de flujos operacionales en los próximos años en niveles crecientes lo que permitiría una reducción paulatina de los niveles de deuda a partir de 2026.
- Las proyecciones financieras para PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT reflejan un panorama positivo con expectativas de crecimiento robusto en ventas, estabilidad en la gestión de costos y rentabilidad estable. La empresa está bien posicionada para aprovechar las oportunidades del mercado y superar los desafíos económicos, la clave del éxito radicarán en la capacidad para gestionar eficientemente los costos, mantener un equilibrio saludable entre las cuentas por cobrar y el inventario, y continuar invirtiendo en activos para soportar el crecimiento. Con estas estrategias, PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT podría consolidarse y crecer de manera sostenida en los próximos años.
- La Emisión de Obligaciones bajo análisis cuenta con resguardos de ley y está amparada por Garantía General. Cuenta con un límite de endeudamiento que consiste en mantener un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos, que se cumple. Además, la Emisión contempla una garantía específica consistente en una

Fianza Solidaria otorgada por la compañía Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA, cuya estructura financiera evidencia capacidad de pago en caso de ser necesario, cuenta con activos menos deducciones por encima del monto de la emisión bajo análisis. Cabe señalar que compañía Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA ha tenido presencia en el Mercado de Valores cumpliendo oportunamente con sus obligaciones.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

La principal fuente de ingresos de la empresa se deriva de la importación y comercialización de diversas materias primas para la producción de alimentos para animales, tales como aminoácidos, lecitinas, fosfatos, entre otros. Para el año 2022, las ventas experimentaron un crecimiento de 27,36%, pasando de USD 1,81 millones a USD 2,31 millones. Este aumento fue consecuencia directa de la recuperación económica en el ámbito agroindustrial, así como de la gradual normalización en la demanda y producción de materias primas y alimentos para animales. Sin embargo, en 2023, las ventas cayeron 34,10% debido a un exceso de inventarios en los clientes, sumando USD 1,52 millones. A 2024, las ventas repuntaron significativamente en un 184%, llegando a USD 4,32 millones, gracias a la adjudicación de licitaciones con diversos clientes.

El costo de venta ha estado compuesto principalmente por costos relacionados a la adquisición de la mercadería que posteriormente es comercializada por la empresa. Durante el periodo en estudio la participación del costo de venta ha mantenido una tendencia fluctuante pasando de 86,95% en 2021 a 81,33% para 2022, y a diciembre de 2023 ascendió a 92,55%, por efecto del incremento del costo de la materia prima a nivel internacional. En el último año, el costo disminuyó a 87,85% debido a una mejor gestión de los costos.

En términos de rentabilidad operativa, el margen operativo fue de 9,37% en promedio entre 2021 y 2022, pero en 2023 la empresa registró una pérdida operativa por menores ventas. En 2024, la utilidad operativa alcanzó USD 222 mil, reflejando la mejora en los resultados. El EBITDA también siguió esta tendencia, logrando en 2024 su punto más alto con una cobertura de gastos financieros de 1,24 veces.

La empresa incrementó su endeudamiento con entidades financieras y el Mercado de Valores durante el periodo analizado. En 2021, los gastos financieros fueron USD 54 mil y aumentaron hasta USD 211 mil en 2024 debido a la contratación de nuevos préstamos. También en 2023 y 2024 se emitieron obligaciones en el Mercado de valores para financiar el crecimiento.

Los activos de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT han mantenido una tendencia creciente a lo largo del período bajo análisis. En el año 2021, los activos fueron USD 2,47 millones, experimentando un incremento de 11,71% en el año 2022, debido al comportamiento de los inventarios, que experimentaron un crecimiento USD 538 mil. A diciembre de 2023 los activos incrementaron 8,45% en comparación con el cierre del año 2022, por efecto de las cuentas por cobrar accionistas, cuentas por cobrar no relacionadas y propiedades planta y equipo. A diciembre 2024 continuó el crecimiento, esta vez de 39,90% llegando a contabilizar USD 4,19 millones, debido principalmente en el aumento de cuentas por cobrar comerciales, en consonancia con el aumento en ventas.

Durante el periodo de análisis, las cuentas por cobrar no relacionadas de corto plazo presentaron un comportamiento creciente. Para el año 2024, se observó un crecimiento de 308% en las cuentas por cobrar, lo que reflejó un aumento en el nivel de actividad económica de la mano con el incremento en ventas.

En cuanto al activo no corriente, se analiza la propiedad, planta y equipo y terrenos que corresponden a la mayor parte del activo a largo plazo. Para 2022 la propiedad, planta y equipo incrementó 10,37% en comparación con el año 2021 por adiciones realizadas en instalaciones (USD 15,36 miles) y muebles y enseres (USD 6,23 miles). Al cierre diciembre de 2023 el monto neto de propiedad, planta y equipo fue de USD 732 mil, superior al de diciembre de 2022 (USD 503 mil). A diciembre 2024, este rubro neto contabilizó USD 726 mil, además de un terreno por USD 309 el cual se mantiene desde diciembre 2023.

Durante 2021 los pasivos de la compañía estuvieron concentrados hacia el largo plazo, cuando el pasivo no corriente representó 66,61% del total. No obstante, para diciembre de 2022, esta estructura experimentó un cambio hacia el corto plazo, representando el pasivo no corriente 76,51% del total de pasivos. Esta modificación fue resultado de una disminución de 79,36% en las cuentas por pagar a accionistas. Para diciembre de 2023 la estructura del pasivo estuvo se mantuvo en el corto plazo con una concentración de 52,70% y aumentando a 72,62% del pasivo total a diciembre 2024.

Para 2021 la deuda neta, es decir la deuda de la empresa de carácter financiero menos el efectivo, tenía un valor de USD 567 mil, para 2022 fue de USD 859 mil, mientras que para 2023 aumentó a USD 1,76 millones por efecto de mayor adquisición de la ya mencionada deuda con el Banco Internacional S.A. A diciembre 2024 se mantuvo

el aumento hasta contabilizar USD 2,09 millones debido a mayor deuda tanto con bancos, como con el Mercado de Valores.

En el periodo 2021 – 2024 el patrimonio financió en promedio a los activos en 29,24%. Durante este periodo el patrimonio experimentó fluctuaciones pasando de USD 716 mil en 2021 a USD 1,00 millón en 2022 por efecto de un aporte a futuras capitalizaciones que se realizó mediante transferencia de la cuenta por pagar accionistas y USD 900 mil al cierre 2023. El 3 de enero de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, registró el aumento de capital de USD 200 mil totalizando en un capital de USD 250 mil. Para el cierre diciembre 2023 el patrimonio de la compañía decrece en 10,13% producto de la pérdida del periodo, sin embargo, el comportamiento se revierte hacia diciembre 2024 contabilizando USD 911 mil. Con estas variaciones, PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT tuvo fluctuaciones en su nivel de apalancamiento. En 2021, este indicador se situaba en 2,45 y para 2022 se redujo a 1,76, para culminar en diciembre de 2024 con un índice de apalancamiento de 3,60.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	1.811	2.307	1.520	4.321
Utilidad operativa (miles USD)	168	218	(25)	222
Utilidad neta (miles USD)	85	84	(90)	11
EBITDA (miles USD)	183	240	0	261
Deuda neta (miles USD)	567	859	1.767	2.089
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	273	(300)	(451)	(292)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	231	493	514	707
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(63)	244	944	1.127
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-2,88	0,98	0,00	0,23
Capital de trabajo (miles USD)	112	173	808	732
ROE	11,86%	8,35%	-10,04%	1,22%
Apalancamiento	2,45	1,76	2,33	3,60

Fuente: Estados financieros auditados 2021-2023 y Estados Financieros internos diciembre 2024.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Las proyecciones se basan en premisas que consideran los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico de los principales índices financieros y las proyecciones en un escenario conservador.

Después de un año positivo en 2024 en el que PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT experimentó un aumento de 184% en sus ventas, se proyecta que la compañía se continúe este crecimiento en los próximos años. Se estima que para el año 2025, las ventas crezcan 16% con respecto al año anterior, por efecto de la necesidad de abastecimiento de los nuevos clientes de la empresa. Además, se espera que, para los años posteriores, la empresa continúe en una trayectoria positiva, aunque a un ritmo menor, con un crecimiento proyectado de 5% en 2026 y 2027, respectivamente. Cabe destacar que estas proyecciones toman en cuenta la situación económica general del país y las proyecciones de ventas contempladas por el Emisor.

Durante el año 2023, se observó que la participación del costo de ventas se mantuvo alrededor de 92,55% del total de ingresos ordinarios, mientras que para el cierre diciembre de 2023 fue de 87,85%. Este patrón refleja la optimización de los costos de las materias primas. Por ende, para el período proyectado, se ha empleado un porcentaje de 88,00%, manteniéndose conservador. Este porcentaje puede variar en función de factores externos como la inflación y la fluctuación de los precios de las materias primas, entre otros.

La proyección de gastos operativos para el período estaría estrechamente ligada al comportamiento histórico de las ventas por lo que se espera que la proporción de los gastos operativos se mantenga en alrededor de 6% para 2025-2030. Por otro lado, los gastos financieros están influenciados por la amortización de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, así como por la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo que incluye la Segunda Emisión de Obligaciones. De esta manera, se espera que los gastos financieros para 2025 crezcan alrededor de 12% y varíen en función de la estructura de financiamiento utilizada por la empresa hasta el año 2030. Con estas premisas se prevé que exista utilidad neta para el año 2025 en el orden de USD 43 mil.

En el contexto del Estado de Situación Financiera, se evidenció un aumento en la cartera de clientes, lo que resultó en la necesidad de extender el crédito para responder a la creciente demanda del mercado. Para el período proyectado, se anticipa que el tiempo promedio de la cartera vigente se ubique en torno a los 80 días para 2025 y 78 días para 2026-2030. Asimismo, se prevé que la rotación de los inventarios siga en aumento, manteniendo un promedio de 70 días en 2025 y 75 días durante el período 2026 - 2030.

Se espera que la estructura del pasivo de la compañía siga una tendencia similar a la histórica, siendo el principal cambio la amortización del monto colocado de la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones. En relación con las cuentas por pagar, se espera un similar apalancamiento en los proveedores, lo que se refleja en la proyección de una rotación de días de proveedores de 91 días para el período proyectado.

A partir de 2025, se generarían flujos operativos positivos lo que permitiría financiar un leve incremento en inversiones y una disminución paulatina de la deuda financiera a partir de 2026, llevando el apalancamiento a valores cercanos a 3,73 en 2025 con tendencia a la baja en los próximos periodos.

FACTORES DE RIESGO

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

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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- El sector agrícola y ganadero está expuesto a fenómenos climáticos que incluyen sequías e inundaciones, que pueden devastar los cultivos y/o afectar la salud del ganado. Además, el cambio climático altera los patrones de lluvia y las temperaturas, reduciendo así la productividad y aumentando la vulnerabilidad del ecosistema en ciertas épocas. El Emisor mitiga este riesgo con un adecuado resguardo sobre los activos mediante pólizas de seguros.
- Volatilidad en los precios de materias primas podría incrementar los costos de producción para las empresas del sector. La empresa mitiga este riesgo manteniendo convenios de compra de materia prima con diversos proveedores, tanto locales como del exterior, lo que le ha permitido abastecerse en el momento necesario.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son: caja-bancos, cuentas por cobrar (clientes y accionistas), otras cuentas por cobrar, anticipo proveedores locales y del exterior, inventarios, seguros anticipados, activos por impuestos corrientes, provisiones, y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de un riguroso proceso de cobro que le ha permitido mantener una cartera saludable.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. Para mitigar el riesgo la compañía cuenta con un detallado análisis de cada uno de sus clientes, lo que posibilita dar un seguimiento continuo y cercano al comportamiento de la cartera. La adecuada administración, política y procedimiento, disminuye la generación de cartera vencida e incobrabilidad.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con las empresas: Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A., Liberty Seguros S.A. y Chubb Seguros Ecuador S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 90 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 2,15% del total de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	C	1.000.000	1.800	9,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación	N/A					
Garantía general	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Consistente en una Fianza Solidaria otorgada por la compañía ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, la misma que sirve para garantizar el pago de las Obligaciones producto de la presente Emisión de Obligaciones.					

