

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO
EMPACADORA GRUPO GRAMMAR S.A. EMPAGRAM

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 055/2025, del 14 de marzo de 2025

Información Financiera cortada al 31 de enero de 2025

Analista: Econ. Camila Rivera

camila.rivera@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

EMPACADORA GRUPO GRAMMAR S.A. EMPAGRAM es un grupo 100% ecuatoriano, dedicado a la Acuicultura, que integra todas las áreas de producción de camarón. Es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia del Ecuador. Cuenta con más de 3.000 hectáreas y posee su propio laboratorio donde produce avances biotecnológicos para el desarrollo de larvas.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 055/2025, del 14 de marzo de 2025 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de EMPACADORA GRUPO GRAMMAR S.A. EMPAGRAM, por un monto de hasta quince millones de dólares (USD 15'000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo– EMPACADORA GRUPO GRAMMAR S.A. EMPAGRAM, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- EMPACADORA GRUPO GRAMMAR S.A. EMPAGRAM es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia de Ecuador y posee 3 áreas de negocio: Camaroneras, Laboratorios y Empacadora.
- La compañía procesa y entrega una amplia gama de variedades de camarón, con sus marcas Frescamar, Sea Sun, Seatouch e Imperial, lo que le ha permitido penetrar en nuevos mercados internacionales, cumpliendo los más exigentes estándares de calidad en cada uno de ellos.

- La compañía cuenta con más de 3.000 hectáreas en la mejor región del mundo para el crecimiento del camarón, con un laboratorio propio donde produce avances biotecnológicos para el desarrollo de larvas y una empacadora con capacidad diaria de hasta 90.000 libras.
- La compañía se ha posicionado consistentemente entre los 10 mayores exportadores de camarón del Ecuador. Su desarrollo lo ha llevado a cubrir casi todos los mercados del mundo (América del Norte: Estados Unidos, Canadá, América del Sur: Chile, Europa: Francia, Reino Unido, España, Portugal e Italia, Asia: Taiwán, Japón, China).
- Para diciembre de 2024 los ingresos crecieron hasta alcanzar USD 155,32 millones, después de haber registrado USD 81,34 millones, impulsados principalmente por el incremento en las exportaciones de camarón congelado. Para los periodos interanuales los ingresos decrecen en 35,80%, pasando de USD 8,18 millones en enero de 2024 a USD 5,25 millones en enero de 2025, como efecto de la disminución en ventas de su línea de negocio de exportación de camarón congelado.
- Las exportaciones es la línea de negocio que representa los mayores ingresos para la compañía, pues al 31 de enero de 2025 significaron el 69,62% del total de los ingresos y el 91 13% en diciembre de 2024.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cuenta con 3 destinos principales de exportación (Europa, EEUU y China), normalmente se reparten en un 33% cada uno, sin embargo, dadas las condiciones actuales del mercado en lo que respecta sus precios, la compañía se encuentra cambiando su Pareto (China con el 25%, Europa con el 37% y EEUU con el 38%), lo que le permitiría aminorar el impacto de precios bajos en su resultado. Adicionalmente, como estrategia, la compañía está adquiriendo camarón a terceros (productores locales) a mejor precio y mejores plazos.
- Después de deducir los costos de ventas y gastos operacionales la compañía reportó un margen operacional positivo, y creciente, que pasó de 4,81% de los ingresos en el año 2023 a 9,69% en diciembre de 2024. En el análisis interanual, se observa una mejora significativa en su margen operativo pasando de 11,47% de los ingresos en enero de 2024 a 26,59% en enero de 2025.
- Tras el cómputo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos, neto y los respectivos impuestos de ley, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados, misma que representó el 1,78% de los ingresos en el año 2023 y 0,47% en diciembre 2024. Para el periodo interanual de enero de 2025 el margen neto representó el 0,64% de los ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 11,00% de los ingresos en el año 2023 y 11,11% de los ingresos en diciembre de 2024. Al 31 de enero de 2025 el EBITDA (acumulado) representó el 29,23% de los ingresos, porcentaje superior a lo registrado en enero de 2024 cuando fue de 16,50%. Estos porcentajes le permitieron cubrir de forma adecuada sus gastos financieros específicamente en el año 2024 y enero 2025.
- Los activos totales presentaron una tendencia fluctuante durante el periodo analizado, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas e inventarios, principalmente, pasando de USD 412,45 millones en diciembre de 2023 a USD 469,93 millones en diciembre de 2024 y USD 474,26 millones en enero de 2025.
- Respecto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes de la compañía, se revela que, al 31 de enero de 2025, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 25,36% del total de la cartera (33,34% en diciembre de 2024), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 53,23% de la cartera total (48,53% en diciembre de 2024). Los resultados mencionados eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.
- Durante el periodo analizado se privilegia el uso de recursos de terceros en el financiamiento de los activos, es así como pasaron de significar el 70,78% en diciembre de 2023 a 74,26% en diciembre de 2024 y 74,49% en enero de 2025.
- El financiamiento del patrimonio sobre los activos se mantuvo dentro de un rango del 20% a lo largo del periodo analizado, pasando de 29,22% en el año 2023 al 25,74% en diciembre de 2024 y 25,51% en enero de 2025. La disminución en este último periodo se debe a una menor utilidad generada durante el ejercicio.
- Al 31 de enero de 2025, la deuda financiera fondeó el 38,82% (38,55% en diciembre 2024) de los activos. Las obligaciones con costo se conforman por obligaciones con instituciones financieras locales y del exterior, y obligaciones con el mercado de valores.
- Se debe destacar que la deuda financiera entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 disminuyó monetariamente en USD 84,63 millones, resultado de la cancelación de varias obligaciones con costo,

como efecto de la venta parcial de la División de Balanceados. Al 31 de enero de 2025, la deuda financiera fondeó el 38,82% (38,55% en diciembre 2024) de los activos, siendo importante indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 52,11% y 152,18% respectivamente.

- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, celebrada el 27 de febrero de 2025, resolvió autorizar que la compañía realice la Séptima Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en calidad de Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN 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 80% de los Activos de la empresa.
- La Emisión contará con la garantía específica consistente en la Fianza solidaria otorgada por la COMPAÑÍA NUEVO RANCHO S.A. NURANSA la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN producto de la presente emisión.
- Al 31 de enero de 2025, el monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa es de USD 156,83 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 125,47 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,02 veces sobre el monto de las emisiones que estima emitir, de esta manera se puede determinar que la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- Fenómenos naturales como es el caso de las inundaciones podrían afectar y hasta destruir los criaderos de camarón tanto de la empresa como de sus proveedores, al igual, si se presentasen enfermedades o plagas en los criaderos, ocasionaría pérdidas para la compañía, al disminuir la disponibilidad de camarón para su procesamiento y posterior comercialización.
- Fluctuaciones en el precio internacional del camarón, que, en caso de no poder trasladarse sus efectos al precio de venta, podrían afectar a los márgenes de la compañía.

- Regulaciones o restricciones impuestas por parte del Gobierno ecuatoriano sobre la adquisición de insumos, maquinarias u otras similares que se relacionen con la actividad productiva de la compañía podrían afectar de manera directa sus resultados.
- Cambio del comportamiento de consumo del mercado nacional e internacional, podría afectar los resultados de la compañía.
- Mayores exigencias fitosanitarias en el país y en los países donde se exporta el producto, podría acarrear complicaciones para exportar los productos producidos por EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN y consecuentemente afectar sus resultados.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos) u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.
- Posibles variaciones en los precios de la materia prima que se utiliza para el alimento de los camarones, así como el incremento de los costos de mano de obra, podrían encarecer el proceso productivo del camarón en sus piscinas propias y afectar los resultados de la compañía, si esta no logra trasladar dichos incrementos de costos al precio final, que está establecido por la oferta y demanda internacional.
- Crisis económicas en sus principales mercados como es el caso de Asia, América el Norte y del Sur y Europa podrían afectar negativamente la demanda de camarón y por lo tanto el flujo de la compañía.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, podrían afectar directamente la actividad comercial del sector industrial.
- Debido a la crisis energética que enfrenta el Ecuador, el sector comercial y tecnológico también ha visto afectada su operación en varios aspectos como: el aumento de sus costos operativos, impacto en la cadena de suministros y un posible cambio en los hábitos de consumo. Lo mencionado podría afectar los resultados del sector empresarial en general en caso de que la crisis energética continúe.

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

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son Cuentas por Cobrar Comerciales Neto, Cuentas por cobrar relacionadas corto plazo, otras cuentas por cobrar neto, inventarios y propiedad, planta y equipo neto, libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto y Cuentas por cobrar relacionadas corto plazo que respaldan la emisión, son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto y Cuentas por cobrar relacionadas corto plazo, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto, un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto y Cuentas por cobrar relacionadas corto plazo y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con una póliza de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- La propiedad, planta y equipo, neto de la empresa que respalda la emisión, podría estar sujeta a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de la empresa, como es el caso de incendios, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía posee pólizas de seguros vigentes.
- Finalmente, las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto, Cuentas por cobrar relacionadas, otras cuentas por cobrar neto que respaldan la emisión tienen un grado bajo para ser liquidadas, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y su liquidación depende de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición. Por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación. Finalmente, la propiedad, planta y equipo neto que respaldan la emisión, tienen un grado de liquidación bajo, por la naturaleza y especialidad de los mismos, por lo que su liquidación podrá depender mayormente de que la compañía esté operando.

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

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

Al 31 de enero de 2025, la compañía registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Cabe mencionar que la compañía certificó que las cuentas por cobrar que respaldan la emisión si incluyen cuentas por cobrar a relacionadas, al 31 de enero de 2025.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.
- Escritura Emisión de Obligaciones.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2021, 2022 y 2023 de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de enero de 2024, 31 de diciembre de 2024 y 31 de enero 2025 (sin notas a los estados financieros).
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

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

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

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

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

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

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones

planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, celebrada el 27 de febrero de 2025, resolvió autorizar que la compañía realice la Séptima Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en calidad de Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES –EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN				
Emisor	EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN			
Capital a Emitir	Hasta USD 15.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Títulos de las obligaciones	Las Obligaciones se emitirán de manera desmaterializada, tendrán un valor nominal múltiplo de USD1,00, siempre con base en esta unidad.			
Sorteos y Rescates Anticipados	No se contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Forma de Negociación	Bursátil. El monto colocado por cada Clase será de acuerdo con la solicitud del Mercado en el momento de la colocación de los valores.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés		Clase	Plazo(días)	Tasa de interés fija anual
		T	720	9,00%
		U	1.080	9,00%
		V	1.440	9,00%
		W	1.800	9,00%
		X	2.160	9,00%
		Y	2.520	9,00%
Agente Colocador	Casa de Valores Advfin S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Garantía General	Garantía General de acuerdo al Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
Garantía específica	Contará con la garantía específica consistente en la Fianza solidaria otorgada por la COMPAÑÍA NUEVO RANCHO S.A. NURANSA la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN producto de la presente emisión.			
Pago Intereses	Trimestral.			
Amortización Capital	Clase T: El capital se pagará en 8 cupones cada trimestre vencido. Clase U: El capital se pagará en 12 cupones cada trimestre vencido. Clase V: El capital se pagará en 16 cupones cada trimestre vencido. Clase W: El capital se pagará en 20 cupones cada trimestre vencido. Clase X: El capital se pagará en 24 cupones cada trimestre vencido. Clase Y: El capital se pagará en 28 cupones cada trimestre vencido.			
Base Comercial	30/360.			
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 100% para cancelar pasivos con instituciones financieras.			
Fecha de emisión	Para efectos del Mercado, se considera Fecha de Emisión, a la fecha en la que se realice la primera colocación de cada Clase.			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: 1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.			