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 50% para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas y locales, y con el 50% restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago a proveedores, pago de sueldos y salarios, pago a empresas y personas no vinculadas.
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.
 Presidente Ejecutivo

PERFIL EXTERNO

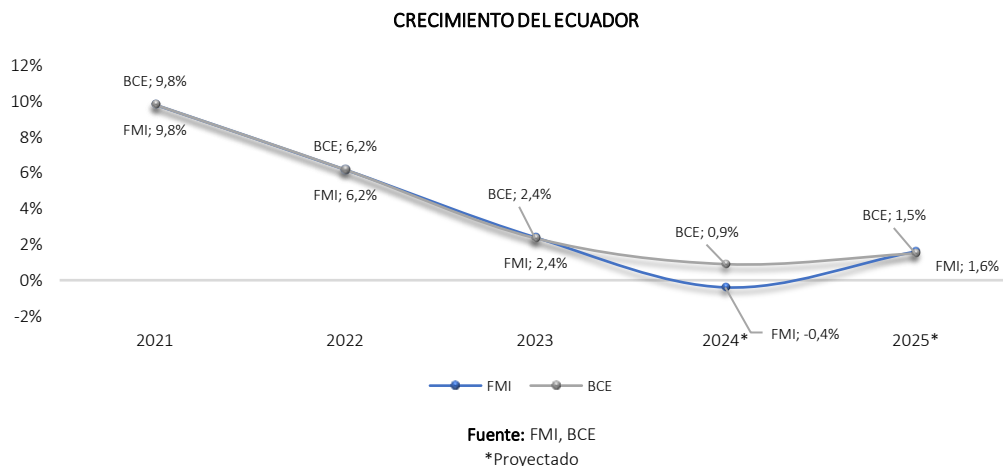
ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2024

Contexto Mundial: El crecimiento sigue sendas dispares en un contexto de gran incertidumbre política.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable, aunque en niveles bajos, con un pronóstico de 3,3% en 2025 y 2026¹, menor al promedio histórico (2000-2019) de 3,7%. Se anticipa que la inflación global se reduciría a un 4,2% en 2025 y a un 3,5% en 2026, acercándose más rápidamente a los objetivos en economías avanzadas que en mercados emergentes y economías en desarrollo. En cuanto a los riesgos a mediano plazo, los factores negativos predominan, mientras que a corto plazo los riesgos presentan efectos contrastantes. En EE. UU., se observan mejoras que podrían impulsar un crecimiento fuerte a corto plazo, mientras que, en otros países, las perspectivas podrían empeorar debido a la incertidumbre política. Las alteraciones generadas por políticas que afectan el proceso de desinflación podrían interrumpir el cambio hacia una política monetaria más flexible, afectando la sostenibilidad fiscal y la estabilidad financiera. Para manejar estos riesgos, las políticas deben enfocarse en equilibrar la inflación y la actividad económica, restaurar los márgenes fiscales y mejorar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo mediante reformas estructurales y el fortalecimiento de normas y cooperación multilaterales.

De similar forma, el Banco Mundial² estima un crecimiento global estable a medida que la inflación se acerca a las metas de los bancos centrales y la relajación de la política monetaria apoya la actividad económica. Esto debería resultar en una expansión mundial moderada de 2,7 % en 2025-2026. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento parecen insuficientes para compensar el daño de varios años de impactos negativos. La mayor incertidumbre en la política económica y los cambios adversos en la política comercial representan riesgos a la baja importantes. Otros riesgos incluyen el aumento de las tensiones geopolíticas, una inflación más alta y fenómenos climáticos extremos. Se requieren medidas de política económica decisivas para proteger el comercio, abordar las vulnerabilidades derivadas de la deuda, combatir el cambio climático, promover la estabilidad de precios, aumentar la recaudación fiscal, racionalizar el gasto, mejorar el capital humano e impulsar la inclusión laboral.

Ecuador: Según el FMI, la proyección de crecimiento para el país es de -0,4% al cerrar 2024 y de 1,6% en 2025.



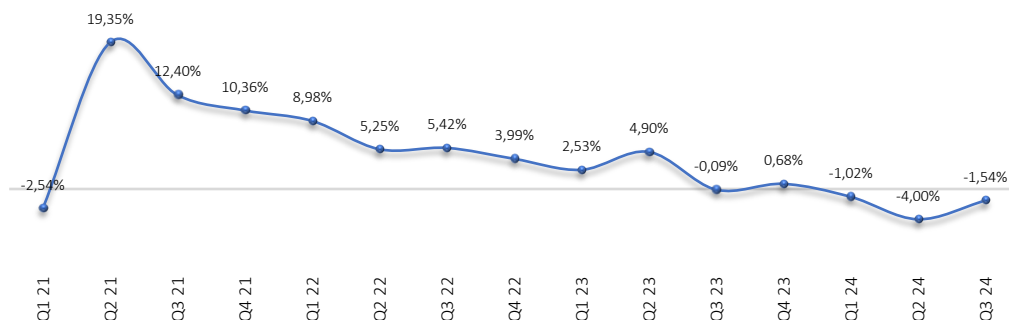
Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2023 el PIB presentó un incremento con respecto a 2022 de 2,36%, impulsado por mayor gasto de gobierno en 3,7% y de mayores exportaciones en 2,3%. El incremento del gasto de gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y con el pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud.³ En tanto que, la dinámica de las exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo crudo, camarones, banano y productos mineros. Por otro lado, las importaciones presentaron una variación interanual negativa de 0,9%, debido principalmente a una disminución en la importación de materias primas en 12,1% como trigo, morcajo y otras manufacturas de metales; así como también en la disminución de donaciones provenientes del exterior en 57,7%.

¹ IMF World Economic Outlook (enero 2025)

² Banco Mundial, Global Economic Prospects (enero 2025)

³ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-reporto-un-crecimiento-interanual-de-0-4-en-el-tercer-trimestre-de-2023>

VARIACIÓN ANUAL DEL VALOR AGREGADO BRUTO DEL ECUADOR



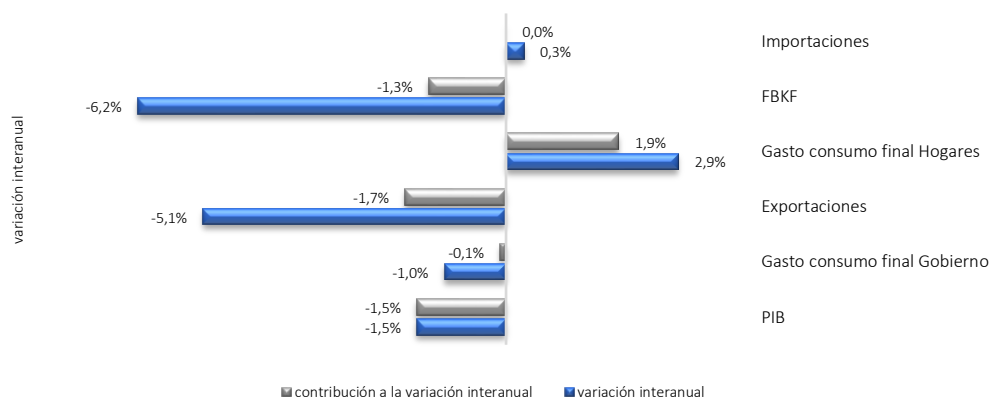
Fuente: BCE

En el tercer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador decreció en -1,54% anual, la segunda caída más fuerte que ha tenido la economía ecuatoriana en términos interanuales desde el primer trimestre de 2021, cuando el país atravesaba la pandemia de Covid-19. Este comportamiento es atribuido⁴ las contracciones interanuales de los componentes del gasto: la formación bruta de capital fijo (FBKF) en -6,2%, de las exportaciones en -5,1%, del gasto de gobierno en -1,04%. En contraste, el consumo de los hogares creció en 2,9% y las importaciones en 0,3%.

El BCE presentó datos que indican que la disminución de la FBKF se debe a la caída interanual del sector de la construcción y a la baja en las ventas de insumos para dicho sector. En cuanto a las exportaciones, se redujeron principalmente por la disminución en las ventas de petróleo crudo, derivados de petróleo, camarón, productos mineros, entre otros. Asimismo, la disminución del gasto público estuvo asociada principalmente a la baja en las compras de bienes y servicios dentro del Presupuesto General del Estado. Por otro lado, el consumo de los hogares aumentó, impulsado principalmente por la mayor demanda de productos alimenticios manufacturados, servicios de arte y entretenimiento, bienes inmobiliarios, así como alojamiento y comidas. Finalmente, las importaciones crecieron levemente debido a la mayor demanda de materias primas, productos intermedios y bienes de capital para la industria y la agricultura.

A septiembre de 2024, a nivel de industrias solamente 6 de los 20 sectores presentaron un desempeño positivo, entre los cuales se destacan: Arte, entretenimiento y otras actividades en 3,7%; Pesca y Acuicultura en 3,2%; Alojamiento y comidas en 2,6%; Actividades inmobiliarias en 1,5%; Agricultura, ganadería y silvicultura en 0,8%; Manufactura de productos alimenticios en 0,1%.

VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q3 2024



Fuente: BCE

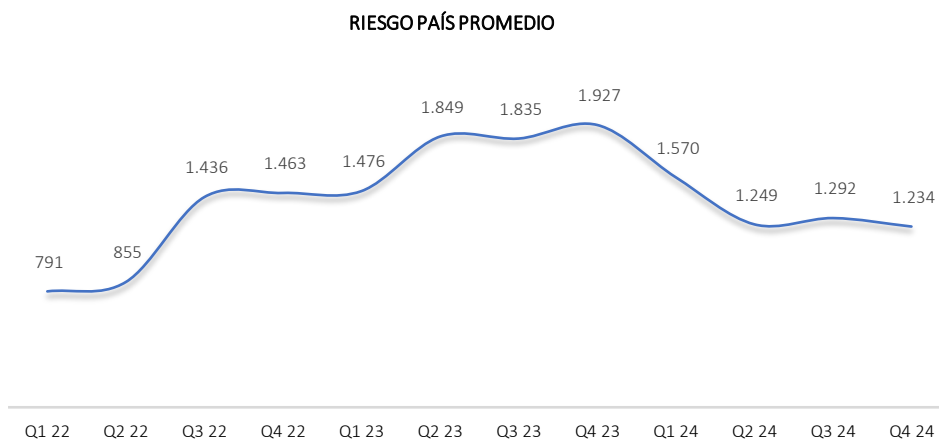
El FMI espera que Ecuador cierre el año 2024 con una contracción de -0,4% (crecimiento de 0,9% según el BCE), lo cual en ambos casos se podría definir como un estancamiento. Si se compara este valor con los países vecinos,

⁴ BCE, Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales (diciembre 2024)

Ecuador crecería por debajo del promedio de la región, considerando cifras esperadas para América Latina y El Caribe de 2,1%. En 2025, se estima una leve recuperación, con un crecimiento de 1,6%⁵.

EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año en torno a 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas⁶. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, debido a que las tasas de interés son más elevadas, lo que representaría un problema considerando el déficit fiscal con atrasos de pagos a proveedores estatales, municipios y seguridad social.

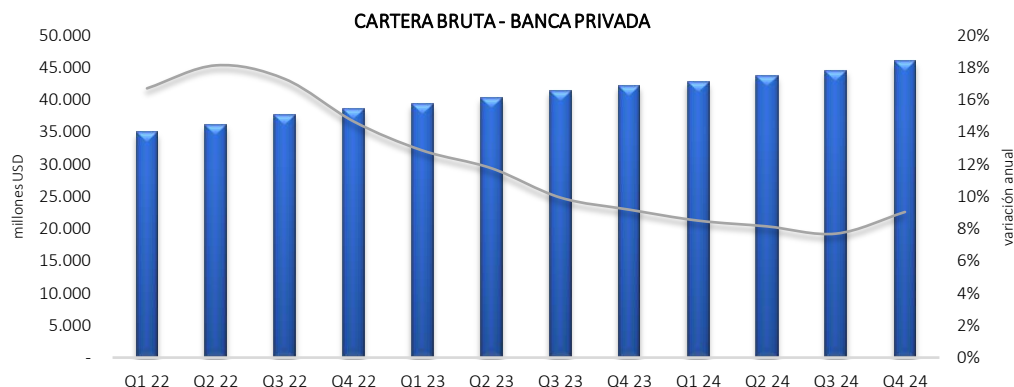


Fuente: BCE

No obstante, en 2024 se observa una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.337 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa, del alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo. Además, la reforma tributaria también contempló contribuciones especiales a las utilidades de la banca y a empresas con ganancias extraordinarias, así como aumento al impuesto de salida de divisas (ISD).

NIVELES DE CRÉDITO

En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública).⁷



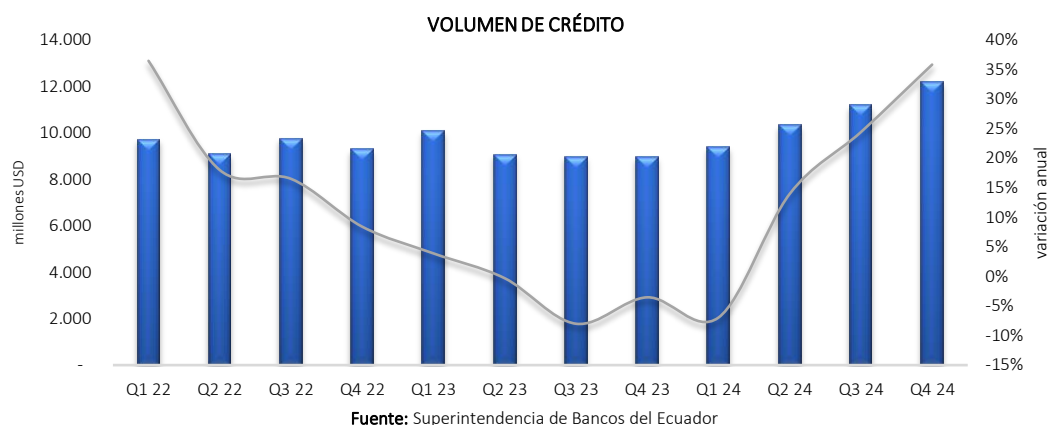
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

⁵ IMF, *World Economic Outlook* (octubre 2024)

⁶ El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga e n mora en sus obligaciones de deuda externa. Mientras más alto el indicador, los acreedores e inversionistas perciben que hay mayor probabilidad de impago y 'default.'

⁷ Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales

En 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 45.934 millones, un 9,03% mayor al valor de 2023. Considerando que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional aumentó en 16,07% a pesar de que factores como la inestabilidad política y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo. Las industrias que más crédito recibieron en el año fueron el Comercio; Industrias Manufactureras; Consumo; Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y; Actividades Financieras y de Seguros.



Según el FMI⁸, se espera que el crédito de la banca privada crezca en los próximos años, aunque en menor porcentaje que años anteriores, impulsado por menor crecimiento de los depósitos y por ende menor dinero disponible para los bancos. Es por eso por lo que la evolución del crédito en 2025 dependerá de factores como el alza en las tasas de interés para atraer depósitos y las tasas de interés que deben pagar los bancos del Ecuador para fondearse en el exterior.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

Las previsiones estiman un crecimiento mínimo de la economía del Ecuador para cerrar el año 2024, con cifras que podrían variar entre -0,4% y 0,9%, según el FMI y el BCE. La economía ecuatoriana entró a una clara fase de desaceleración a partir del tercer trimestre de 2022 e inició un proceso de recesión en el cuarto trimestre de 2023, el cual se mantuvo hasta el tercer trimestre de 2024⁹. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE.

En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética tras la de finales de 2023, crisis que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos empeoren, llegando a sumar 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. El déficit de generación eléctrica se estimó en alrededor de 1.747 megavatios, similar a la potencia total del mayor complejo hidroeléctrico del país, Paute Integral (1.757 megavatios), que representa casi un 38% de la demanda de Ecuador.¹⁰ Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra de Energía y Minas y varios actores del gobierno buscan soluciones como la compra de electricidad a privados o al gobierno colombiano. Según el Comité Empresarial Ecuatoriano (CEE), desde abril de 2024 el sector privado ha acumulado una pérdida económica de USD 4.000 millones en ventas.¹¹ A pesar de que el periodo de cortes energéticos terminó a finales de diciembre de 2024, se espera que los efectos negativos en la productividad de varios sectores se vean reflejados en el crecimiento económico de dicho periodo.

Es por esto por lo que el crecimiento futuro dependerá de factores externos como el precio del petróleo, el desembolso de recursos por parte de organismos multilaterales, el aumento en las exportaciones y el flujo de remesas. El reto del gobierno es generar políticas que fomenten la dinamización de la economía ante el aumento generalizado de los precios, las reformas tributarias, la crisis de inseguridad, y la crisis eléctrica que han desacelerado el consumo de los hogares privados y que llevaron a una contracción notable en la actividad económica del Ecuador durante 2024.

⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/>

⁹ <https://www.primicias.ec/economia/cuatro-indicadores-muestran-economia-ecuador-recesion-74574/>

¹⁰ <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion-riesgos-aumento-apagones-83078/>

¹¹ <https://www.primicias.ec/economia/zonas-industriales-cortes-luz-12noviembre-empresas-perdidas-83064/>

En definitiva, el Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; elecciones en 2025, tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos, incertidumbre política y las crisis de inseguridad y energéticas son algunos de los factores decisivos. Las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

INDICADORES

SECTOR REAL	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	3,74	1,35	0,53	-0,82 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	6,14	0,91	7,53	6,62 p.p.
Empleo adecuado	36,0%	35,9%	33,0%	-2,90 p.p.
Desempleo	4,1%	3,4%	2,7%	-0,70 p.p.

Fuente: BCE, INEC

SECTOR EXTERNO	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	32.658	31.126	34.421	10,59%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	11.587	8.952	9.572	6,93%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	21.071	22.175	24.849	12,06%
Importaciones - millones USD FOB	30.334	29.128	27.743	-4,76%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.325	1.998	6.678	234,25%
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	80,26	71,65	75,92	-2,21%
Riesgo país promedio	1.250	2.055	1.337	-24,60%

Fuente: BCE

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.191	30.489	31.462	3,19%
Cuasidinerio - millones USD	45.120	49.855	57.023	14,38%
Liquidez total (M2) - millones USD	75.310	80.344	88.485	10,13%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.698	27.672	29.776	7,60%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,6	2,9	3,0	0,07 p.p.
Reservas internacionales -millones USD	8.459	4.454	6.900	54,91%
Reservas bancarias -millones USD	7.230	5.484	6.255	14,06%
Tasa activa referencial	8,48%	9,94%	10,43%	0,49 p.p.
Tasa pasiva referencial	6,35%	7,70%	7,46%	-0,24 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados – millones USD	38.462	45.199	43.607	10.341	11.471	10,92%
Gastos fiscales acumulados– millones USD	40.245	45.222	47.883	11.824	12.348	4,43%
Resultado fiscal– millones USD	-1.782	-23	-4.277	-1.483	-877	-40,87%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

PIB ECUADOR	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	9,8%	6,2%	2,4%	-0,1%	-1,5%	-1,4 p.p.

Fuente: BCE

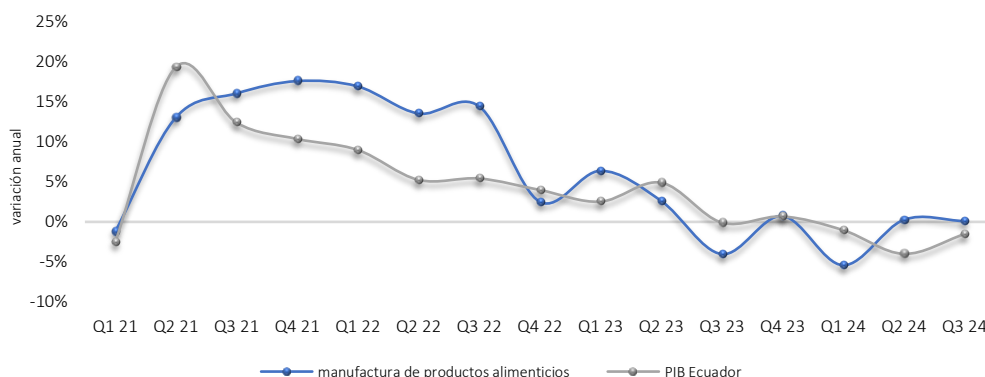
SECTOR MANUFACTURA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS

El sector alimenticio es uno de los principales propulsores de la economía ecuatoriana, considerando que la fabricación de alimentos y bebidas representa gran parte de la producción de la industria manufacturera en Ecuador. Las ventas de la industria desde el 2016 reflejan este dinamismo e, incluso, un fuerte vínculo con la realidad social del país y el mundo al tener una caída considerable en su actividad en 2020 debido a la pandemia. En 2024, la industria de manufactura de alimentos fue una de las más representativas a la economía ecuatoriana en cuanto a la producción de bienes y servicios. Este hecho además se refleja en la contribución del sector a la generación de empleo.

CRECIMIENTO

En 2021 y 2022, el sector de manufactura de alimentos mantuvo crecimientos superiores a dos dígitos, ubicándose en 11,35% y 11,97% anual, respectivamente. Este crecimiento importante respondió a la reactivación de la economía tras la pandemia y el fin de las medidas de restricción, lo que impulsó el consumo a nivel nacional. Sin embargo, el crecimiento en 2023 fue de apenas 0,22%, evidenciando la disminución de consumo ante incertidumbre causada por la inestabilidad política y la crisis de inseguridad, que causa un problema en todo el sistema de distribución de alimentos a través de 'vacunas' y extorsiones, que han incrementado considerablemente¹². Además, a lo largo del año cayó el precio del camarón y la producción de pescado y de aceite, industrias importantes en la productividad del sector.

CRECIMIENTO - MANUFACTURA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS



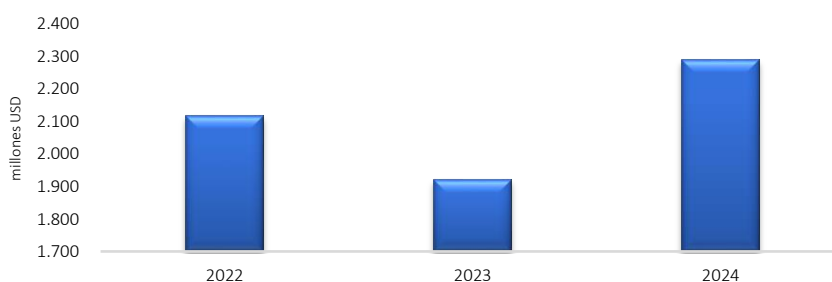
Fuente: BCE

La variación anual en el tercer trimestre de 2024 fue de 0,10% debido a la disminución en la elaboración de aceites y grasas, productos de panadería y pastelería, y otros productos alimenticios diversos¹³. Sin embargo, la Manufactura de Productos Alimenticios registró una tasa de variación interanual positiva de 1,10% en el segundo trimestre del año y de 0,10% en el tercer trimestre. Este crecimiento es explicado por el incremento en las industrias de: el incremento en las industrias de: Elaboración y conservación de carne (2,7%); Preparación y Conservación de Pescado (41,3%); Elaboración de Aceites y Grasas de Origen vegetal (3,5%); Elaboración de Productos Lácteos (6,4%); Elaboración y refinación de azúcar (13,9%); y, Elaboración de Cacao, Chocolate y Productos de Confitería (50,1%).¹⁴ Este sector fue uno de los apenas seis que presentaron crecimientos en un periodo en el cual la economía ecuatoriana se contrajo 1,5%.

CRÉDITO OTORGADO

La Superintendencia de Bancos registró un volumen de crédito de USD 2.117 millones en el sector alimentos creciente en 2022. Sin embargo, en 2023 la variación anual fue de -9,24%. Debido a que el riesgo país incrementó a lo largo ese año, el financiamiento de bancos se encareció, produciendo una contracción en el nivel de crédito otorgado en varias industrias. Además, a lo largo del año hubo incertidumbre por los posibles efectos del fenómeno de El Niño, considerando que en la época lluviosa de 2023 Ecuador registró pérdidas de cultivos de arroz, cacao, banano, ganado y vías que conectan la región Costa con la Sierra, necesarias para el intercambio de productos¹⁵.