	1. 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	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se compromete a mantener durante el período de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta 80% de los Activos de la empresa.

Fuente: Escritura del Contrato de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

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

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

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

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN 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 80% de los Activos de la empresa.

Garantía Específica (Fianza Solidaria)

Contará con la garantía específica consistente en la Fianza solidaria otorgada por la COMPAÑÍA NUEVO RANCHO S.A. NURANSA la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN producto de la presente emisión.

Con fecha 27 de febrero de 2025 la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de NUEVO RANCHO S.A. NURANSA representada por totalidad del capital suscrito y pagado de la compañía resolvió autorizar al

Gerente General de la compañía NUEVO RANCHO S.A. NURANSA a que proceda a suscribir los documentos necesarios a fin de otorgar una Fianza Solidaria por la suma de hasta USD 15,00 millones a favor de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN la misma que servirá como mecanismo para **garantizar la décima parte del pago de capital** de la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.

Monto Máximo de la Emisión

La Séptima Emisión de Obligaciones está respaldado por una Garantía General otorgada por EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de enero de 2025, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN alcanzó un total de activos de USD 474,26 millones, de los cuales USD 468,08 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (ENERO 2025, miles USD)

Activo	Libres	Participación
Disponible	3.690	0,79%
Exigible	259.738	55,49%
Realizable	4.296	0,92%
Propiedad Planta y Equipo	164.151	35,07%
Otros Activos	36.204	7,73%
Total	468.078	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de enero de 2025, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: 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 la 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 complementarias¹.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de enero de 2025, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 156,83 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 125,47 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,02 veces sobre el monto de las emisiones que estima emitir, de esta manera se puede determinar que la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de enero de 2025 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,20 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores.

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

CUADRO 3: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (ENERO 2025)

Descripción	Miles USD
Total Activos	474.257
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	510
(-) Activos Gravados	6.180
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	10.758
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) 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 la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	86.572
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	213.407
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	0
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	156.831
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	125.465
Séptima Emisión de Obligaciones por emitir	15.000
Noveno Papel comercial por emitir	10.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	6,27
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	5,02

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de enero de 2025, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,49 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores representa al 31 de enero de 2025 el 46,12% del 200% del patrimonio y el 92,23% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (miles USD)

Descripción	Valor
Patrimonio (Miles USD)	120.969
200% del Patrimonio (Miles USD)	241.938
Tercera Emisión de Obligaciones	1.992
Cuarta Emisión de Obligaciones	15.685
Quinta Emisión de Obligaciones	19.100
Sexta Emisión de Obligaciones	4.796
Quinto Papel Comercial	10.000
Sexto Papel Comercial	10.000
Séptimo Papel Comercial	10.000
Octavo Papel Comercial	15.000
Noveno Papel Comercial por emitir	10.000
Séptima Emisión de Obligaciones por emitir	15.000
Total de Emisiones	111.572
Valores Emitidos / 200% del Patrimonio	46,12%
Valores Emitidos / Patrimonio	92,23%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁴ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁵ 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

⁶ (Total Activos Deducidos – Emisiones) / (Total Pasivo-emisiones en circulación)

Proyecciones del Emisor

CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ventas	178.614	187.545	196.922	206.768	217.107	227.962	239.360	251.328
Costo de ventas	151.822	159.413	167.384	175.753	184.541	193.768	203.456	213.629
Utilidad bruta	26.792	28.132	29.538	31.015	32.566	34.194	35.904	37.699
Gastos de administración y ventas	7.739	8.126	8.533	8.959	9.407	9.748	10.372	10.890
Gasto de Amortización y Depreciación	188	198	208	218	229	240	252	265
Utilidad operativa	18.864	19.808	20.798	21.838	22.930	24.206	25.280	26.544
Gastos financieros	16.309	17.125	17.981	18.880	19.824	20.815	21.856	22.949
Otros ingresos	369	388	407	428	449	471	495	520
Utilidad antes de impuestos	2.925	3.071	3.224	3.386	3.555	3.862	3.919	4.115
Participación trabajadores	439	461	484	508	533	579	588	617
Impuesto a la renta	621	653	685	719	755	821	833	875
Utilidad neta	1.864	1.958	2.056	2.158	2.266	2.462	2.499	2.624

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones para el año 2025 estiman en sus ingresos un crecimiento de 15,00% frente a lo registrado en 2024. Posteriormente, se registraría una tasa de crecimiento constante del 5,00% para el período 2026-2032.

Los costos de ventas a partir del año 2025 representarían un porcentaje constante sobre los ingresos del 85,00%, lo que generaría un margen bruto de igual forma constante, que significaría el 15,00% de los ingresos hasta el final del periodo proyectado.

Los gastos operacionales se proyectan con una proporción estable respecto de los ingresos, estimándose en un 4,44% para el período 2025-2032, con excepción del año 2030, cuando alcanzarían el 4,38%. Esto permitiría a la compañía mantener un margen operativo positivo en todos los períodos proyectados, con un porcentaje de 10,56% sobre los ingresos, salvo en 2030, cuando dicho margen sería de 10,62%

Dentro del modelo se incluyen los gastos financieros, otros ingresos, el impuesto a la renta y la participación de los trabajadores. Una vez deducidos estos elementos del margen operativo, la compañía alcanzaría una utilidad neta equivalente al 1,04% de los ingresos durante el período proyectado, excepto en el año 2030, cuando esta sería del 1,08%.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros durante el periodo analizado. En este sentido, de acuerdo con el modelo analizado, existiría una relación positiva de 1,17 veces para todo el periodo proyectado.

El flujo de efectivo proyectado presentaría movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arrojaría flujos de operación positivos para todos los periodos; luego incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan obligaciones actuales y las que estima contraer con su correspondiente pago. Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones.

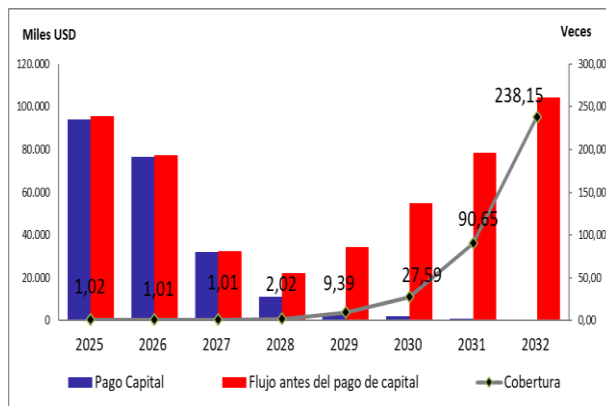
CUADRO 6: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos Operacionales								
Total Ingresos Operacionales	178.979	187.931	197.328	207.194	217.554	228.432	239.853	251.846
Egresos Operacionales								
Proveedores, Operativos y Producción	151.822	159.413	167.384	175.753	184.541	193.768	203.456	213.629
Administración y Ventas	7.928	8.324	8.533	8.959	9.407	9.748	10.372	10.890
Total Egresos Operacionales	159.750	167.737	175.917	184.712	193.948	203.516	213.828	224.519
Flujo Operacional	19.230	20.194	21.411	22.482	23.606	24.916	26.025	27.327
Inversión en Infraestructura	600	600	600	600	600	600	600	600
Egresos por Inversión	600	600	600	600	600	600	600	600

Ingresos por Financiamiento								
Séptima Emisión de Obligaciones	15.000	-	-	-	-	-	-	-
Noveno Papel Comercial	10.000	10.000	-	-	-	-	-	-
Otros Ingresos Mercado de Valores	45.000	-	-	-	-	-	-	-
Instituciones Financieras y Otros Ingresos	3.000	46.000	11.000	-	-	-	-	-
Total Ingreso por Financiamiento	73.000	56.000	11.000	-	-	-	-	-
Egresos por Financiamiento								
Bancos	26.796	10.236	6.243	3.684	-	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Capital	1.138	854	-	-	-	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Interés	141	38	-	-	-	-	-	-
IV Emisión de Obligaciones Capital	4.980	4.741	3.707	734	560	-	-	-
IV Emisión de Obligaciones Interés	1.028	630	258	82	23	-	-	-
V Emisión de Obligaciones Capital	6.974	5.745	4.841	1.948	-	-	-	-
V Emisión de Obligaciones Interés	1.520	920	442	79	-	-	-	-
VI Emisión de Obligaciones Capital	2.654	2.654	1.821	1.265	849	518	239	239
VI Emisión de Obligaciones Interés	1.088	849	638	493	393	331	13	13
VII Emisión de Obligaciones Capital	1.991	3.981	3.356	2.316	1.586	1.023	569	180
VIII Emisión de Obligaciones Interés	653	1.036	685	423	242	119	43	6
V Papel Comercial	10.000	-	-	-	-	-	-	-
VI Papel Comercial	10.000	10.000	-	-	-	-	-	-
VII Papel Comercial	10.000	10.000	-	-	-	-	-	-
VIII Papel Comercial	15.000	15.000	-	-	-	-	-	-
IX Papel Comercial	-	10.000	10.000	-	-	-	-	-
Total Egresos por Financiamiento	93.964	76.685	31.992	11.024	3.651	1.991	865	438
Flujo de Financiamiento	(20.963)	(20.685)	(20.992)	(11.024)	(3.651)	(1.991)	(865)	(438)
Flujo Neto Generado	(2.334)	(1.092)	(181)	10.858	19.354	22.325	24.561	26.289
Saldo Inicial de Caja y Bancos	4.015	1.682	590	409	11.266	30.621	52.946	77.506
Saldo Final de Caja y Bancos	1.682	590	409	11.266	30.621	52.946	77.506	103.795

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago Deuda Total, significaría 1,02 veces en 2025, mientras que, para diciembre de 2032, sería de 238,15 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 31,75 veces en 2025 a 44,68 veces en diciembre de 2032.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 1,22% en el costo de ventas para todo el periodo proyectado 2025-2032. Por otro lado, en el estado de flujo de efectivo se afectó a los ingresos netos recibidos de clientes con una disminución del 0,05% a partir del año 2026 a 2032. Con este condicionamiento, se evidenció que la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

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

Riesgo de la Economía **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,2% en 2025⁷. Por su parte el Banco Mundial estima un crecimiento de 0,3% para el Producto Interno Bruto (PIB) Ecuador, el más bajo de la región⁸. Las previsiones de crecimiento se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo⁹. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para 2025.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,2% para el año 2025. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2025), mientras que las economías emergentes y en desarrollo de Asia (China e India) continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,0% para el año 2025. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,5% para el año 2025¹⁰.