VOLUMEN DE CRÉDITO - ALIMENTOS



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

¹² <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/es-critica-la-inseguridad-para-la-distribucion-de-alimentos-y-se-nos-vienen-cosas-mas-complicadas-nota/>

¹³ BCE - Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales I 2024

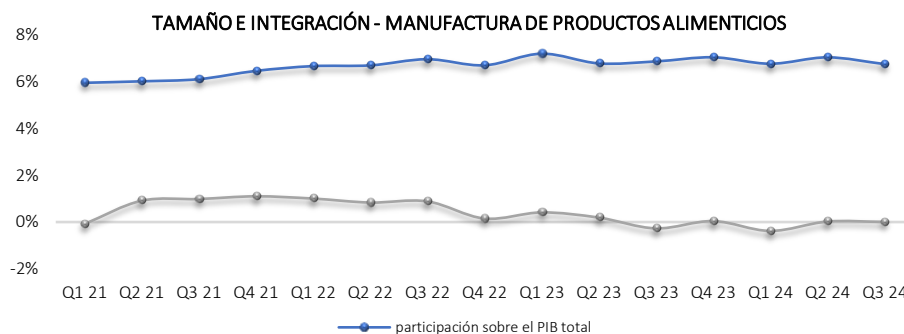
¹⁴ BCE - Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales III 2024

¹⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/alimentos-inflacion-pobreza-fenomeno-nino-ecuador/>

En 2024, se registró un crecimiento importante de 19,16% en el monto total de crédito otorgado, alcanzando una cifra de USD 2.290 millones. El banco privado que más crédito otorgó al sector fue Banco Guayaquil S.A., seguido por Banco Pichincha C.A. y Banco Bolivariano C.A. Las actividades que más crédito han recibido son la elaboración y conservación de pescados, crustáceos y moluscos, seguido por la elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal y la de elaboración de otros productos alimenticios.

TAMAÑO E INTEGRACIÓN

La manufactura de productos alimenticios ha mantenido una participación promedio de 6,67% desde 2021. Se encuentra por encima de la manufactura de productos no alimenticios, las actividades inmobiliarias, las actividades financieras y de seguros y de la construcción, lo que la posiciona como uno de los sectores con mayor relevancia en la productividad del Ecuador.



En cuanto a la contribución del crecimiento interanual del país, la manufactura de productos alimenticios resultó en 0,00% en el tercer trimestre de 2024, cifra inferior al de la contribución al crecimiento promedio de 0,4%.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

En 2023, la incertidumbre por elecciones anticipadas, la crisis de inseguridad y las reformas tributarias causaron una desaceleración en el crecimiento de la manufactura de productos alimenticios, evidenciado también en la disminución del crédito otorgado. Sin embargo, en el último trimestre del año se evidenció un crecimiento de 0,93%, que junto con los demás periodos permitió un crecimiento anual total de 0,22%.

Desde mayo 2024, el acuerdo comercial que el gobierno del expresidente Guillermo Lasso consiguió con China se presenta como una oportunidad de crecimiento y desarrollo ya que permite que un 99% de las exportaciones del Ecuador entren a China con preferencias arancelarias, representando así una ventaja para los productos nacionales ante una de las economías más grandes del mundo, especialmente en sectores y productos agrícolas como el banano, café, camarón, entre otros, que tienen efectos directos sobre el sector alimenticio del país. Sin embargo, el desarrollo se podría ver afectado ante el alza del IVA del 12% al 15%, así como la persistencia de la inseguridad en el país. El costo de la canasta básica familiar, compuesta por 75 productos, se ubicó en USD 795,75 en junio de 2024, esto es un incremento de USD 23,40 con relación a junio de 2023, cuando estaba en USD 772,35¹⁶.

También se debe considerar la crisis energética en el país desde finales de 2023 y que se agravó en el último trimestre de 2024, periodo en el cual ciertos sectores sufrieron hasta 14 horas consecutivas de cortes energéticos. La Cámara de Industrias, Producción y Empleo de Cuenca (CIPEM) calculó que cada hora de corte de luz representa hasta USD 1,2 millones de pérdidas para las empresas manufactureras,¹⁷ mientras que la Cámara de Industrias de Guayaquil estima que fueron de USD 2,4 millones por hora para empresas en Guayaquil. Es por esto que el crecimiento final para 2024 en 2025 dependerá en gran medida de las políticas y reformas adoptadas por el gobierno, así como la resiliencia del sector privado para enfrentar las crisis actuales y tomar ventajas de las oportunidades que se presenten a través de alivios fiscales, mayores exportaciones, entre otras. El BCE prevé un crecimiento de 1,50% al cierre de 2024 y de 2,50% en 2025 para la Manufactura de Alimentos, cifras por encima del crecimiento total esperado de la economía ecuatoriana.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2021	2022	2023	2024*	2025*	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento PIB Manufactura de productos alimenticios	11,35%	11,97%	0,22%	1,50%	2,50%	-11,75

¹⁶ INEC

¹⁷ <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-nocturnos-industrias-empresas-perdidas-78985/>

Fuente: BCE

INDICADORES	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Inflación alimentos y bebidas no alcohólicas (IPC, variación anual)	7,60%	4,24%	0,08%	-4,16 p.p.
Inflación bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (IPC, variación anual)	5,77%	2,90%	4,09%	1,19 p.p.
Inflación productos alimenticios, bebidas y tabaco; textiles, prendas de vestir y productos de cuero (IPP, variación anual)	4,64%	1,51%	1,41%	-0,10 p.p.
Inflación productos de la agricultura, silvicultura y pesca (IPP, variación anual)	7,68%	3,35%	17,10%	13,75 p.p.
Empleo adecuado – manufactura	50,20%	45,60%	47,70%	2,10 p.p.
Desempleo – manufactura	4,80%	2,80%	1,50%	-1,30 p.p.

Fuente: INEC, Ministerio de Producción, SRI

INDICADORES	2021	2022	2023	NOV 2023	NOV 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ventas netas - manufactura (millones USD)	31.105	35.597	35.326	31.551	30.153	-4,43%

Fuente: Ministerio de Producción

POSICIÓN COMPETITIVA

PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT reconoce la importancia de los competidores en el mercado y destaca a compañías como AVIHOL CÍA. LTDA., TADEC S.A. y SOLVESA S.A. como sus principales competidores.

La presencia de estas compañías en el mercado evidencia la existencia de una competencia significativa. Por lo que es necesario para PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT canalizar sus esfuerzos hacia la innovación constante y la optimización de procesos para ampliar la cuota de participación en el mercado de manera efectiva.

COMPETENCIA (DICIEMBRE 2023)	INGRESO TOTAL (USD)	ACTIVO (USD)	PATRIMONIO (USD)	UTILIDAD DEL EJERCICIO (USD)	ROE
Solvesa Ecuador S.A.	53.834.934	49.750.027	37.128.588	2.748.214	7,40%
Tadec Técnicos Agropecuarios del Ecuador Cía. Ltda.	15.232.141	8.954.099	5.819.470	545.289	9,37%
Avihol Cía. Ltda.	9.730.090	9.377.053	1.879.132	90.153	4,80%
PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT	1.520.277	2.995.198	899.548	-90.347	-10,04%

Fuente: SCVS

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que al sector al cual pertenece el Emisor presenta una posición de gran importancia para la economía ecuatoriana y está compuesto de empresas robustas como son las empresas relacionadas de PROTEINAS NATURALES S.A. PROTENAT cuyo comportamiento no se ve mayormente afectado por cambios en el entorno económico ni en los mercados relevantes.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT es una empresa que se especializa en la importación y distribución de una amplia variedad de materias primas destinadas a la producción de alimentos para animales.

2025 ACTUALIDAD	Se registra un aumento en la demanda de sus alimentos balanceados para animales debido a su enfoque en ingredientes naturales y bienestar animal, consolidándose como un actor importante en el mercado de la nutrición animal.
2023 AUMENTO DE CAPITAL	El 3 de enero de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, registra el aumento de capital de USD 200 mil.
2022 AUMENTO DE CAPITAL	El 11 de noviembre de 2022, la Junta General Extraordinaria de Accionistas aprobó aumentar el capital suscrito de la empresa en USD 200 mil mediante la emisión de nuevas acciones.
2019 NUEVO PROPÓSITO	Se reforma el propósito de la empresa orientado a comercializar un portafolio de materias primas-microingredientes para la industria de alimentación y producción animal.

2012 CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL	La Junta General de Accionistas de RICELIN S.A. el 13 de julio de 2012 resolvió cambiar la denominación social de la compañía a la de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT, y reformar el Estatuto Social.
2011 REACTIVACIÓN	La Junta General de Accionistas de RICELIN S.A. reunida el 16 de febrero de 2011, resuelven reactivar la compañía en estado de Liquidación, cumpliendo con todas las normas establecidas por el ente de control.
2009 LIQUIDACIÓN	El 7 de diciembre de 2009, mediante Resolución No. SC.II.DJDL.G.09. la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, efectúa la disolución y liquidación de RICELIN S.A., de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 361 numeral 8 de la Ley de Compañías.
2005 CONSTITUCIÓN	RICELIN S.A. fue constituida el 16 de febrero de 2005 mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario Décimo Sexto del cantón Guayaquil, e inscrita en el Registro Mercantil del cantón Guayaquil el 9 de marzo del mismo año

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

La empresa tiene como misión “comercializar materias primas de manera local para satisfacer las necesidades de la industria alimentaria y de producción animal, a través de su capital humano, política de servicio, gestión, cartera de productos de marcas y fabricantes reconocidos y una mejor relación precio/valor. Cumplir con las expectativas de los clientes y accionistas, respetando el recurso humano, el medio ambiente y contribuyendo con el desarrollo productivo del país”. En cuanto a la visión, “la empresa busca posicionarse en el mercado local como una de las principales opciones, gracias a su prestigio y confianza en el abastecimiento de insumos básicos de calidad para la industria de alimentos balanceados, ofreciendo las mejores experiencias con sus marcas y estableciendo relaciones sostenibles con sus clientes y proveedores”.

La compañía fue establecida como una integración hacia atrás de la cadena productiva que es mantenida por el grupo de accionistas, dentro de un grupo. Este grupo familiar, conocido como Adilisa Holding Group, posee varias empresas en el mercado ecuatoriano, siendo la empresa más representativa Aditivos y Alimentos S.A. Adilisa. Fundada en Guayaquil en el año 2000, se especializa en la fabricación y comercialización de aditivos y alimentos pre-iniciadores para la industria animal en varios segmentos y mantiene una participación en el Mercado de Valores ecuatoriano

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 250 mil, cada acción ordinaria y nominativa de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en su activa participación en la gestión y administración de la compañía.

ACCIONISTAS PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
J. L. Susá Talenti	Ecuador	100.000	40,00%
J. A. Sotomayor Reinoso	Ecuador	100.000	40,00%
J. Susá Gomez	Ecuador	25.000	10,00%
A. J. Susá Sotomayor	Venezuela	25.000	10,00%
Total		250.000	100,00%

Fuente: SCVS

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla las compañías que presentan vinculación representativa, ya sea por accionariado o por administración. La experiencia empresarial de las personas naturales que dirigen la compañía es amplia y evidente, como lo demuestran las numerosas empresas que gestionan o de las que son dueñas:

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	RELACIÓN
Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	Accionariado y Administración
Reproductoras del Ecuador S.A. REPROECSA	Accionariado y Administración
Nuporca Núcleos Porcinos del Ecuador C.A.	Accionariado y Administración
Cordirec S.A.	Accionariado y Administración
Sprazzo S.A.	Accionariado y Administración
Cater-in Service Susagran S.A.S.	Accionariado y Administración
Kanapacha Gastropub S.A.S.	Accionariado y Administración

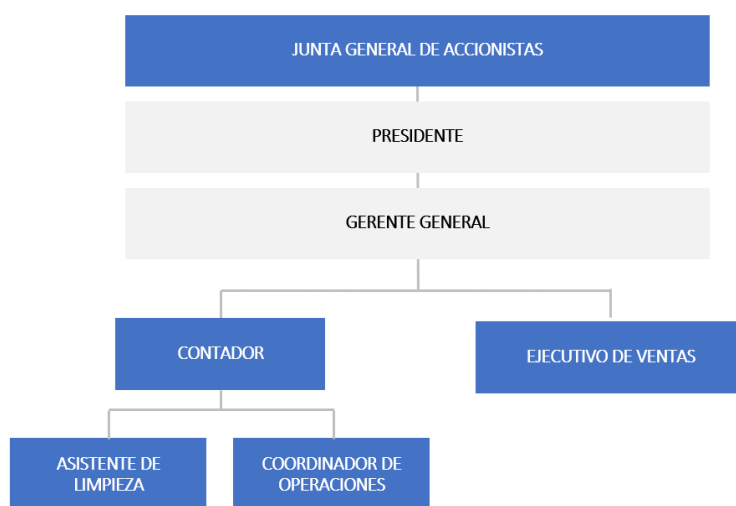
Fuente: SCVS

La compañía es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente y el Gerente General, cada uno con las atribuciones establecidas en los estatutos. La Junta General está compuesta por los accionistas legalmente convocados y reunidos, y es el órgano supremo de la compañía. Las Juntas Generales, ya sean ordinarias o extraordinarias, se celebrarán en el domicilio principal de la compañía, salvo que la ley permita excepciones.