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

La economía de Ecuador está en recesión¹², según los últimos informes del Banco Central del Ecuador (BCE). Esta situación se ha visto influenciada por varios factores, tanto internos como externos, que han afectado la estabilidad económica del país. Entre los factores se encuentran la inestabilidad política, aumento de la tarifa del IVA del 12% al 15% desde mayo de 2024, la falta de liquidez en el mercado, problemas de inseguridad, la crisis energética, incidieron de manera negativa en varios sectores económicos como el comercio, el turismo y la manufactura (pérdidas económicas de más de USD 16 mil millones). Además, la caída en los precios del petróleo afecta gravemente la economía ecuatoriana. Como país exportador de petróleo, Ecuador depende en gran medida de los ingresos por la venta de crudo. A esto se suman las políticas económicas y la deuda externa. Así mismo, en los últimos años, el gobierno ha aumentado la deuda externa y ha implementado medidas de

⁷ <https://www.primicias.ec/economia/fmi-proyeccion-crecimiento-pib-ecuador-mejora-81677/#:~:text=Proyecci%C3%B3n%20del%20crecimiento%20del%20PIB%20seg%C3%BAAn%20el%20FMI&text=El%20FMI%20incluso%20mejor%C3%B3%20la,aumento%20de%201%2C2%25.>

⁸ <https://www.primicias.ec/economia/banco-mundial-expectativas-crecimiento-ecuador-80861/#:~:text=El%20Banco%20Mundial%20estima%20un,difundidas%20este%209%20de%20octubre.>

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

¹⁰ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2024/10/22/world-economic-outlook-october-2024>

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

¹² Una recesión se traduce en una reducción del Producto Interno Bruto (PIB), un aumento en el desempleo, y una disminución en la producción y el consumo. En promedio, los períodos de crecimiento duran unos dos años, mientras que las recesiones duran aproximadamente un año y medio. En total, cada ciclo económico completo, que incluye tanto el crecimiento como la recesión, dura alrededor de tres años y medio.

austeridad. Según el BCE, el Ecuador necesita diversificar su economía y reducir su dependencia al petróleo, así como fomentar sectores como la agricultura, la manufactura y los servicios. También es necesario implementar reformas estructurales para mejorar la eficiencia del sector público y fortalecer el sistema financiero. Finalmente, la falta de empleo y el incremento de la delincuencia son dos factores que podrían significar una desaceleración económica que resulta en la disminución del PIB, y una reducción del consumo y la inversión¹³.

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

CUADRO 7: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD) 2023 Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (oct 2024)	50,72%	Inflación mensual (dic - 2024)	-0,99%
Balanza Comercial Total (millones USD) nov 2024	6.005,7 (Superávit)	Inflación anual (dic - 2024)	0,53%
Reservas Internacionales (millones USD dic-2024)	6.899,5	Inflación acumulada (dic - 2024)	0,53%
Riesgo país, 31 de diciembre 2024 (puntos)	1.200	Remesas (millones USD) II-T 2024	1.611,14
Precio Barril Petróleo WTI (USD dic 2024)	71,65	Tasa de Desempleo nacional (nov - 2024)	3,70%

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

Producto Interno Bruto (PIB): En el año 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁴.

Durante el segundo trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó una disminución, llegando a -1,9% en comparación con el mismo periodo del año anterior (1,5%). Este comportamiento obedece principalmente a una reducción de las exportaciones en (-0,3%), además de una variación negativa del Gasto de Consumo final Hogares (-0,05%) y la formación bruta de capital fijo (FBKF) (-0,6%).

La reducción de las importaciones está atado a una contracción de la demanda en los productos refinados de petróleo, vehículos y equipos de transporte. Por su parte, el consumo de los hogares se vio afectado por la disminución de la demanda de los servicios de comercio y de transporte. Mientras que, la reducción del gasto de gobierno se sustentó en una disminución en sus servicios administrativos.

Respecto a la demanda externa, el comportamiento negativo de las exportaciones obedece principalmente a menores ventas al exterior de camarón elaborado¹⁵. Finalmente, la variación de existencias contribuyó positivamente al PIB por una alta acumulación de los inventarios por parte de las empresas durante los primeros tres meses de 2024 en comparación al mismo periodo del año anterior, debido a las contracciones de la demanda interna y externa¹⁶.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁷. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía¹⁸.

¹³ <https://www.infobae.com/america/america-latina/2024/07/22/la-economia-ecuatoriana-entro-en-recesion-segun-el-banco-central/#:~:text=Las%20p%C3%A9rdidas%20econ%C3%B3micas%20durante%20la,dur%C3%B3%20para%20la%20econom%C3%ADa%20ecuatoriana.>

¹⁴ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

¹⁵ Este producto corresponde al sector de la manufactura de productos alimenticios

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-reporto-un-crecimiento-de-1-2-en-el-primer-trimestre-de-2024-por-una-reduccion-de-las-importaciones-y-una-acumulacion-de-inventarios>

¹⁷ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

¹⁸ <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

El **Riesgo País** registró 1.200 puntos al 31 de diciembre de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁹.

La **calificación de deuda** al 27 de enero de 2025 de Moody's²⁰ para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para la misma fecha mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-" (estable), calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para 27 de enero de 2025, S&P confirmó la calificación crediticia de Ecuador en "B-" (negativa) para el largo plazo y "B" para el corto plazo, tras la realización del canje de deuda por naturaleza. Según S&P, esa operación tiene como objetivo reducir la deuda de Ecuador en aproximadamente USD 700 millones, equivalente al 0,6% del PIB, al mismo tiempo que dirige recursos hacia la conservación ambiental del Corredor Amazónico²¹. Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²²

Hasta noviembre de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 25.223,5 millones, mostrando una reducción de USD 1.652,4 millones, lo que equivale a un descenso de 6,1% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²³

Las exportaciones totales en valores FOB hasta noviembre de 2024 ascendieron a USD 31.229,2 millones, lo que representa un incremento del 9,5% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 7,3% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 10,3%.

Hasta noviembre de 2024, la **Balanza Comercial** Total mostró un superávit de USD 6.005,7 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 4.351,2 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 2.893,7 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 3.112,0 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los periodos analizados, cerrando en USD 71,72 por barril al 31 de diciembre de 2024 (USD 71,65 al 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2025 contempló un valor de USD 63,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁴.

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²⁰ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²¹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/standard-poor-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-nuevo-canje-224089.html#:~:text=Standard%20%26%20Poor's%20mantiene%20calificaci%C3%B3n%20de%20deuda%20de%20Ecuador%20tras%20nuevo%20canje,-La%20calificadora%20prev%C3%A9%20que%20la%20calificadora%20de%20riesgos%20Standard,canje%20de%20deuda%20por%20naturaleza.>

²² <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202501.pdf>

²⁴ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2025/01/informe_t%E2%80%9Acnico_prorrogado_2025_vf.pdf

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/> / Elaboración: Class International Rating

Durante enero y noviembre de 2024, la producción diaria de crudo en el país alcanzó 159,2 millones de barriles. En este período, EP Petroecuador produjo 127,9 millones de barriles lo que implicó una caída de 0,7% en comparación con el mismo periodo de 2023. En contraste las empresas privadas generaron 31,3 millones de barriles lo que representó un aumento de 5,8%. Estas cifras representaron una disminución de 5,8% en la producción estatal. Para noviembre de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 9,6 millones de barriles, lo que representó una disminución del 8,6% en comparación con el mismo mes de 2023. De esta cantidad, EP Petroecuador exportó 7,7 millones de barriles y el Ministerio de Energía y Minas 1,5 millones de barriles; mientras que las compañías privadas²⁵ 0,4 millones de barriles²⁶.

Se debe indicar que, para el año 2025 uno de los factores que afectará la producción petrolera es el cierre del campo petrolero ITT, tras la consulta popular en la que una mayoría de ecuatorianos votó a favor de que no se extraiga más petróleo de esta zona (Parque Nacional Yasuní). Por el cierre del ITT, en 2024 Ecuador dejó de extraer 10.000 barriles de petróleo al día. Y para el año 2025 el Ministerio de Hidrocarburos proyecta que se reducirán otros 15.000 barriles diarios más, según el plan de cierre progresivo, que tiene una proyección de cinco años, es decir, hasta el 2028. El plan para el bloque ITT prevé el cierre de 246 pozos petroleros, de los cuales ya se han cerrado 10 en 2024. A partir de 2025, se cerrarán 48 pozos por año hasta el 2028. Y en 2029 se cerrarán los últimos 44.²⁷

Hasta diciembre de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 18.779,91 millones, es decir existió un crecimiento de 7,81% respecto al 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta diciembre de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 6.264,50 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.265,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.264,67 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 493,08 millones²⁸.

La **inflación mensual** en diciembre de 2024 registró una variación de -0,99%, mientras que la variación **anual** fue de 0,53% y la **acumulada** fue de 0,53%. Para diciembre de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue recreación y cultura, bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes, bienes y servicios diversos.²⁹

En referencia al **salario nominal promedio**, para diciembre de 2024, se fijó en USD 536,60³⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 477,80 para diciembre

²⁵ Desde mayo de 2022 varias empresas privadas cambiaron la modalidad de contrato pasando de la modalidad de prestación de servicios a la modalidad de participación

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro012025.pdf>

²⁷ <https://www.primicias.ec/economia/plan-hidrocarburifero-inversiones-petroleo-gobierno-noboa-88061/>

²⁸ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri#estad%C3%ADsticas>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202407.pdf>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202411.pdf>

de 2024³¹. En cuanto al costo de la **canasta básica familiar** en diciembre de 2024, se ubicó en USD 797,97³², lo que supone un ligero aumento de unos USD 11,97 con respecto a los precios de 2023, no obstante, bajó USD 6,87 comparado con noviembre de 2024. Este registro implica que el ingreso familiar promedio, situado en diciembre en los USD 858,67, cubre el 107,61% del costo total de la canasta familiar básica tasada por el INEC. Por su parte, la Canasta Vital tuvo un costo de USD 554,76, generando un excedente de USD 303,91 del ingreso familiar.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,70% en noviembre de 2024. La tasa de **empleo adecuado** pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,70% en noviembre de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 22,70% en ese mismo orden.³³

A junio de 2024, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,5% y la pobreza extrema en 10,6%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y en el área rural alcanzó el 43,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁴, se ubicó en 0,456 a junio de 2024 (0,457 a diciembre de 2023). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2024 se ubicó en USD 91,55 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 51,60 mensuales per cápita (a diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 y USD 50,76 respectivamente)³⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,19% para enero de 2025, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,80%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,61%³⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para noviembre de 2024 alcanzó la suma de USD 86.665,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 31.044,4 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.965,1 millones³⁷.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para noviembre de 2024, el 44,0% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 42% al consumo, el 7,6% en Microcrédito, el 5,9% a Vivienda y el 0,5% a Educativo³⁸. Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a noviembre de 2024, la rentabilidad (ROE) cayó a 9,74% frente a su similar de 2023 (12,43%), es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene menos de 10 centavos de utilidad. En 2019, antes de la pandemia, los bancos generaban una rentabilidad del 13,90%. Esto significa que actualmente los bancos han perdido 4,16 puntos porcentuales de rentabilidad en los últimos cinco años y medio. Asimismo, en diciembre de 2023, las cooperativas cerraron con una rentabilidad del 3,88%, es decir, por cada dólar en el patrimonio, se obtenía casi 4 centavos de utilidad. A octubre de 2024, la rentabilidad cayó al 2,71% (5,04% en su similar de 2023), es decir, por cada dólar de patrimonio se obtienen 2,71 centavos de utilidad³⁹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2024 totalizó USD 1.611,14 millones, cifra que representó un aumento del 19,04% en comparación con el segundo trimestre de 2023 (USD 1.353,45 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴⁰, además del incremento en la tasa migratoria debido ocasionado por la crisis económica que atraviesa el país.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2024 fueron de USD 73,58 millones; monto inferior en USD 86,5 millones frente a lo registrado en el tercer trimestre de 2023 (USD 160,1 millones),

³¹ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³² <https://www.swissinfo.ch/spa/ecuador-registr%C3%B3-una-inflaci%C3%B3n-de-0%2C53-%25-en-2024%2C-la-m%C3%A1s-baja-desde-2021/88705561#:~:text=En%20cuanto%20a%20la%20Canasta,a%20los%20precios%20de%202023.>

³³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2024/Noviembre/202411_Boletin_empleo_ENEMDU.PDF

³⁴ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁵ file:///E:/INFORMES/DATOS%20PARA%20INFORMES/RIESGO%20DE%20LA%20ECONOMIA/2024/AGOSTO/202406_Boletin_pobreza_ENEMDU.pdf

³⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/Indices/m2074122024.html>

³⁸ <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

³⁹ <https://www.lahora.com.ec/pais/rentabilidad-bancos-cooperativas-cae-2024-complica-mas-acceso-credito-ecuatoriano/>

⁴⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>; <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-recibio-remesas-primer-trimestre-2024.html>

resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴¹. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros⁴².