La administración y representación de la compañía están a cargo del Presidente y del Gerente General, quienes actúan individualmente en el ejercicio de sus funciones. La elección del Presidente y del Gerente General se realiza por la Junta General de Accionistas por un periodo de cinco años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente. No es necesario ser accionista de la compañía para ejercer estas funciones.

PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT maneja su estructura organizacional bajo los lineamientos de Gobierno Corporativo de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA que actualmente, cuenta con un directorio no estatutario que es el pilar principal en la toma de decisiones, planificación de las acciones y el cumplimiento de funciones.

A la fecha del presente informe PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT cuenta con 5 empleados, distribuidos entre el área administrativo, supervisor, ventas y operario. La compañía y sus empleados se rigen por los mismos valores en cuanto a integridad y ética moral. Adicionalmente cuentan con evaluaciones de manera periódica y con planes de capacitación. No existen sindicatos y/o comités de empleados.



Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

La empresa actualmente maneja el sistema SAN (*Storage Area Network*), una arquitectura de red diseñada para conectar dispositivos de almacenamiento de datos, como discos duros, a servidores y sistemas de almacenamiento en red. Esta red permite que los dispositivos de almacenamiento sean compartidos por varios servidores, lo que mejora la eficiencia del almacenamiento y la disponibilidad de los datos.

Con todo lo expuesto anteriormente, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencia acorde a su tamaño, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

Al revisar los certificados de cumplimiento de obligaciones con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y con la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se evidenció que la empresa se encuentra al día con todas las entidades. Además de un certificado del buró de crédito en el que se evidencia que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. La empresa no se encuentra involucrada en ningún proceso judicial que pueda poner en riesgo la liquidez o la capacidad de pago.

NEGOCIO

PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT es una empresa que ha tenido un crecimiento significativo en la industria de balanceado y producción animal en los últimos años. Con más de una década de experiencia en la producción y distribución de materias primas micro ingredientes, la empresa decidió expandir su oferta de productos y servicios, incursionando en el mercado de macro ingredientes a principios del año 2014.

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
AMINOÁCIDOS	<p>Para formar proteínas que son principales para la nutrición.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ L-Treonina 98,5% ■ DL- Metionina 99% ■ L-Triptófano ■ L-Valina 98% ■ Lisina HCL 98,5%
MINERALES	<p>Los fosfatos son minerales con alto contenido de fósforo y calcio. Ambos son elementos fundamentales en la dieta animal.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Fosfato Monocálcico 22,3% ■ Fosfato Monodivalente 21% ■ Fosfato Dicalcico 18 %
LECITINAS DE SOYA	<p>Es una mezcla compleja de fosfatidos insolubles en acetona compuesta en su mayor parte por fosfatidil colina, fosfatidil etanolamina y fosfatidil inositol, combinados con otras sustancias tales como triglicéridos, ácidos grasos y carbohidratos.</p>
MEDICAMENTOS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bacitracina de Zinc 15% granular: La bacitracina es un promotor de crecimiento que controla bacterias patógenas presentes en el tracto digestivo de los animales. ■ Coccidiostatos: Son compuestos químicos de amplio espectro para el control de la coccidiosis que se les da a las aves. Estos compuestos químicos matan al parásito en todas sus formas, evitando su reproducción y ciclo biológico dentro de los animales.
PRO-VITAMINAS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Cloruro de Colina 60 % (Base Vegetal): Es un producto del mezclado del cloruro de colina acuoso de base vegetal. Posteriormente es deshidratado hasta alcanzar un bajo contenido de humedad. El cloruro de colina 60%, comúnmente se menciona a la colina como una vitamina del complejo B.
PIGMENTOS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pigmento Amarillo: es natural y en forma de polvo, las Xantofilas amarillas son extraídas de la flor de Cempasuchil. Esta fuente presenta un alto contenido de luteína biodisponible, tratando con antioxidantes. ■ Pigmento Rojo: La cantaxantina se utiliza principalmente en la alimentación animal en combinación con xantofilas para lograr el color amarillo-naranja en la yema de huevo. También es utilizado como pigmentante para la piel y patas de aves.
VITAMINAS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Vitamina C 97% recubierta: se destaca por su liberación lenta y tiene la misma tasa de utilización biológica que la vitamina C. Es necesario para el procesamiento de aminoácidos, y ayuda a los animales absorber muchos minerales. ■ Vitamina E 50%: Acetato de todo-rac-alfa-tocoferilo - C31H52O3 - Grado Alimenticio.

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

Ha logrado consolidarse como uno de los principales proveedores de insumos para la alimentación animal en la provincia de Guayas, cantón Guayaquil, entre los productos que ofrece se encuentran aminoácidos, lecitinas, fosfatos y otros insumos esenciales para la elaboración de alimentos balanceados.

La empresa cuenta con modernas instalaciones ubicadas en el Km 1,6 de la vía Terminal Pascuales, en el Parque Empresarial Nexus 1, que le permiten desarrollar sus actividades de manera eficiente y efectiva.

RIESGO OPERATIVO

Dentro de sus políticas principales, PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con Liberty Seguros S.A., Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A., Chubb Seguros Ecuador S.A. y Seguros Equinoccial S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones y seguro todo riesgo.

RAMOS- PÓLIZA DE SEGUROS	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA DE VENCIMIENTO
Equipo de contratista	Mapfre Atlas Compañía De Seguros S.A.	1/10/2025
Multirriesgo Industrial	Mapfre Atlas Compañía De Seguros S.A.	1/10/2025
Responsabilidad Civil	Mapfre Atlas Compañía De Seguros S.A.	1/10/2025
Fidelidad	Mapfre Atlas Compañía De Seguros S.A.	1/10/2025
Auto colectivo	Mapfre Atlas Compañía De Seguros S.A.	1/10/2025
Transportes	Chubb Seguros Ecuador S.A.	1/10/2025
Accidentes personales	Seguros Equinoccial S.A.	1/11/2025

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT mantiene vigente la Primera Emisión de Obligaciones:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00037879	1.000.000	Vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que presentó el instrumento que PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT mantiene en circulación en el Mercado de Valores:

LIQUIDEZ INSTRUMENTOS	MONTO COLOCADO (USD)	NÚMERO DE TRANSACCIONES	DÍAS BURSÁTILES
Primera Emisión de Obligaciones	979.109	12	257

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

INSTRUMENTO

La Junta General Extraordinaria de Accionistas en su sesión del 2 de febrero de 2025, resolvió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 1.000.000.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	C	1.000.000	1.800	9,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación	N/A					
Garantía general	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Consistente en una Fianza Solidaria otorgada por la compañía ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, la misma que sirve para garantizar el pago de las Obligaciones producto de la presente Emisión de Obligaciones.					
Valor nominal	USD 1,00					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 50% para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas y locales, y con el 50% restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago a proveedores, pago de sueldos y salarios, pago a empresas y personas no vinculadas.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 					
Límite de endeudamiento	PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

La tabla de amortización a continuación se basa en el supuesto que se coloque 100% del monto total establecido.

AMORTIZACIÓN CLASE C	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO INTERESES (USD)	PAGO TOTAL (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	1.000.000	50.000	22.500	72.500	950.000
2	950.000	50.000	21.375	71.375	900.000

AMORTIZACIÓN CLASE C	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO INTERESES (USD)	PAGO TOTAL (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
3	900.000	50.000	20.250	70.250	850.000
4	850.000	50.000	19.125	69.125	800.000
5	800.000	50.000	18.000	68.000	750.000
6	750.000	50.000	16.875	66.875	700.000
7	700.000	50.000	15.750	65.750	650.000
8	650.000	50.000	14.625	64.625	600.000
9	600.000	50.000	13.500	63.500	550.000
10	550.000	50.000	12.375	62.375	500.000
11	500.000	50.000	11.250	61.250	450.000
12	450.000	50.000	10.125	60.125	400.000
13	400.000	50.000	9.000	59.000	350.000
14	350.000	50.000	7.875	57.875	300.000
15	300.000	50.000	6.750	56.750	250.000
16	250.000	50.000	5.625	55.625	200.000
17	200.000	50.000	4.500	54.500	150.000
18	150.000	50.000	3.375	53.375	100.000
19	100.000	50.000	2.250	52.250	50.000
20	50.000	50.000	1.125	51.125	-

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos se verificará en revisiones posteriores. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó que el Prospecto de Oferta Pública cumpla con todos los requerimientos formales necesarios para su análisis.

GARANTÍA ESPECÍFICA

La Garantía Específica consiste en una Fianza Solidaria otorgada por la compañía Aditivos y Alimentos S.A. Adilisa, empresa relacionada especializada en el desarrollo, fabricación y comercialización de aditivos y alimentos pre-iniciadores para la industria animal. por lo que se analiza su situación financiera a continuación. La Fianza Solidaria servirá para garantizar el pago de las obligaciones producto de la presente emisión de obligaciones, por lo que un análisis de la situación financiera de Aditivos y Alimentos S.A. Adilisa se realiza a continuación.

A diciembre de 2024 la empresa contó con un monto de activos totales de USD 23,14 millones compuesto principalmente por cuentas por cobrar por USD 6,62 millones, inventarios por USD 5,11 millones y la diferencia en otros rubros con una menor participación. Por otro lado, la compañía contó con pasivos por un monto de USD 13,85 millones compuestos principalmente por USD 6,19 millones de obligaciones financieras, cuentas por pagar a proveedores por USD 3,06 millones, obligaciones con el Mercado de Valores por USD 1,86 millones y la diferencia en otras cuentas por pagar. El patrimonio neto fue de USD 9,29 millones. Por otro lado, las ventas a diciembre 2024 alcanzaron un monto de USD 21,50 millones y una utilidad neta de USD 2,00 millones.

En cuanto a los activos depurados, estos sumaron un total de USD 13,76 millones, lo que evidencia una cobertura de 1376% sobre el monto total de la presente emisión de obligaciones, evidenciando que en el caso de que PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT no cuente con el flujo necesario para hacer frente al pago de la emisión, Aditivos y Alimentos S.A. Adilisa cuenta con los recursos que respaldan las obligaciones.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de diciembre de 2024, la compañía posee un total de activos de USD 4,19 millones, siendo los activos menos deducciones USD 2,78 millones, evidenciando que el monto máximo de emisión es de USD 2,23 millones.