Para octubre de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 48.744,88 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para octubre de 2024 fue de USD 12.518,33 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.164,84 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,72% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴³.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones y USD 6.899,5 millones para diciembre de 2024⁴⁴. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 04 de julio de 1972, mediante Escritura Pública otorgada en la Notario Quinto del Cantón Guayaquil, fue constituida la compañía emisora, bajo la denominación EMPACADORA SHAYNE CÍA.LTDA. Posteriormente, con fecha 17 de enero de 1991, reforma sus estatutos y el 08 de marzo del mismo año cambia su denominación a EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es un grupo 100% ecuatoriano, dedicado a la Acuicultura, que integra todas las áreas de producción de camarón. Es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia de Ecuador. A continuación, se detallan sus áreas de negocio:

- **Camaroneras:** Es la división dedicada al cultivo de camarón y tilapia. Cuenta con más de 3.000 hectáreas de piscinas distribuidas en 11 fincas a lo largo de la costa ecuatoriana.
- **Laboratorios:** Es la unidad biotecnológica destinada al desarrollo, mejora y selección de nauplios y larvas. El laboratorio permite tener un estrecho control sobre la provisión oportuna de semilla para sus operaciones de engorde.
- **Empacadora:** Procesa y entrega una amplia gama de variedades de camarón. Con sus marcas Frescamar, Sea Sun, Seatouch e Imperial ha ido penetrando en nuevos mercados internacionales, cumpliendo los más exigentes estándares de calidad en cada uno de ellos.

Productos

La planta de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ofrece diferentes presentaciones de camarón: De cultivo (*Litopenaeus vannamei*) desde la recepción hasta el despacho de cada una de las presentaciones “entero”; “cola” y “colas peladas” cortadas o no, con o sin intestino (P&D o PUD), con o sin telson (tail on / tail off). Las presentaciones pueden estar congeladas IQF o en Bloque y pueden ser exportados crudos o cocidos.

⁴¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

⁴² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴³ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁴ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

A continuación, las diversas presentaciones de los productos producidos por EMPAGRAN División Empacadora:

- Entero (Head on)
- Cola (Head less - Shell on)
- Colas Peladas (Valor Agregado)

Todas las presentaciones pueden estar empacadas en cajas o fundas plásticas primarias de grado alimenticio, con peso neto solicitado por sus clientes, y estas unidades están empacadas en cajas secundarias (masters) que varía en peso según la marca o tipo de producto.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de enero de 2025, el capital suscrito y pagado de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se mantiene en USD 90,05 millones, el mismo que se dividen en acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de USD 1,00 cada una. A continuación, se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía, en donde se observa que más del 50% del total de acciones se concentra en uno de sus accionistas.

CUADRO 8: ACCIONISTAS

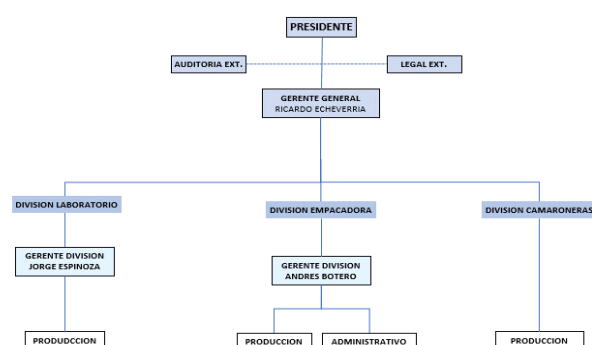
NOMBRE	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
SKYLINE EQUITIES GROUP LLC	56.915.792	63,20%
SKYVEST EC HOLDING S.A.	33.137.742	36,80%
Total	90.053.534	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

De acuerdo a los estatutos de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente, Gerente General y Gerentes, en las condiciones establecidas en la ley, quienes serán los que brinden la colaboración necesaria para la correcta operatividad de la compañía.

Así mismo la compañía cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados en tiempos adecuados. A continuación, se puede visualizar la estructura orgánica de la Institución:

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA



Fuente/Elaboración: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

La trayectoria y el reconocimiento de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN⁴⁵ en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en el cuadro siguiente:

⁴⁵ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

CUADRO 9: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Estrada Santistevan Victor Ernesto	Presidente Ejecutivo
Espinoza Henriquez Jorge	Gerente División Semacua
Botero Brubaker Andres	Gerente División Empacadora
Echeverria Ycaza Ricardo Gabriel	Gerente General
Scavone Rabeya Facundo Andrés	Director General

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN posee prácticas de “Gobierno Corporativo” formalmente definidas, en donde se resuelve las atribuciones de la Junta General de Accionistas, el directorio, presidencia, gerencia general. Además, norma la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas, mercados, grupos de interés y la opinión pública en general.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, mismas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de enero de 2025, la compañía contó con 372 colaboradores distribuidos en varias áreas (ejecutivos, administrativos, operativos y directores). En cuanto a la división por actividades, los empleados se concentran en el área “empacadora” con el 85,75%, mientras que el restante 14,25% agrupa a las áreas de laboratorio y camaroneras.

Cabe destacar que la compañía mantiene una buena relación con sus colaboradores, asimismo, posee personal capacitado y calificado con varios años de experiencia. Adicionalmente, es importante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

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

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 10: EMPRESAS RELACIONADAS

EMPRESA	VINCULACIÓN	ESTADO
Talum S.A.	Administración	Activa
Shell & Fish Import & Export, Corp	Administración	Extranjera
Agrícola Agroguyas S.A.	Administración	Activa
Skyline Equities Group LLC.	Administración	Extranjera
C.I. Océanos S.A.	Accionista	Extranjera
Vanam Air S.A.	Accionista	Activa
Camaronera Aguas del Pacifico S.A.	Administración	Activa
Industria Nacional de Ensamblaje S.A. Innacensa	Administración	Activa
Comercial Agrícola Zapote S.A. Cazapsa	Administración	Activa

Rionova S.A.	Administración	Activa
Agrícola Batán S.A.	Administración	Activa
Yiroma S.A.	Administración	Activa
Lotización la Ribera S.A.	Administración	Activa
Productora Alimentos de Animales Padasa S.A.	Administración	Activa
Industrial-ABA Alimentos Balanceados S.A.	Accionista	Activa
Sociedad Anónima Civil Inmobiliaria Del Salado S.A.	Administración	Activa
Glynnicorp S.A.	Administración	Activa
Kingselsa S.A.	Administración	DISOLUC. Y LIQUIDAC. DE PLENO DERECHO INSC. RM
Life Food Product Ecuador Lifprodec S.A.	Administración	Activa
Castelago S.A.	Administración	Activa
Compujasa S.A.	Administración	Activa
Inmobiliaria Rocafuerte S.A.	Administración	CANC. DE INSCRIPCION ANOTADA EN RM
Proinba Proyectos Inmobiliarios Batán S.A.	Administración	Activa
Nuevo Rancho S.A. Nuransa	Administración	Activa
Global Solutions Globsol S.A.	Administración	Activa
Inevycorp S.A.	Administración	CANC. DE INSCRIPCION ANOTADA EN RM
Gonzalo Dassum Febres Cordero	Administración	
Promarvi S.A.	Administración	Activa
Agrícola los Ranchos S.A.	Administración	Activa
Camaronera Grupo Granmar S.A. Granma	Accionista	Activa
Megatrexa S.A.	Administración	Activa
Biorey S.A.	Administración	Activa
Skyvest EC Holding S.A.	Administración	Activa
Inmobiliaria Plaza 500 Inmoplaza S.A.	Administración	Activa
Langostino Bangkok S.A.	Administración	Activa
Pesquera Magistral S.A.	Administración	Activa
Somar S.A.	Administración	Activa
Subzero S.A.	Administración	Activa
Telbec S.A.	Administración	Activa
Ecuacolor S.A.	Administración	DISOLUC. Y LIQUIDAC. DE PLENO DERECHO NO INS RM
IMPRESIONES TECNICAS DEL ECUADOR TECNIPRINT S. A.	Administración	Activa

Fuente/Elaboración: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene una amplia gama de clientes locales y del exterior dentro de su portafolio⁴⁶. De acuerdo con información remitida por la compañía, al 31 de diciembre de 2024, el cliente más importante de la compañía representó el 26,71% de las cuentas por cobrar, mientras que los tres principales clientes en conjunto representaron el 47,34%. Por otro lado, los demás tuvieron participaciones individuales inferiores al 6,5%.

Al 31 de enero de 2025, el principal cliente⁴⁷ disminuyó su participación al 4,13%. Por su parte, los tres principales clientes en conjunto representaron el 71,24%, mientras que los demás clientes mantuvieron participaciones individuales inferiores al 8,00%. Los porcentajes detallados demuestran un riesgo medio de concentración en la cartera de clientes.

La compañía define sus políticas de cuentas por cobrar en función del lugar de destino de sus exportaciones. Es así que, para los clientes de Asia solicita un anticipo del 20% o 30% del valor de la venta y el saldo restante se requiere 10 días antes de la llegada del buque al puerto de destino; para los clientes de Europa solicita transferencia directa, un anticipo del 20% o 30% del valor de la venta y el saldo restante contra documentos finales a 30 o 60 días de la fecha de embarque; finalmente, para los clientes de Chile y Estados Unidos se realiza cobranza bancaria a 90 días de la fecha de embarque.

⁴⁶ Según la administración del emisor, la compañía posee capacidad de negociación con sus clientes

⁴⁷ Mismo cliente que a diciembre de 2024

En cuanto a la política de cuentas por cobrar a compañías relacionadas en forma general se establece que toda transacción entre Compañías Relacionadas, al recibir y/o entregar fondos y definir plazos, son autorizados por niveles Gerenciales, que pueden ser: Gerente General, Gerente Financiero, El Directorio, El Presidente Ejecutivo.

Respecto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes de la compañía, se revela que, al 31 de enero de 2025, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 25,36% del total de la cartera (33,34% en diciembre de 2024), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 53,23% de la cartera total (48,53% en diciembre de 2024). Los resultados mencionados eventualmente podrían incurrir in un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.

Según lo mencionado por la administración de la compañía, la cartera vencida proviene principalmente de su división de balanceados, misma que fue vendida parcialmente a finales de agosto de 2023. EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registra provisión de cuentas incobrables, la cual cubre el deterioro.

CUADRO 11: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

CARTERA TOTAL	2023	2024	ene-25
Por Vencer	27,80%	33,34%	25,36%
Vencida de 1 a 60 días	6,09%	7,02%	9,66%
Vencida de 61 a 90 días	1,79%	1,78%	1,79%
Vencida de 91 a 180 días	4,25%	5,25%	5,56%
Vencida de 181 a 360 días	19,43%	4,09%	4,40%
Vencida más de 360 días	40,64%	48,53%	53,23%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, la cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 56,37% en enero de 2025 (66,08% en diciembre de 2024); aspecto que deberá ser reforzado con la finalidad de poder cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

Finalmente, se debe indicar que el 98,56% de las ventas de la compañía a enero de 2025 se realizaron mediante crédito directo (94,51% en diciembre de 2024) y el 1,44% al contado (5,49% en diciembre de 2024).

Proveedores⁴⁸

Al referirnos a los proveedores de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se debe indicar que mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas con prestigio tanto en el mercado nacional como internacional.

Al 31 de diciembre de 2024, el principal proveedor representó el 60,04% del total del costo de ventas, mientras que para enero de 2025 representó el 53,30% (se debe indicar que entre estos dos periodos el acreedor es distinto). Lo antes mencionado refleja un riesgo concentración en los proveedores de la compañía.

Según lo mencionado por la administración de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cuenta con un plan de pagos, y también con fondos importantes provenientes de la venta parcial de la división balanceados, para cancelar parte importante de las cuentas por pagar vencidas.

La compañía define sus políticas de cuentas por pagar en función de sus divisiones de negocio. Para la división Empacadora, la materia prima representa el 80% de los insumos y los servicios un 20% de los insumos de producción. Para la materia prima, el camarón propio, que representa el 95%, se adquiere a 30 y 45 días plazo, mientras que el camarón de terceros, que representa el 5%, se adquiere a 15 y 21 días plazo. Mientras que, para el material de empaque se adquiere con un plazo de crédito de 60 a 90 días y a otros proveedores se adquieren a 30 y 60 días pazo.

⁴⁸ La compañía tiene capacidad de negociación con sus proveedores y según la administración tiene flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

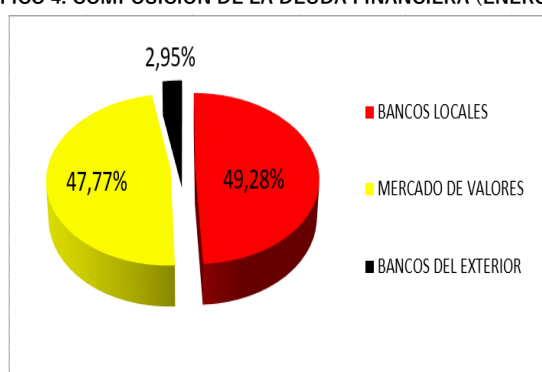
Políticas de Precios

Según la información reportada por la empresa, los precios del camarón son puestos por los mercados internacionales.

Política de Financiamiento

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se ha financiado a lo largo del tiempo principalmente con recursos de terceros, es así como, para enero de 2025 el pasivo financió el 74,49% de los activos (74,26% de los activos en diciembre de 2024). Por su parte, la deuda con costo que se deriva de obligaciones con entidades financieras locales y del exterior, y con el mercado de valores sumó al 31 de enero 2025 un valor de USD 184,10 millones (USD 181,14 millones en diciembre 2024) y financió el 38,82% de los activos (38,55% a diciembre de 2024).

GRÁFICO 4: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (ENERO 2025)



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Adicional a lo mencionado, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en virtud de la alianza estratégica contenida en el Fideicomiso Mercantil SKYVEST - EMPAGRAN, constituido el 22 de agosto de 2023⁴⁹, estableció un flujo de recursos para cancelar pasivos, conforme lo establece el Anexo B de dicha escritura. El Fideicomiso está conformado de la siguiente manera: SKYVEST EC HOLDING S.A. (Constituyente o Beneficiaria del Remanente) y ZION Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria) suscribieron el contrato del **Fideicomiso Mercantil SKYVEST – EMPAGRAN**, el cual tiene por objeto y finalidad efectuar la cancelación de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, a través de los flujos que aporta y serán aportados al patrimonio autónomo de conformidad con lo dispuesto en el Fideicomiso. Para el pago de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, se utilizarán los recursos provenientes de la compra del equivalente al 75% de las acciones que a SKYVEST le efectuará CARGILL AQUAFEED SPAIN S.L. en capital social de la compañía CARGILL AQUANUTRITION ECUADOR CÍA. LTDA., recursos que serán aportados al Fideicomiso.

Responsabilidad Social y Ambiental

La contribución de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN al desarrollo sostenible se materializa mediante los principios y las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial que atiende las necesidades y las expectativas de sus grupos de interés.

La compañía complementariamente realiza acción social responsable en el ámbito de la educación, la salud y el desarrollo social con un enfoque de derechos de niñez e intergeneracional, a través de la implementación de proyectos e incidencia en el mejoramiento de la calidad de vida de las personas y su participación en el desarrollo de sus comunidades, además desarrolla proyectos enfocados a cuidar el medio ambiente, tener una sustentabilidad dentro de la economía forestal, minimización de residuo. Su actividad se centra en proyectos a

⁴⁹ Se debe indicar que, antes de llegar a este Fideicomiso, la compañía realizó una Cesión de Derechos Fiduciarios del Fideicomiso Garantía CARGILL – EMPAGRAN que otorgó EMPAGRAN a favor de la compañía SKYVEST EC HOLDING S.A. y suscribió un Contrato de Sustitución de Deudor sin Liberación (la fecha de suscripción de estos documentos fue el 14 de julio de 2023).

largo plazo, así como en acciones de concientización, sensibilización y de educación para el desarrollo de la comunidad, voluntariado y participación, además posee una política de apoyo a la comunidad y financia acciones sociales, entre otros.

La intervención social de la compañía está presente en diferentes parroquias y cantones de las provincias de Guayas y Santa Elena. La compañía se guía en los principios de Honestidad, Solidaridad, Compromiso Social, Empatía, Respeto y Convicción, Sostenibilidad y Sustentabilidad, respetando siempre los valores de dignidad humana, justicia social, reflexión crítica y solidaridad.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN posee un alto prestigio como organización socialmente responsable y comprometida con la difusión de una imagen acorde con los códigos de ética del sector.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Acuacultura y Pesca, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otros entes gubernamentales.

La compañía posee la certificación internacional FDA (Food and Drug Administration), una norma mundialmente reconocida obtenida y renovada por EMPAGRAN desde 2002; y, la norma internacional de calidad HACCP, desarrollada por la FDA, establece los puntos críticos durante el proceso del producto y los procedimientos de empaque. Además, posee normas como la ISO 26000:2010 de Responsabilidad Social

Riesgo Legal

Según información proporcionada por la Administración de la compañía, al 31 de enero de 2025, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registra varios juicios laborales en su contra. La calificadora no ha podido medir el impacto de los mismos sobre la operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión.

Al 31 de enero de 2025 EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 12: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Estado
Tercera Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00006676	Vigente
Cuarta Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004995	Vigente
Quinto Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00037425	Vigente
Quinta Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00069194	Vigente
Sexto Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00069195	Vigente
Séptimo Programa de Papel Comercial	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00010542	Vigente
Sexta Emisión de Obligaciones	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00016202	Vigente
Octavo Programa de Papel Comercial	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00016231	Vigente

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

Al ser la calificación inicial de la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión

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

Eventos Importantes

- De acuerdo con el certificado emitido por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) a marzo de 2025, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A., mantiene Acuerdo de Pagos Parciales y se encuentra al día en el pago de sus dividendos.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene deudas impugnadas con el Servicio de Rentas Internas⁵⁰ por USD 13,61 millones. Según lo mencionado por la administración de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra solicitando convenios de pago.
- Frente a la crisis energética del Ecuador, es necesario mencionar que EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN siempre ha contado con un generador como medida de precaución. Actualmente, la producción no se ve afectada gracias a la disponibilidad del generador y al contrato vigente con gasolineras para el suministro de diésel necesario. Además, la compañía está realizando una inversión en un nuevo generador exclusivamente como respaldo.

Situación del Sector

La producción camaronera inicia en Ecuador a finales de la década de 1969, con el aprovechamiento de las llanuras salinas. Debido a su alta rentabilidad, se expande hacia áreas agrícolas y zonas de manglares. Con el paso del tiempo y a raíz de su crecimiento, Ecuador en los años 80 se establece como uno de los mayores exportadores a nivel mundial.

La industria camaronera de Ecuador enfrenta desafíos importantes desde noviembre de 2024, en particular debido a la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a las importaciones de camarón congelado. El gobierno estadounidense considera que estas importaciones perjudican a su industria camaronera nacional, lo que lleva a políticas comerciales más estrictas⁵¹.

En octubre de 2024, la industria camaronera del Ecuador registró una caída del 12% en sus exportaciones en comparación con el mismo período de 2023, alcanzando un total de 190 millones de libras (86.071 toneladas). Esta tendencia a la baja se evidenció desde principios de año, con enero, febrero y marzo mostrando exportaciones menores a los mismos meses de 2023. Aunque en abril y mayo se registraron ligeras recuperaciones, la caída continuó en junio, julio, septiembre y octubre.

A finales de octubre, las exportaciones totales acumuladas habían caído un 1,1% en comparación con 2023, lo que equivale a una reducción de aproximadamente 24 millones de libras (10.886 toneladas). El volumen de

⁵⁰ Fecha de revisión: marzo 2025.

⁵¹ <https://www.ocean-treasure.com/sin-categorizar/challenges-and-outlook-for-ecuadors-shrimp-industry-a-comprehensive-analysis/?lang=es>

exportación mensual promedio para 2024 se situó en 220 millones de libras, inferior al promedio de 223 millones de libras registrado el año anterior.

Las causas directas fueron las siguientes:

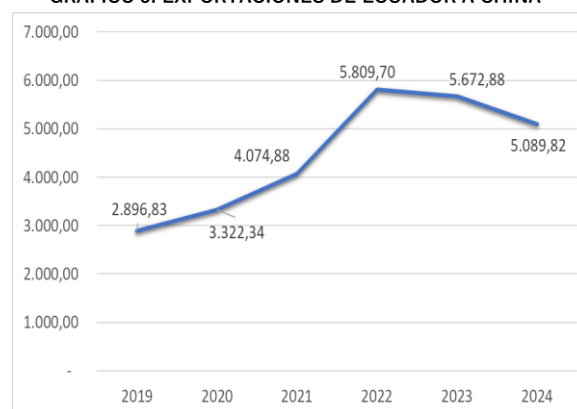
- Competencia internacional: Los principales países exportadores de camarón, como India y Vietnam, siguen ofreciendo camarones a precios más competitivos y con mayor flexibilidad en las cadenas de suministro. Esto ha provocado que los principales mercados de exportación de Ecuador, incluidos Estados Unidos, China y la Unión Europea, recurran a proveedores alternativos.
- Cambios en la demanda de los consumidores: El consumo de camarón ha disminuido en los principales mercados importadores, particularmente en China, debido a cambios en las políticas económicas y el comportamiento de los consumidores.
- Cambios en la demanda de los consumidores: El consumo de camarón ha disminuido en los principales mercados importadores, particularmente en China, debido a cambios en las políticas económicas y el comportamiento de los consumidores.⁵²

Al inicio de este año 2025, el sector ha mostrado un desempeño mixto en varias regiones, en cuanto a precios del camarón se refiere. El Platts Ecuador Shrimp Marker informó que los precios del camarón con cabeza y con cáscara se situaban en aproximadamente USD 5.350 por tonelada métrica para enero, lo que supone una recuperación respecto a los niveles históricamente bajos de finales de 2024, cuando los precios rondaban los USD 4.800 por tonelada. Este aumento se atribuye a la demanda estacional y a la oferta limitada.

En Indonesia, los precios del camarón *Penaeus vannamei* han tendido al alza, con un aumento en todos los tamaños durante la segunda semana de enero de 2025. Según se informa, los precios al por mayor oscilan entre USD 2,69 y USD 5,04 por kilogramo, mientras que los precios minoristas oscilan entre USD 3,84 y USD 7,19 por kilogramo.⁵³

Pese a la entrada en vigor del acuerdo comercial entre Ecuador y China, en mayo de 2024, las exportaciones hacia el gigante asiático no lograron crecer en 2024. El valor de las exportaciones a China cerró en USD 5.089,8 millones en 2024, una caída de 10,3% frente a 2023, cuando alcanzaron los USD 5.672,9 millones, de acuerdo con el Banco Central⁵⁴.