El proceso para determinar el monto máximo de la emisión es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías

nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir”.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (DICIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
Activo Total	4.190.353
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	41.900
(-) Activos gravados	577.658
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	785.800
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	
Total activos menos deducciones	2.784.995
80 % Activos menos deducciones	2.227.996

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT representaría 98,05% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2024 y 196,11% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con la expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (DICIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
Patrimonio	910.620
200% Patrimonio	1.821.240
Primera Emisión de Obligaciones	785.800
Nueva Emisión de Obligaciones	1.000.000
Total Emisiones	1.785.800
Total Emisiones/200% Patrimonio	98,05%

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

PERFIL FINANCIERO

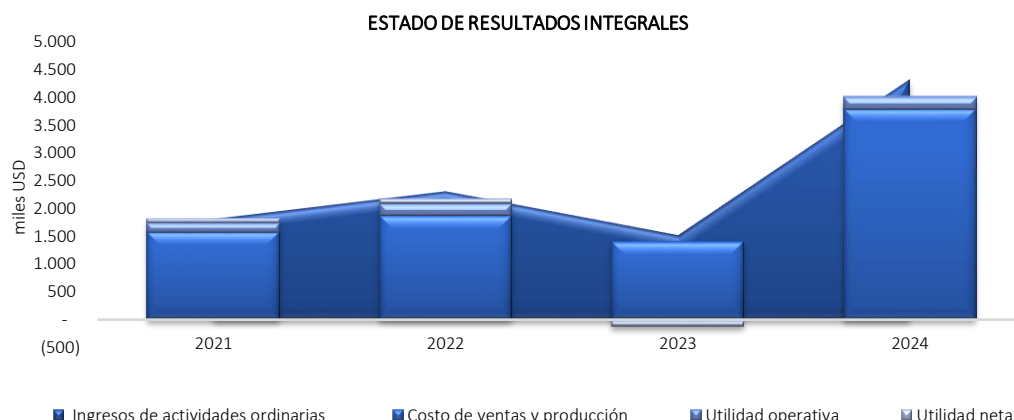
PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros de los años 2021 auditados por SINCORP S.A., los Estados Financieros del año 2022 auditado por Servicios Contables y Auditoría S.A. SERCONAUD y 2023 auditados por Servicios de Contabilidad e Impuestos S.A. Serviconsa. Estos estados financieros no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente, se utilizó información financiera relevante con corte diciembre 2024 según consta en anexos.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

La principal fuente de ingresos de la empresa se deriva de la importación y comercialización de diversas materias primas para la producción de alimentos para animales, tales como aminoácidos, lecitinas, fosfatos, entre otros. Para el año 2022, las ventas experimentaron un crecimiento de 27,36%, pasando de USD 1,81 millones a USD 2,31 millones. Este aumento fue consecuencia directa de la recuperación económica en el ámbito agroindustrial, así como de la gradual normalización en la demanda y producción de materias primas y alimentos para animales. A 2023 las ventas decrecieron 34,10% en comparación con el año 2022, totalizando ingresos por USD 1,52 millones, efecto del sobre stock de los clientes en el año anterior frente al comportamiento del mercado. Finalmente, en 2024, las ventas de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT experimentaron un aumento

nuevamente, esta vez de 184% con respecto a diciembre 2023 y contabilizaron USD 4,32 millones debido a que en 2024 se realizaron licitaciones con distintos clientes lo cual resultó en un incremento en ventas, lo cual se espera continúe en 2025.



Fuente: Estados Financieros auditados 2021 – 2023, Estados Financieros Internos 2024.

En lo que respecta al comportamiento por línea de negocio a diciembre 2024, se evidenció que la línea de MCP (Fosfato Monocálcico) lideró los ingresos con el 35% de la participación, seguida de la Lecitina de soya con 30%. En términos del margen observado para cada línea de negocio, la línea de colesterol proporciona el mejor margen con 86,12%.

INGRESOS Y COSTOS POR LINEA DE NEGOCIO (DICIEMBRE 2024)	INGRESOS (USD)	PARTICIPACION	COSTOS (USD)	MARGEN
MCP	1.498.280	35%	1.331.416	88,86%
Lecitina de soya	1.297.853	30%	1.183.782	91,21%
Valina	250.799	6%	217.310	86,65%
Colesterol	244.450	6%	210.531	86,12%
Treonina	227.425	5%	206.772	90,92%
Metionina	163.673	4%	153.297	93,66%
Otros	484.117	12%	435.623	89,98%
Total	4.261.434		3.792.463	

Fuente: PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT

El costo de ventas ha estado compuesto principalmente por la adquisición de la mercadería que posteriormente es comercializada por la empresa. Durante el periodo en estudio la participación del costo de ventas ha mantenido una tendencia fluctuante pasando de 86,95% en 2021 a 81,33% para 2022, para diciembre de 2023 ascendió a 92,55%, por efecto del incremento del costo de la materia prima a nivel internacional. A diciembre 2024 la situación se revirtió cuando el margen del costo sobre las ventas fue de 87,85% debido a una mejora en la optimización de costos.

Considerando los niveles de ventas y costos mencionados, el margen bruto pasó de 13,05% en el año 2021 a 18,67% en el año 2022 incremento que refleja la eficacia de las estrategias de control de costos adoptadas, contribuyendo a una mayor proporción de ganancia neta en relación con los ingresos totales por ventas. Al terminar el año 2023, el margen bruto se estableció en 7,45%, lo que representó una disminución en comparación con el margen bruto observado en el cierre del año previo, por los resultados antes mencionados. A diciembre 2024, el margen bruto representó 12,15% de las ventas, volviendo a sus valores históricos gracias al aumento en ingresos y una optimización en los costos.

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

En el período comprendido entre 2021 y 2024, los gastos operativos de la compañía estuvieron compuestos por gastos administrativos y de ventas, representando en promedio 8,46% de los ingresos. El gasto más representativo se relacionó directamente con las remuneraciones y los beneficios sociales, 48% del total de los gastos a diciembre 2024.

Al terminar el año 2024, la gestión operativa de la empresa representó 6,20% de los ingresos totales, estableciéndose como el menor margen sobre las ventas en todo el periodo histórico, a pesar del aumento en

gastos en términos monetarios. Dentro de esta categoría, los gastos más representativos fueron: sueldos y salarios (48%), depreciaciones y amortizaciones (15%) y honorarios profesionales (13%).

Producto de lo anterior, la utilidad operativa tuvo fluctuaciones, es así como durante 2021 – 2022 el margen operativo se mantuvo en promedio en 9,37%. Para diciembre de 2023 se registró pérdida operativa por efecto de menores ventas y mayor participación del costo de ventas a pesar de menores gastos operativos. Finalmente, a 2024, la situación se revirtió cuando se registró utilidad operativa por USD 222 mil, debido a los mejores resultados obtenidos.

El EBITDA en función de las fluctuaciones de la utilidad operativa alcanzó USD 183 mil en 2021 que cubrió los gastos financieros en 3,39 veces, los años de pago con EBITDA llegarían a ser 3 años. Para 2022, el EBITDA alcanzó el valor de USD 239 mil lo que cubrió el gasto financiero en 2,98. Producto de la pérdida operativa registrada en el año 2023 no existió cobertura para los gastos financieros, sin embargo, para diciembre 2024 se registró el EBITDA más alto el cual cubrió los gastos financieros en 1,24 veces.

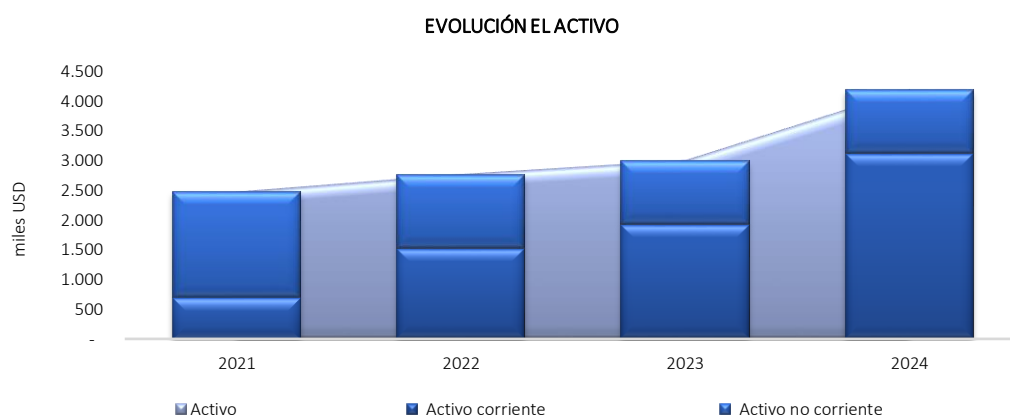
Los gastos financieros de la empresa son variables y dependen de las fuentes de financiamiento utilizadas para la operación. Históricamente, se observó un aumento en estos gastos, pasando de USD 54 mil en 2021 a USD 211 mil en 2024. Este aumento se debe a la obtención de nuevos préstamos bancarios para el desarrollo del negocio, así como la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones en 2023 y 2024.

Durante 2021 PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT mantenía inversiones en la empresa Reproductoras del Ecuador S.A. Reprocsa, las que generaron ingresos operacionales por USD 65 mil. Sin embargo, para el año 2022, la empresa procedió a vender las acciones que poseía, lo que resultó en la ausencia de ingresos no operacionales derivados de esta fuente en dicho periodo.

En 2021, la utilidad antes de impuestos alcanzó los USD 114 mil; y en el año 2022 totalizó en USD 137 mil. Esta evolución correspondiente a los dos períodos se tradujo en un Retorno sobre Patrimonio (ROE) de 12% para 2021 que pasó a ser 8% para 2022. Para diciembre de 2023 el ROE fue negativo por efecto del decrecimiento de las ventas durante dicho periodo y de la pérdida neta. A diciembre 2024, los resultados antes de impuestos se recuperaron y contabilizaron USD 11 mil, lo que se tradujo en un ROE positivo de 1%.

CALIDAD DE ACTIVOS

Los activos de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT han mantenido una tendencia creciente a lo largo del período bajo análisis. En el año 2021, los activos fueron USD 2,47 millones, experimentando un incremento de 11,71% en el año 2022, debido al comportamiento de los inventarios, que experimentaron un crecimiento USD 538 mil. A diciembre de 2023 los activos incrementaron 8,45% en comparación con el cierre del año 2022, por efecto de las cuentas por cobrar accionistas, cuentas por cobrar no relacionadas y propiedades planta y equipo. A diciembre 2024 continuó el crecimiento, esta vez de 39,90% llegando a contabilizar USD 4,19 millones, debido principalmente en el aumento de cuentas por cobrar comerciales, en consonancia con el aumento en ventas.



Fuente: Estados Financieros auditados 2021 – 2023 y Estados Financieros Internos diciembre 2024.

En el año 2021, los activos estuvieron concentrados en el largo plazo, constituyendo 71,76% del total de activos. Sin embargo, en el transcurso del año 2022, esta estructura cambió y se inclinó hacia el corto plazo, con una

concentración que se ubicó en 55,06% del total de activos. En 2023 y 2024 la estructura de los activos continuó con una concentración en el corto plazo de 63,84% y 74,31%, respectivamente.

PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT mantuvo un índice de liquidez consistentemente superior a la unidad a lo largo del período bajo análisis, manteniéndose en promedio en 1,34 durante todo el periodo analizado. A diciembre 2024, el índice de liquidez se mantuvo cerca del promedio cuando fue de 1,31. Por otro lado, la eficiencia en la utilización de los activos (ROA) para la generación de ganancias se mantuvo en 3% en 2021 y 2022. En diciembre 2023 fue negativo por los resultados antes mencionados y a diciembre 2024 nuevamente fue positivo, aunque en un valor cercano a 0%.

Durante el periodo de análisis, las cuentas por cobrar no relacionadas de corto plazo presentaron un comportamiento creciente. Para el año 2024, se observó un crecimiento de 308% en las cuentas por cobrar, lo que reflejó un aumento en el nivel de actividad económica de la mano con el incremento en ventas.

Cabe destacar que la empresa tiene una política de otorgar crédito para ventas superiores a USD 5,00 mil, lo que indica una gestión prudente y selectiva en su concesión. Las cuentas por cobrar a los clientes corresponden a facturas de productos, con plazos de hasta 60 días y sin generar intereses. La administración de PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT, considerando la solvencia de los deudores y el comportamiento histórico de la cobranza y el análisis de pérdidas crediticias esperadas, ha estimado que no es necesario registrar una provisión de deudores incobrables. A diciembre 2024, toda la cartera (tanto relacionada como no relacionada) se registró vigente.

Al cierre de 2021, los días de recuperación de cartera se situaron en 38 días, un comportamiento que se mantuvo similar hasta el cierre de 2022 con un total de 31 días. Para diciembre de 2023, las cuentas por cobrar experimentaron un aumento de 43,41% en comparación con el año 2022, alcanzando un monto total de USD 289 mil. Los días necesarios para la recuperación de cartera se situaron en 68 días. Esta cifra contrastada con los 24 días de pago refleja una dinámica desfavorable en los flujos operativos de la empresa. En diciembre 2024, esta situación mejoró cuando los días de cartera (98) fueron menores a los días de pago (106).

En lo que respecta a las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, se ha observado históricamente fluctuaciones, que ha llevado a disminuir de USD 622 mil en 2021 (tanto en el corto como en el largo plazo) a USD 129 mil en 2023, y a USD 90 mil en 2024. Las cuentas por cobrar relacionadas consisten en cuentas por cobrar con la empresa Reproductoras del Ecuador S.A. Reproecca y Aditivos y Alimentos S.A Adilisa.