GRÁFICO 5: EXPORTACIONES DE ECUADOR A CHINA⁵⁵



Fuente: Banco Central del Ecuador BCE; Elaboración: Class International Rating S.A.

Dentro de la canasta exportable no petrolera al país asiático, el principal producto es el camarón. Según la Cámara Nacional de Acuicultura, el valor de los envíos de camarón a China cayó en 14%, cerrando en un total de USD 3.014 millones.

⁵² <https://www.ocean-treasure.com/sin-categorizar/challenges-and-outlook-for-ecuadors-shrimp-industry-a-comprehensive-analysis/?lang=es>

⁵³ <https://svacuicultura.org/noticia/inicio-de-2025-una-situacion-compleja-del-mercado-del-camaron/>

⁵⁴ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-china-acuerdo-comercial-camaron-89796/>

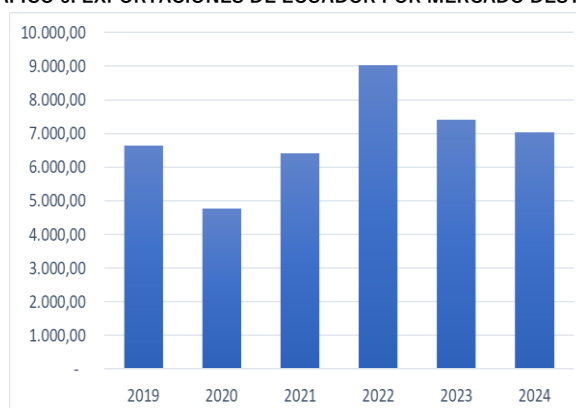
⁵⁵ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-china-acuerdo-comercial-camaron-89796/>

Un factor importante al que responde esta caída del crustáceo en China es que, entre febrero y principios de junio de 2024, nueve camarónicas ecuatorianas fueron suspendidas por parte de la Administración General de Aduanas de China, debido a presuntas detecciones de metabisulfito (un compuesto orgánico) por encima de los límites permitidos en envíos de camarón. Además, los precios del camarón han estado a la baja en el mercado internacional desde mediados de 2023.

Con el acuerdo comercial entre Ecuador y China, el camarón dejará de pagar aranceles en 10 años. Antes del tratado, el arancel oficial era de 5%, sin embargo, gracias a una excepción unilateral de China hacia cualquier país del que importen este producto, ya estaba en 2%. Por eso, no es el producto ganador del acuerdo, sino más bien otros que pagaban aranceles más altos, como el banano, o que podrán ingresar por primera vez a este mercado, con beneficios arancelarios.

Por su parte Estados Unidos se mantiene como el principal socio comercial de Ecuador, con un valor de exportaciones por USD 7.024 millones. Sin embargo, cayó 5% frente a 2023 según el BCE. Por países, también destaca el comportamiento de las exportaciones hacia Panamá, que alcanzaron un valor de USD 6.286 millones, (un crecimiento de 40,5% con relación a 2023). Con ese monto, el país centroamericano supera incluso a China y a la Unión Europea. No obstante, la Unión Europea también tuvo un buen desempeño; las exportaciones hacia ese mercado crecieron en USD 1.614,8 millones o 37,8%, para un valor total de USD 5.884 millones.⁵⁶

GRÁFICO 6: EXPORTACIONES DE ECUADOR POR MERCADO DESTINO⁵⁷



Fuente: Banco Central del Ecuador BCE; Elaboración: Class International Rating S.A.

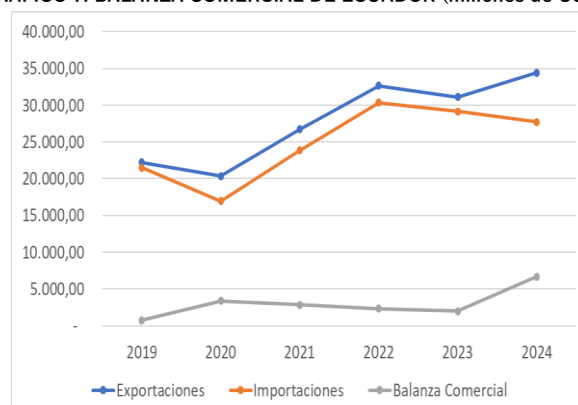
Por grandes mercados o destinos, lidera Asia, con un valor de USD 8.276,6 millones, pero tuvo una caída de 3% por el peso de China. Sin embargo, hubo crecimientos hacia Japón y Corea del Sur.

Las exportaciones de Ecuador alcanzaron un valor de USD 34.420,8 millones en 2024, un alza de 10,6% frente a 2023. Mientras las importaciones cerraron en USD 27.742,5 millones, una disminución de 4,8%. Con ello, la balanza comercial de Ecuador fue favorable, alcanzando un superávit de USD 6.678 millones, según el Banco Central.

⁵⁶ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-china-acuerdo-comercial-camaron-89796/>

⁵⁷ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-china-acuerdo-comercial-camaron-89796/>

GRÁFICO 7: BALANZA COMERCIAL DE ECUADOR (millones de USD)⁵⁸



Fuente: Banco Central del Ecuador BCE; Elaboración: Class International Rating S.A.

El sector en el cual desenvuelve sus actividades EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN no presenta estacionalidades en su comportamiento. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa tiene como barreras de entrada: la alta especialidad que se necesita para desarrollar los productos, la necesidad de fuertes inversiones de capital en maquinaria, tecnología, etc., altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector. Por otro lado, entre las principales barreras de salida se pueden mencionar los activos especializados para la operación en el sector, los costos fijos de salida, regulaciones gubernamentales, realización de cuentas por cobrar, venta de inventario, problemas de solvencia y compromisos a largo plazo.

Expectativas

A pesar de los desafíos, la industria camaronera de Ecuador ha logrado mantener un nivel de exportación relativamente estable, evitando una caída drástica de la producción. Sin embargo, debido a problemas persistentes como aranceles, altos costos operativos y cambios en la demanda mundial, se espera que 2025 sea otro año difícil para la industria. Para seguir siendo competitivo, Ecuador debe explorar nuevas estrategias, como negociar acuerdos comerciales, mejorar la eficiencia en el cultivo de camarón y diversificar los mercados de exportación.

El sector camaronero del país necesitará un fuerte apoyo gubernamental y una adaptación de toda la industria para resistir los desafíos actuales y asegurar un futuro más estable.⁵⁹

A partir de enero de 2025, el mercado del camarón muestra una mezcla de recuperación de la demanda y estabilización de la oferta. Si bien los precios se están recuperando después de un año difícil, persisten los riesgos ambientales y geopolíticos. A medida que nos adentramos en 2025, la adaptabilidad y la planificación estratégica serán clave para navegar por este panorama en evolución.⁶⁰

Se espera que los productores ecuatorianos de camarón se beneficien de una mejor perspectiva de demanda en América del Norte y Europa. Sin embargo, la débil demanda china debido a las incertidumbres macroeconómicas plantea desafíos. Se espera que la producción de Ecuador crezca entre un 3% y un 4% en 2025, tras un modesto aumento del 2% el año pasado.⁶¹

⁵⁸ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-china-acuerdo-comercial-camaron-89796/>

⁵⁹ <https://www.ocean-treasure.com/sin-categorizar/challenges-and-outlook-for-ecuadors-shrimp-industry-a-comprehensive-analysis/?lang=es>

⁶⁰ <https://svacuicultura.org/noticia/inicio-de-2025-una-situacion-compleja-del-mercado-del-camaron/>

⁶¹ <https://svacuicultura.org/noticia/inicio-de-2025-una-situacion-compleja-del-mercado-del-camaron/>

Posición Competitiva de la Empresa

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN considerando el CIU (A0321.02) tiene como principal actividad la explotación de criaderos de camarones (camaroneras), criaderos de larvas de camarón (laboratorios de larvas de camarón).

La compañía se ha posicionado consistentemente entre los 10 mayores exportadores de camarón del Ecuador. Su desarrollo lo ha llevado a cubrir casi todos los mercados del mundo:

- América del Norte: Estados Unidos, Canadá.
- América del Sur: Chile.
- Europa: Francia, Reino Unido, España, Portugal e Italia.
- Asia: Taiwán, Japón, China.

Entre las principales empresas competidoras del sector se encuentran: Industrial Pesquera Santa Priscila S.A., Sociedad Nacional de Galápagos C.A. SONGA, Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., PCC CONGELADOS FRESCOS S.A., PACIFIC OCEAN S.A., FRIGOLANDIA S.A., Exportquilsa & Productores Asociados S.A., Expalsa Exportadora de Alimentos S.A., Empacreci S.A., Promarisco S.A., Camar-Expo S.A., South Pacific Seafood S.A. SOPASE, Natluk S.A., entre otras.

De acuerdo con la Clasificación (CIU) utilizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ocupa el segundo lugar entre las veinte empresas del sector al que pertenece, que posee un total de 1.580 empresas, tanto en la medición por ingresos al cierre de 2023, como por activos y patrimonio, lo que demuestra la competitividad de la empresa en el mercado ecuatoriano.

- Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.
- Empacadora Grupo Granmar S.A. EMPAGRAN
- Produmar S.A.
- Naturisa S.A.
- Alimentsa S.A.

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

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

CUADRO 13: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Más de 40 años de experiencia en el mercado.	Alta dependencia del precio del producto en mercados internacionales.
Integración vertical en la cadena de valor de producción y procesamiento de camarón, lo cual le garantiza un mayor control y le genera economías de escala y eficiencias productivas.	
Maquinaria y equipos de última generación y de alto nivel tecnológico en todos sus procesos productivos.	
Instalaciones físicas extensas con amplia capacidad de producción y almacenamiento con ubicación idónea para el cultivo del marisco.	
Elevada presencia en mercados internacionales de Asia, Europa, Norteamérica y Sudamérica.	
Certificaciones internacionales de calidad en los procesos productivos.	AMENAZAS
OPORTUNIDADES	
Políticas orientadas al desarrollo de las exportaciones.	
Reputación del producto ecuatoriano en el mercado internacional.	
Sector productivo estratégico y con importante crecimiento y desarrollo durante los últimos años.	Cambios en políticas comerciales y aranceles a las importaciones en mercados internacionales.
Nuevos sistemas tecnológicos de innovación productiva.	

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

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

Uno de los riesgos a los que se exponen los productos comercializados por la empresa podrían estar relacionados con daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, mismos que podrían verse afectados, ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa.

Ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ha suscrito varias pólizas de seguro que incluyen cobertura sobre incendio multiriesgo, equipo electrónico, robo, rotura de maquinaria, entre otras, mismas que tiene una vigencia hasta junio de 2025.

Otro riesgo operacional, ligado a las actividades de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN está estrechamente relacionado con lo que sucede en el sector acuícola, y éste a su vez depende mucho de los factores externos, como el clima, precios internacionales y regulaciones gubernamentales.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN dispone de una organización y de sistemas de información, que permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

En cuanto al riesgo de una posible desaparición de proveedores, se debe mencionar que EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, obtiene su materia prima principalmente de sus camaronerías, sin embargo, si es necesario camarón de terceros, la compañía posee proveedores que pueden satisfacer su demanda.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN**, se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2021, 2022 y 2023, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, con notas a los estados financieros al 31 de enero de 2024, 31 de diciembre de 2024 y 31 de enero de 2025.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN pasaron de USD 139,19 millones en el año 2021 a USD 157,43 millones en el 2022, lo que obedece principalmente al aumento en las exportaciones de camarón congelado y balanceado camarón. Otro de los factores que contribuyó a dicho comportamiento fue que el precio promedio del kilo del camarón de exportación se ubicó en USD 7,02, entre enero y octubre de 2022, 14% más respecto al mismo periodo de 2021, según información registrada en Fedexpor, así mismo el volumen exportado de camarón creció un 32% en el mismo periodo⁶².

Por otro lado, para diciembre de 2023, los ingresos experimentaron un decrecimiento de 48,34% frente a su similar de 2022, situándose en USD 81,34 millones, debido a una disminución en la demanda de camarón en sus diferentes líneas (exportación de camarón congelado, exportación de balanceado de camarón, además de ventas locales de camarón y juveniles, ventas locales de balanceado de camarón, entre otros). No obstante, para diciembre de 2024 los ingresos vuelven a recuperarse hasta alcanzar USD 155,32 millones, impulsados principalmente por el incremento en las exportaciones de camarón congelado.

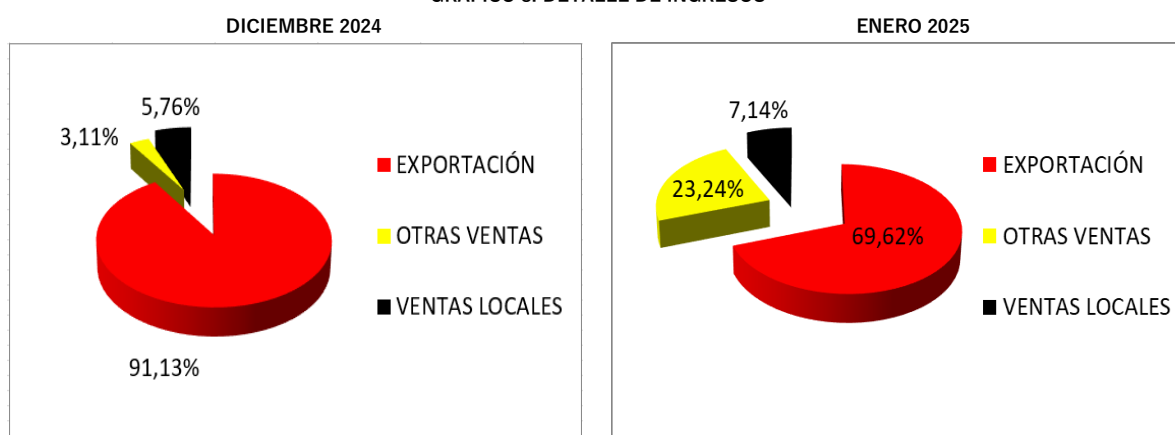
⁶² <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/exportacion-no-petrolera-se-afianza-con-el-camaron-el-producto-estrella-del-2022-en-ecuador-nota/>

Para los periodos interanuales los ingresos de la compañía decrecen en 35,80%, pasando de USD 8,18 millones en enero de 2024 a USD 5,25 millones en enero de 2025, como efecto de la disminución en ventas de su línea de negocio de exportación de camarón congelado.

Las exportaciones es la línea de negocio que representa los mayores ingresos para la compañía, pues al 31 de enero de 2025 significaron el 69,62% del total de los ingresos y el 91,13% en diciembre de 2024.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cuenta con 3 destinos principales de exportación (Europa, EEUU y China), normalmente se reparten en un 33% cada uno, sin embargo, dadas las condiciones actuales del mercado en lo que respecta sus precios, la compañía se encuentra cambiando su Pareto (China con el 25%, Europa con el 37% y EEUU con el 38%), lo que le permitiría aminorar el impacto de precios bajos en su resultado. Adicionalmente, como estrategia, la compañía está adquiriendo camarón a terceros (productores locales) a mejor precio y mejores plazos.

GRÁFICO 8: DETALLE DE INGRESOS



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Se debe indicar que EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, realizó inversiones en los años 2022 y 2023, adquiriendo e instalando dos salmueras, mismas que están operando desde los últimos meses del año 2023. Esto le ha permitido aumentar la capacidad instalada de la planta (de 5 millones a 10 millones de libras). Con esto, la compañía proyectó generar ventas superiores a USD 180,00 millones en el año 2024 y a partir de mayo de 2024, utilizaría casi el 100% de la capacidad instalada.

Los costos de ventas se mantuvieron dentro de un rango del 80% en su participación sobre los ingresos, puesto que pasaron de representar el 88,00% de los ingresos en 2022 a un 87,45% en diciembre de 2023 y situándose en 85,95% en diciembre de 2024, siendo los rubros más relevantes los costos de ventas de camarón. En dicho contexto, la empresa generó un margen bruto positivo, que pasó del 12,00% en 2022 a 12,55% en diciembre de 2023 y el 14,05% en diciembre de 2024.

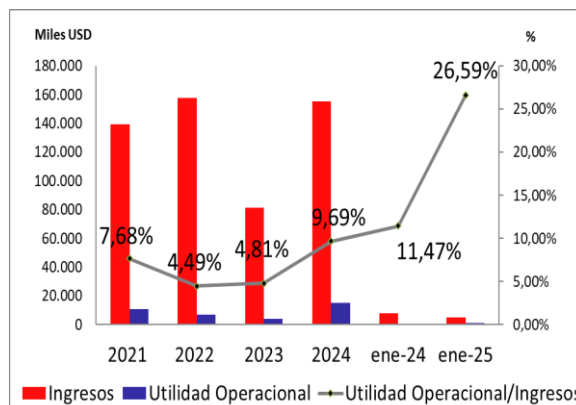
Para enero de 2025, el costo de ventas representó el 67,73% de los ingresos, mostrando una significativa reducción en comparación con el 83,25% registrado en enero de 2024. Esta disminución en los costos permitió a la empresa alcanzar un margen bruto del 32,27% sobre los ingresos, más del doble del 16,75% obtenido en el mismo período del año anterior.

Los gastos operacionales pasaron de representar el 7,51% de los ingresos en 2022 a 7,73% en el año 2023 y 4,36% en diciembre de 2024, esta disminución evidencia un adecuado manejo de los mismos. Históricamente, los gastos de personal, obligaciones por beneficios definidos e impuestos y contribuciones fueron los de mayor aporte en su composición.

Para los periodos interanuales los gastos operativos no sobrepasaron el 6,00% sobre la participación de los ingresos (5,28% en enero de 2024 y 5,69% en enero de 2025), lo que evidencia cierta estabilidad en el manejo de sus recursos a lo largo del periodo analizado.

Después de deducir los costos de ventas y gastos operacionales la compañía reportó un margen operacional positivo, y creciente, que pasó de 4,49% de los ingresos en 2022, 4,81% en el año 2023 y 9,69% en diciembre de 2024. En el análisis interanual, se observa una mejora significativa en su margen operativo pasando de 11,47% de los ingresos en enero de 2024 a 26,59% en enero de 2025.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

En cuanto a los gastos financieros, su participación sobre los ingresos fue de 7,17% en 2022, 13,68% en 2023 y 9,13% en diciembre de 2024. Estos gastos se derivan de la deuda con costo mantenida con entidades financieras y los procesos registrados en el mercado de valores. Al 31 de enero de 2025, los gastos financieros significaron el 25,81% de los ingresos.

Tras el cómputo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos, neto y los respectivos impuestos de ley, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados, misma que representó el 0,70% de los ingresos en el año 2022, 1,78% en el año 2023 y 0,47% en diciembre 2024. Para el periodo interanual de enero de 2025 el margen neto representó el 0,64% de los ingresos.

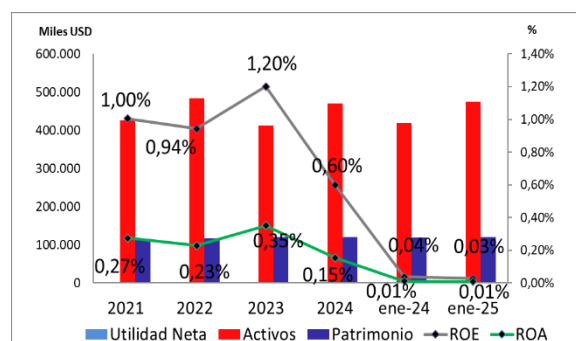
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad se presentaron positivos durante todo el período analizado y su comportamiento se encontró ligado a los resultados de la compañía, lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 14, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2021	2022	2023	2024
ROA	0,27%	0,23%	0,35%	0,15%
ROE	1,00%	0,94%	1,20%	0,60%

Ítem	ene-24	ene-25
ROA	0,01%	0,01%
ROE	0,04%	0,03%



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

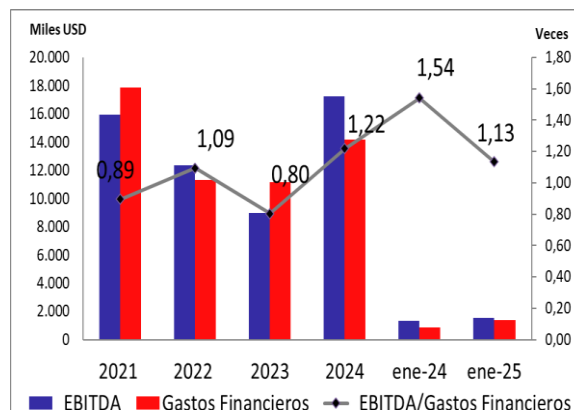
El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 7,84% de los ingresos en diciembre de 2022 a 11,00% en el año 2023 y 11,11% de los ingresos en diciembre de 2024. Al 31 de enero de 2025 el EBITDA (acumulado) representó el 29,23% de los ingresos, porcentaje superior a lo registrado en enero de 2024 cuando

fue de 16,50%. Estos porcentajes le permitieron cubrir de forma adecuada sus gastos financieros específicamente en el año 2024 y enero 2025.

CUADRO 15, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Ítem	2021	2022	2023	2024
EBITDA	15.958	12.346	8.945	17.258
Gastos Financieros	17.842	11.287	11.129	14.182
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,89	1,09	0,80	1,22

Ítem	ene-24	ene-25
EBITDA	1.350	1.536
Gastos Financieros	876	1.356
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,54	1,13



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos totales presentaron una tendencia fluctuante durante el periodo analizado, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas e inventarios, principalmente, pasando de USD 484,26 millones al cierre del año 2022 a USD 412,45 millones en diciembre de 2023, USD 469,93 millones en diciembre de 2024 y USD 474,26 millones en enero de 2025.

En lo que concierne a su estructura, los activos de la empresa se concentran en los de tipo corriente, cuya representación pasó de 60,19% en diciembre de 2024 a 60,57% en enero de 2025. Respecto a su composición, se debe indicar que al 31 de diciembre de 2024 las cuentas por cobrar relacionadas⁶³ fueron las de mayor preponderancia, dado que llegaron a representar el 49,15% de los activos (49,66% de los activos en enero de 2025), seguido de lejos por activos mantenidos para la venta⁶⁴ con el 3,74% (3,71% de los activos en enero de 2025) y cuentas por cobrar clientes con el 4,24% (3,56% de los activos en enero de 2025).

Es importante mencionar que la cuenta de efectivo y equivalentes de efectivo presentó una considerable disminución (-88,85%) entre los años 2021 y 2022; según lo indicado por la Administración de la compañía esto se explica porque en diciembre de 2021 existía un certificado de depósito por USD 5,00 millones, el mismo que durante el 2022 fue utilizado para el pago de obligaciones financieras. Adicionalmente, se debe destacar que históricamente esta cuenta representó menos del 1,00% de los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa (para diciembre de 2023 el efectivo y equivalentes al efectivo significó el 0,18% de los activos, 0,85% en diciembre de 2024 y un 0,78% en enero de 2025).

Por otra parte, la participación de los activos no corrientes respecto al total de activos pasó de 49,83% al cierre de 2023 a 39,81% en diciembre 2024 y 39,43% en enero de 2025. Para diciembre de 2024, la cuenta más representativa fue la de propiedad, planta y equipo con el 36,06% de los activos (35,70% en enero de 2025), seguida por cuentas por cobrar relacionadas que representaron el 3,27% (3,25% en enero de 2025).