Se registran cuentas por cobrar a accionistas desde el año 2022 (USD 1 mil), las cuales aumentaron a USD 570 mil en 2023. Estas corresponden a préstamos otorgados a los accionistas. Al cierre de diciembre 2024 se contabilizan cuentas por cobrar accionistas de USD 561 mil.

Para 2021, el valor de inventarios se presentó en USD 127 mil, mientras que para 2022 ascendió 422% totalizando en un monto de USD 665 mil debido al crecimiento del negocio y disminuyó a USD 318 mil en 2023, por la contracción de este. Los inventarios se componen en su totalidad por mercancías en almacén. La rotación de inventarios presentó cambios en los períodos analizados, con un promedio de 75 días durante el periodo analizado. A diciembre de 2024 el valor de inventarios fue de USD 646 mil, superior al de diciembre de 2023, y estuvo compuesto principalmente de materia prima, mientras que los días de inventarios se registraron en 61 días.

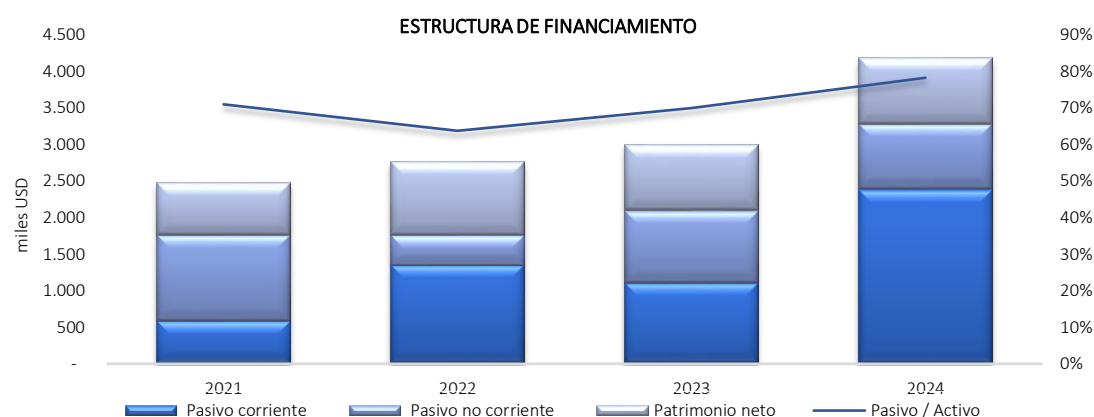
En cuanto al activo no corriente, se analiza la propiedad, planta y equipo y terrenos que corresponden a la mayor parte del activo a largo plazo. Para 2022 la propiedad, planta y equipo incrementó 10,37% en comparación con el año 2021 por adiciones realizadas en instalaciones (USD 15,36 miles) y muebles y enseres (USD 6,23 miles). Al cierre diciembre de 2023 el monto neto de propiedad, planta y equipo fue de USD 732 mil, superior al de diciembre de 2022 (USD 503 mil). A diciembre 2024, este rubro neto contabilizó USD 726 mil, además de un terreno por USD 309 el cual se mantiene desde diciembre 2023.

Por otro lado, en el año 2021 mantuvo inversiones en subsidiarias con un valor de USD 481 mil que hace referencia a inversiones que mantenía en Reproductoras del Ecuador S.A. REPROECCA. que se dedicada a producir, importar, exportar, vender, comprar, distribuir y comercializar productos, genética o materias primas relacionadas con la avicultura, ganadería, todo tipo de carnes y sus derivados o procesados. Para diciembre de 2022 - 2024 no se registraron valores por inversiones en subsidiarias.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Durante 2021 los pasivos de la compañía estuvieron concentrados hacia el largo plazo, cuando el pasivo no corriente representó 66,61% del total. No obstante, para diciembre de 2022, esta estructura experimentó un cambio hacia el corto plazo, representando el pasivo no corriente 76,51% del total de pasivos. Esta modificación fue resultado de una disminución de 79,36% en las cuentas por pagar a accionistas. Para diciembre de 2023 la estructura del pasivo estuvo se mantuvo en el corto plazo con una concentración de 52,70% y aumentando a 72,62% del pasivo total a diciembre 2024.

En 2021, las cuentas por pagar a accionistas a largo plazo representaron la principal fuente de financiamiento. La estructura de la deuda experimentó un cambio a partir del año 2022, cuando la estrategia de la compañía giró hacia la adquisición de mayor endeudamiento a corto plazo con entidades financieras. Durante el año 2022, los accionistas efectuaron aportes mediante la transferencia de la cuenta por pagar a accionistas, destinados a futuras capitalizaciones. Como resultado, dicha cuenta disminuyó y para diciembre de 2023 se situó en USD 97 mil al largo plazo y se pagó en su totalidad en 2024.



Fuente: Estados Financieros auditados 2021 – 2023 y Estados Financieros Internos diciembre 2024.

En términos monetarios, el pasivo ha presentado un aumento constante en el periodo 2021-2024 pasando de contabilizar USD 1,76 millones en 2021 a USD 3,28 millones en 2024. A diciembre 2024, el pasivo estuvo concentrado principalmente en obligaciones con entidades financieras (40,85%), cuentas por pagar a proveedores (34,13%) y obligaciones con el Mercado de Valores (23,96%).

Durante el periodo 2021 - 2024, la proporción de deuda financiera (que incluye deuda con entidades financieras y Mercado de Valores) sobre los pasivos totales de la compañía mostró una tendencia al alza pasando de 27,68% en 2021 a 50,72% en 2024. Esto se explica por el crecimiento de la empresa y la necesidad de adquirir deuda para capital de trabajo e inversión en activos fijos. La compañía ha constituido una hipoteca por las bodegas y galpones ubicados en Vía Terminal Pascuales, Parque Empresarial Nexus como garantía con el Banco Internacional S.A.

Para 2021 la deuda neta, es decir la deuda de la empresa de carácter financiero menos el efectivo, tenía un valor de USD 567 mil, para 2022 fue de USD 859 mil, mientras que para 2023 aumentó a USD 1,76 millones por efecto de mayor adquisición de la ya mencionada deuda con el Banco Internacional S.A. A diciembre 2024 se mantuvo el aumento hasta contabilizar USD 2,09 millones debido a mayor deuda tanto con bancos, como con el Mercado de Valores.

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
		REAL		PRELIMINAR
Obligaciones con entidades financieras CP	425	913	852	1.085
Obligaciones emitidas CP	-	-	101	143
Obligaciones con entidades financieras LP	259	207	326	255
Obligaciones emitidas LP	-	-	556	643
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-
Subtotal deuda	684	1.120	1.835	2.125
Efectivo y equivalentes al efectivo	117	261	68	36
Deuda neta	567	859	1.767	2.089

Fuente: Estados Financieros auditados 2021 – 2023 y Estados Financieros Internos diciembre 2024.

Las cuentas por pagar no relacionadas están compuestas en su mayoría por financiamiento con proveedores del exterior y proveedores locales que representan facturas por compras de bienes pagaderas con plazos de hasta 60 días sin intereses. En el año 2022, las cuentas por pagar experimentaron un aumento de 338% con respecto a diciembre 2021, debido a la implementación de una estrategia de abastecimiento que permitió mantener un inventario disponible más amplio para la venta. Debido a este caso puntual, para 2023 las cuentas por pagar decrecieron hasta llegar a USD 93 mil. A diciembre 2024, las cuentas por pagar a proveedores aumentaron nuevamente un 1105% debido al aumento en ventas que requirió de más producto que se compra a los proveedores.

En 2022, se realizaron compras importantes de inventarios, lo que generó un flujo operacional negativo. De igual forma, las actividades de inversión generaron flujos negativos por efecto de mayor adquisición en propiedad planta y equipo. Este comportamiento es coherente con una empresa que se encuentra en proceso de expansión, tomando en cuenta que en años anteriores los flujos operacionales fueron positivos. En 2023, debido a disminuciones en cuentas por pagar a proveedores y en cuentas por pagar a accionistas se produjeron nuevamente flujos operativos negativos. Finalmente, a diciembre 2024, se registró un flujo operativo negativo, esta vez el resultado principalmente de pagos a proveedores durante este año, lo cual fueron financiados por la emisión de obligaciones a largo plazo con el Mercado de Valores.

En el periodo 2021 – 2024 el patrimonio financió en promedio a los activos en 29,24%. Durante este periodo el patrimonio experimentó fluctuaciones pasando de USD 716 mil en 2021 a USD 1,00 millón en 2022 por efecto de un aporte a futuras capitalizaciones que se realizó mediante transferencia de la cuenta por pagar accionistas y USD 900 mil al cierre 2023. El 3 de enero de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, registró el aumento de capital de USD 200 mil totalizando en un capital de USD 250 mil. Para el cierre diciembre 2023 el patrimonio de la compañía decrece en 10,13% producto de la pérdida del periodo, sin embargo, el comportamiento se revierte hacia diciembre 2024 contabilizando USD 911 mil. Con estas variaciones, PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT tuvo fluctuaciones en su nivel de apalancamiento. En 2021, este indicador se situaba en 2,45 y para 2022 se redujo a 1,76, para culminar en diciembre de 2024 con un índice de apalancamiento de 3,60.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES GLOBALRATINGS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Las proyecciones se basan en premisas que consideran los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico de los principales índices financieros y las proyecciones en un escenario conservador.

Después de un año positivo en 2024 en el que PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT experimentó un aumento de 184% en sus ventas, se proyecta que la compañía continúe con una tendencia alcista en los próximos años. Se estima que para el año 2025, las ventas crezcan 16% con respecto al año anterior, por efecto de la necesidad de abastecimiento de los nuevos clientes de la empresa. Además, se espera que, para los años posteriores, la empresa continúe en una trayectoria positiva, aunque a un ritmo menor, con un crecimiento proyectado de 5% en 2026 y 2027, respectivamente. Cabe destacar que estas proyecciones toman en cuenta la situación económica general del país y las proyecciones de ventas contempladas por el Emisor.

Durante el año 2023, se observó que la participación del costo de ventas se mantuvo alrededor de 92,55% del total de ingresos ordinarios, mientras que para el cierre diciembre de 2023 fue de 87,85%. Este patrón refleja la optimización de los costos de las materias primas. Por ende, para el período proyectado, se ha empleado un porcentaje de 88,00%, manteniéndose conservador. Este porcentaje puede variar en función de factores externos como la inflación y la fluctuación de los precios de las materias primas, entre otros.

La proyección de gastos operativos para el período estaría estrechamente ligada al comportamiento histórico de las ventas por lo que se espera que la proporción de los gastos operativos se mantenga en alrededor de 6% para

2025-2030. Por otro lado, los gastos financieros están influenciados por la amortización de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, así como por la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo que incluye la Segunda Emisión de Obligaciones. De esta manera, se espera que los gastos financieros para 2025 crezcan alrededor de 12% y varíen en función de la estructura de financiamiento utilizada por la empresa hasta el año 2030. Con estas premisas se prevé que exista utilidad neta para el año 2025 en el orden de USD 43 mil.

Se espera que la compañía mantenga una política financiera saludable para los años proyectados, con una cobertura adecuada del EBITDA sobre los gastos financieros. Se prevé que para el año 2025, el EBITDA cubra los gastos financieros 1,48 veces valor que se incrementaría durante el periodo proyectado.

En el contexto del Estado de Situación Financiera, se evidenció un aumento en la cartera de clientes, lo que resultó en la necesidad de extender el crédito para responder a la creciente demanda del mercado. Para el periodo proyectado, se anticipa que el tiempo promedio de la cartera vigente se ubique en torno a los 80 días para 2025 y 78 días para 2026-2030. Asimismo, se prevé que la rotación de los inventarios siga en aumento, manteniendo un promedio de 70 días en 2025 y 75 días durante el periodo 2026 - 2030. En cuanto a las cuentas por cobrar a entidades relacionadas, se espera que exhiban un comportamiento marginalmente creciente y que mantengan valores superiores a los del cierre 2024.

Se espera que la estructura del pasivo de la compañía siga una tendencia similar a la histórica, siendo el principal cambio la amortización del monto colocado de la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones. En relación con las cuentas por pagar, se espera un similar apalancamiento en los proveedores, lo que se refleja en la proyección de una rotación de días de proveedores de 91 días para el periodo proyectado.

A partir de 2025, se generarían flujos operativos positivos lo que permitiría financiar un leve incremento en inversiones y una disminución paulatina de la deuda financiera a partir de 2026, llevando el apalancamiento a valores cercanos a 3,73 en 2025 con tendencia a disminuir en los periodos siguientes..

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado.

CATEGORÍA DE

AAA (-)

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

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

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública y de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación Inicial de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones PROTEÍNAS NATURALES S.A. PROTENAT, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.

Presidente Ejecutivo

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
		REAL		PRELIMINAR
ACTIVO	2.472	2.762	2.995	4.190
Activo corriente	698	1.521	1.912	3.114
Efectivo y equivalentes al efectivo	117	261	68	36
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	189	202	289	1.181
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	-	85	129	90
Anticipos a proveedores	109	69	145	213
Inventarios	127	665	318	646
Otros activos corrientes	156	238	962	948
Activo no corriente	1.774	1.241	1.083	1.077
Propiedades, planta y equipo	492	543	797	834
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(19)	(40)	(65)	(107)
Terrenos	197	197	309	309
Inversiones en subsidiarias	481	-	-	-
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados LP	622	539	-	-
Otros activos no corrientes	1	3	42	42
PASIVO	1.757	1.761	2.096	3.280
Pasivo corriente	587	1.347	1.104	2.382
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	86	374	93	1.119
Obligaciones con entidades financieras CP	425	913	852	1.085
Obligaciones emitidas CP	-	-	101	143
Provisiones por beneficios a empleados CP	40	30	6	20
Otros pasivos corrientes	36	30	51	15
Pasivo no corriente	1.170	414	991	898
Obligaciones con entidades financieras LP	259	207	326	255
Obligaciones emitidas LP	-	-	556	643
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	12	12	12	-
Otros pasivos no corrientes	899	195	99	-
PATRIMONIO NETO	716	1.001	900	911
Capital suscrito o asignado	50	50	250	250
Reserva legal	5	15	15	15
Ganancias o pérdidas acumuladas	576	652	725	634
Ganancia o pérdida neta del periodo	85	84	(90)	11
Otras cuentas patrimoniales	-	200	-	-

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
ACTIVO	4.514	4.452	4.379	4.459	4.545	4.669
Activo corriente	3.441	3.362	3.299	3.359	3.418	3.509
Efectivo y equivalentes al efectivo	313	109	52	46	26	24
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	1.114	1.140	1.197	1.251	1.308	1.366
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	92	115	124	136	150	165
Anticipos a proveedores	203	213	217	221	226	230
Inventarios	858	965	1.013	1.059	1.106	1.156
Otros activos corrientes	862	820	696	645	602	567
Activo no corriente	1.073	1.091	1.080	1.100	1.127	1.160
Propiedades, planta y equipo	875	945	1.002	1.082	1.169	1.262
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(153)	(205)	(265)	(325)	(385)	(445)
Terrenos	309	309	309	309	309	309
Otros activos no corrientes	42	42	34	34	34	34
PASIVO	3.561	3.460	3.344	3.373	3.406	3.471
Pasivo corriente	1.866	2.289	2.338	2.379	2.098	2.127
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	1.103	1.171	1.229	1.285	1.342	1.403
Obligaciones con entidades financieras CP	385	737	725	711	543	683
Obligaciones emitidas CP	343	343	343	343	171	-
Provisiones por beneficios a empleados CP	20	22	24	24	24	24
Otros pasivos corrientes	15	17	18	18	18	18
Pasivo no corriente	1.695	1.171	1.006	994	1.308	1.344
Obligaciones con entidades financieras LP	495	314	492	822	1.308	1.344
Obligaciones emitidas LP	1.200	857	514	171	-	-
PATRIMONIO NETO	954	993	1.035	1.086	1.138	1.198
Capital suscrito o asignado	250	250	250	250	250	250
Reserva legal	16	21	24	29	34	39
Ganancias o pérdidas acumuladas	644	683	718	756	802	849
Ganancia o pérdida neta del periodo	43	39	42	51	52	60

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Ingresos de actividades ordinarias	1.811	2.307	1.520	4.321
Costo de ventas y producción	1.575	1.876	1.407	3.796
Margen bruto	236	431	113	525
(-) Gastos de administración	(133)	(213)	(168)	(268)
Ingresos (gastos) operacionales neto	65	0	30	(35)
Utilidad operativa	168	218	(25)	222
(-) Gastos financieros	(54)	(80)	(100)	(211)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	-	(1)	(4)	-
Utilidad antes de participación e impuestos	114	137	(129)	11
(-) Participación trabajadores	(17)	(21)	-	-
Utilidad antes de impuestos	97	117	(129)	11
(-) Gasto por impuesto a la renta	(12)	(33)	38	-
Utilidad neta	85	84	(90)	11
EBITDA	183	240	(0)	261

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
Ingresos de actividades ordinarias	5.013	5.263	5.527	5.775	6.035	6.307
Costo de ventas y producción	4.411	4.632	4.863	5.082	5.311	5.550
Margen bruto	602	632	663	693	724	757
(-) Gastos de administración	(298)	(312)	(341)	(378)	(420)	(466)
Utilidad operativa	304	319	323	315	305	291
(-) Gastos financieros	(236)	(258)	(257)	(235)	(222)	(197)
Utilidad antes de participación e impuestos	68	61	66	80	82	94
(-) Participación trabajadores	(10)	(9)	(10)	(12)	(12)	(14)
Utilidad antes de impuestos	58	52	56	68	70	80
(-) Gasto por impuesto a la renta	(14)	(13)	(14)	(17)	(17)	(20)
Utilidad neta	43	39	42	51	52	60
EBITDA	349	371	383	375	365	351

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Flujo Actividades de Operación	273	(300)	(451)	(292)
Flujo Actividades de Inversión	(24)	(53)	(359)	(32)
Flujo Actividades de Financiamiento	(158)	497	617	292
Saldo Inicial de Efectivo	26	117	261	68
Flujo del período	92	144	(193)	(32)
Saldo Final de efectivo	117	261	68	36

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
Flujo Actividades de Operación	21	38	176	101	91	87
Flujo Actividades de Inversión	(42)	(70)	(57)	(80)	(87)	(93)
Flujo Actividades de Financiamiento	297	(172)	(177)	(27)	(24)	4
Saldo Inicial de Efectivo	36	313	109	52	46	26
Flujo del período	277	(204)	(57)	(5)	(20)	(2)
Saldo Final de efectivo	313	109	52	46	26	24

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
MÁRGENES				
Costo de Ventas / Ventas	87%	81%	93%	88%
Margen Bruto/Ventas	13%	19%	7%	12%
Utilidad Operativa / Ventas	9%	9%	-2%	5%
LIQUIDEZ				
Capital de trabajo (miles USD)	112	173	808	732
Prueba ácida	0,97	0,63	1,44	1,04
Índice de liquidez	1,19	1,13	1,73	1,31
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	273	(300)	(451)	(292)
SOLVENCIA				
Pasivo total / Activo total	71%	64%	70%	78%

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Pasivo corriente / Pasivo total	33%	77%	53%	73%
EBITDA / Gastos financieros	3,39	2,99	(0,00)	1,24
Años de pago con EBITDA (APE)	3,10	3,59	-	8,00
Años de pago con FLE (APF)	2,08	-	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(63)	244	944	1.127
Razón de cobertura de deuda DSCRC	(2,88)	0,98	-	0,23
Capital social / Patrimonio	7%	5%	28%	27%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	2,45	1,76	2,33	3,60
ENDEUDAMIENTO				
Deuda financiera / Pasivo total	39%	64%	88%	65%
Deuda largo plazo / Activo total	10%	8%	29%	21%
Deuda neta (miles USD)	567	859	1.767	2.089
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	231	493	514	707
RENTABILIDAD				
ROA	3%	3%	-3%	0%
ROE	12%	8%	-10%	1%
EFICIENCIA				
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	14	11	9	16
Días de inventario	29	128	81	61
CxC relacionadas / Activo total	25,15%	22,59%	4,32%	2,15%
Días de cartera CP	38	31	68	98
Días de pago CP	20	72	24	106

ÍNDICES	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
MÁRGENES						
Costo de Ventas / Ventas	88%	88%	88%	88%	88%	88%
Margen Bruto/Ventas	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Utilidad Operativa / Ventas	6%	6%	6%	5%	5%	5%
LIQUIDEZ						
Capital de trabajo (miles USD)	1.576	1.073	961	980	1.320	1.382
Prueba ácida	1,38	1,05	0,98	0,97	1,10	1,11
Índice de liquidez	1,84	1,47	1,41	1,41	1,63	1,65
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	21	38	176	101	91	87
SOLVENCIA						
Pasivo total / Activo total	79%	78%	76%	76%	75%	74%
Pasivo corriente / Pasivo total	52%	66%	70%	71%	62%	61%
EBITDA / Gastos financieros	1,48	1,44	1,49	1,60	1,64	1,78
Años de pago con EBITDA (APE)	6,04	5,77	5,28	5,33	5,48	5,70
Años de pago con FLE (APF)	99,21	55,73	11,48	19,76	22,03	22,93
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	1.151	877	1.284	1.257	1.250	887
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,30	0,42	0,30	0,30	0,29	0,40
Capital social / Patrimonio	26%	25%	24%	23%	22%	21%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	3,73	3,49	3,23	3,11	2,99	2,90
ENDEUDAMIENTO						
Deuda financiera / Pasivo total	68%	65%	62%	61%	59%	58%
Deuda largo plazo / Activo total	38%	26%	23%	22%	29%	29%
Deuda neta (miles USD)	2.110	2.141	2.022	2.001	1.997	2.003
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	869	935	981	1.025	1.072	1.120
RENTABILIDAD						
ROA	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ROE	4,53%	4%	4%	5%	5%	5%
EFICIENCIA						
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	17	17	16	15	14	14
Días de inventario	70	75	75	75	75	75
CxC relacionadas / Activo total	2,03%	2,58%	2,83%	3,06%	3,30%	3,53%
Días de cartera CP	80	78	78	78	78	78
Días de pago CP	90	91	91	91	91	91

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Obligaciones con entidades financieras CP	425	913	852	1.085
Obligaciones emitidas CP	-	-	101	143
Obligaciones con entidades financieras LP	259	207	326	255
Obligaciones emitidas LP	-	-	556	643
Subtotal deuda	684	1.120	1.835	2.125

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Efectivo y equivalentes al efectivo	117	261	68	36
Deuda neta	567	859	1.767	2.089

DEUDA NETA (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
Obligaciones con entidades financieras CP	385	737	725	711	543	683
Obligaciones emitidas CP	343	343	343	343	171	-
Obligaciones con entidades financieras LP	495	314	492	822	1.308	1.344
Obligaciones emitidas LP	1.200	857	514	171	-	-
Subtotal deuda	2.423	2.250	2.074	2.047	2.023	2.027
Efectivo y equivalentes al efectivo	313	109	52	46	26	24
Deuda neta	2.110	2.141	2.022	2.001	1.997	2.003

NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Inventarios	127	665	318	646
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	189	202	289	1.181
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	86	374	93	1.119
NOF	231	493	514	707

NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
Inventarios	858	965	1.013	1.059	1.106	1.156
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	1.114	1.140	1.197	1.251	1.308	1.366
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	1.103	1.171	1.229	1.285	1.342	1.403
NOF	869	935	981	1.025	1.072	1.120

SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024
	REAL		PRELIMINAR	
Obligaciones con entidades financieras CP	-	425	913	852
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	101
(-) Gastos financieros	54	80	100	211
Efectivo y equivalentes al efectivo	117	261	68	36
SERVICIO DE LA DEUDA	(63)	244	944	1.127

SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	PROYECTADO					
Obligaciones con entidades financieras CP	1.085	385	737	725	711	543
Obligaciones emitidas CP	143	343	343	343	343	171
(-) Gastos financieros	236	258	257	235	222	197
Efectivo y equivalentes al efectivo	313	109	52	46	26	24
SERVICIO DE LA DEUDA	1.151	877	1.284	1.257	1.250	887

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:
EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020
Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.