⁶³ Las cuentas por cobrar relacionadas: Se incremento por entregas y ventas realizadas a relacionadas principalmente. Los valores que no corresponden a ventas por exportación de camarón serán recuperados con los ingresos de los proyectos inmobiliarios del grupo en el año 2025.

⁶⁴ El informe de auditoría externa del año 2023 indica que se presentan como mantenidas para la venta, tras la aprobación de su venta según acta de Sesión de Directorio celebrada el 31 de octubre de 2023. Con fecha 15 de diciembre de 2023, se suscribió la promesa de compraventa de acciones entre la Compañía y Skyvest Ec Holding para la adquisición de las acciones Biofeeder S.A.S. y Oceanos S.A. por un monto de USD 17,572,312 definiendo como plazo máximo para la suscripción del contrato de compra venta en diciembre de 2024.

Pasivos

Durante el periodo analizado se privilegia el uso de recursos de terceros en el financiamiento de los activos, es así como pasaron de significar el 70,78% en diciembre de 2023 a 74,26% en diciembre de 2024 y 74,49% en enero de 2025.

Los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, los cuales financiaron el 40,35% en diciembre de 2024 y el 41,09% en enero de 2025. Determinando que para diciembre de 2024 la cuenta de obligaciones financieras fue la de mayor aporte con el 14,56% (13,84% en enero de 2025), seguido por obligaciones con mercado de valores, con un financiamiento del 9,97% de los activos (11,26% en enero de 2025), y otros pasivos corrientes con el 6,72% (7,51% en enero de 2025) y compañías relacionadas con el 3,59% (3,66% en enero de 2025).

Es relevante indicar que la cuenta Obligaciones con instituciones financieras a diciembre de 2023, decreció en un importante 53,84% frente a lo registrado en su similar de 2022. Según lo mencionado por la Administración de la compañía, esta variación se presentó porque a finales del mes agosto de 2023 se concretó la venta parcial de la División de Balanceados lo que le permitió a EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cancelar la deuda con CARGILL FINANCIAL SERVICES INTERNATIONAL, INC.

Por su parte, los pasivos no corrientes que financiaron el 33,91% de los activos en 2024 y el 33,40% en enero de 2025; estuvieron mayormente conformados por cuentas por pagar proveedores que alcanzaron el 11,62% en diciembre de 2024 (11,46% de los activos en enero de 2025), le sigue obligaciones financieras de largo plazo con el 7,22% en diciembre de 2024 y el 6,92% de los activos en enero de 2025 y las obligaciones con el mercado de valores con el 6,80% en diciembre de 2024 y el 6,81% de los activos en enero de 2025.

Cabe resaltar que, dentro de este grupo, cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo experimentaron un incremento de 262,56% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, debido al aumento en varias relacionadas por administración. Este aumento significativo hizo que el peso de las cuentas por pagar relacionadas pasara del 1,58% de los activos en diciembre de 2022 al 6,72% de los activos en diciembre de 2023. Para diciembre de 2024 significó el 6,68% en diciembre de 2024 y 6,63% en enero de 2025.

Al 31 de enero de 2025, la deuda financiera fondeó el 38,82% (38,55% en diciembre 2024) de los activos, siendo importante indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 52,11% y 152,18% respectivamente. Las obligaciones con costo se conforman por obligaciones con instituciones financieras locales y del exterior, y obligaciones con el mercado de valores.

Se debe destacar que la deuda financiera entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 disminuyó monetariamente en USD 84,63 millones, resultado de la cancelación de varias obligaciones con costo, como efecto de la venta parcial de la División de Balanceados.

Patrimonio⁶⁵

El financiamiento del patrimonio sobre los activos se mantuvo dentro de un rango del 20% a lo largo del periodo analizado, pasando de 29,22% en el año 2023 al 25,74% en diciembre de 2024 y 25,51% en enero de 2025. La disminución en este último periodo se debe a una menor utilidad generada durante el ejercicio. En cuanto a su conformación, el capital social primó dentro del financiamiento de los activos, con el 18,99% en enero de 2025 y el 19,16% en diciembre de 2024, cuyo valor (en términos monetarios) se mantuvo sin variación durante el periodo analizado (USD 90,05 millones). A este le sigue de lejos los resultados acumulados con un 5,80% en enero de 2025 y 5,70% del total de activos en diciembre de 2024.

Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

⁶⁵ La Política de Pago de Utilidades de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN determina que las utilidades serán reinvertidas en la compañía, y la Política de Dividendos indica que no se distribuirán dividendos en el evento de que las obligaciones no se encuentren al día en su pago.

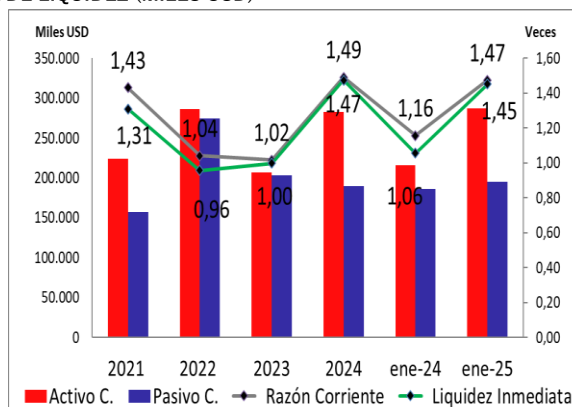
Flexibilidad Financiera

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía cuenta con recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo. Esto conllevó a que su capital de trabajo sea positivo (19,47% de los activos en enero de 2025 y 19,83% de los activos en diciembre de 2024).

CUADRO 16, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
Activo Corriente	224.465	286.045	206.916	282.826
Pasivo Corriente	156.899	274.862	203.423	189.637
Razón Circulante (veces)	1,43	1,04	1,02	1,49
Liquidez Inmediata (veces)	1,31	0,96	1,00	1,47

Ítem	ene-24	ene-25
Activo Corriente	215.912	287.236
Pasivo Corriente	186.510	194.886
Razón Circulante (veces)	1,16	1,47
Liquidez Inmediata (veces)	1,06	1,45



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

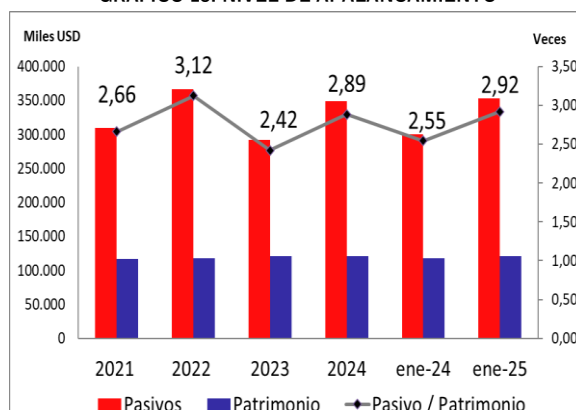
Para diciembre de 2024, el periodo de cobro de cuentas por cobrar a clientes se situó en 590 días (789 días en diciembre 2023), lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Por otro lado, el indicador que mide el “Plazo de proveedores” se ubicó en 49 días en 2024 (239 días a diciembre 2023). De esta forma se evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo para pagar a sus proveedores hubo un descalce de 540 días a diciembre de 2024 (549 días en diciembre 2023). En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 9 días en el año 2024 (19 días a diciembre 2023).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 549 días en 2024 (568 días a diciembre 2023). Este comportamiento refleja que la empresa debe recurrir a fuentes distintas para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN financia su operación en una gran parte con recursos de terceros. En dicho contexto el apalancamiento (pasivo total/patrimonio) al 31 de enero de 2025 su ubicó en 2,92 veces y 2,89 veces en diciembre de 2024.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado) pasó de 32,63 años en el año 2023 a 20,22 años en diciembre de 2024 y 20,25 años en enero de 2025, rubros que determinan en que tiempo podría cancelar el total de sus obligaciones. El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) por su parte, para diciembre de 2024 se ubicó en 10,50 años y 10,55 años en enero de 2025, siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo.

Contingente

Al 31 de enero de 2025, la compañía registra varias operaciones como codeudor en el sistema financiero nacional, monto que representa el 9,97% del total de activos de la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶⁶

Hasta el 26 de febrero de 2025, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 7 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que todas ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 75,60 millones, valor que representó el 51,09% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 147,98 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 27,71%, mientras que las titularizaciones representaron el 21,21%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

⁶⁶ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2021	2022	2023	ene-24	2024	ene-25
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.923	660	739	1.314	4.015	3.690
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	155.376	219.882	175.735	190.047	250.899	252.443
Provisión cuentas incobrables	(8.124)	(8.078)	(8.068)	(8.068)	(8.068)	(8.068)
Inventarios	18.906	23.115	3.697	18.789	3.240	4.296
Activos mantenidos para la venta	35.318	37.629	17.572	-	17.572	17.572
Otros activos corrientes	17.066	12.836	17.240	13.830	15.166	17.303
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	224.465	286.045	206.916	215.912	282.826	287.236
Propiedad, planta y equipo neto	174.101	172.827	170.592	173.649	169.442	169.331
Inversiones en subsidiarias	19.066	16.271	-	17.572	0	0
Cuentas por cobrar relacionadas	7.402	7.534	32.137	9.267	15.356	15.390
Otros Activos No Corrientes	1.039	1.585	2.801	2.508	2.300	2.300
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	201.608	198.217	205.530	202.996	187.099	187.021
TOTAL ACTIVOS	426.073	484.261	412.446	418.909	469.925	474.257
PASIVOS						
Obligaciones Financieras	54.670	151.947	70.135	42.314	68.439	65.618
Obligaciones Mercado de Valores	37.431	49.261	40.083	40.188	46.849	53.384
Proveedores	48.456	50.363	46.621	71.322	18.027	15.217
Otros Pasivos Corrientes	16.342	23.292	46.584	32.686	56.323	60.667
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	156.899	274.862	203.423	186.510	189.637	194.886
Obligaciones Financieras	103.218	25.053	31.478	32.020	33.920	32.798
Obligaciones Mercado de Valores	36.257	21.539	21.479	21.296	31.937	32.295
Otros Pasivos No Corrientes	13.367	45.367	35.542	60.914	93.495	93.309
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	152.842	91.959	88.499	114.230	159.352	158.403
Deuda Financiera	231.576	247.800	163.174	135.818	181.144	184.095
Deuda Financiera C/P	92.101	201.208	110.218	82.502	115.287	119.002
Deuda Financiera L/P	139.475	46.592	52.957	53.316	65.857	65.094
TOTAL PASIVOS	309.741	366.822	291.922	300.740	348.989	353.288
PATRIMONIO						
Capital Social	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054
Reservas	3.008	3.125	3.236	3.236	3.380	3.380
Utilidad neta del ejercicio	1.168	1.108	1.448	46	726	33
Resultados acumulados	22.102	23.154	25.787	24.833	26.776	27.502
TOTAL PATRIMONIO	116.332	117.440	120.524	118.168	120.936	120.969

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2021	2022	2023	ene-24	2024	ene-25
Ingresos	139.194	157.431	81.336	8.184	155.317	5.254
Costo de ventas	117.147	138.531	71.130	6.813	133.493	3.558
MARGEN BRUTO	22.047	18.899	10.207	1.371	21.824	1.696
Total Gastos Operacionales	11.360	11.829	6.291	432	6.777	299
UTILIDAD OPERACIONAL	10.686	7.071	3.915	938	15.047	1.397
Gastos Financieros	17.842	11.287	11.129	876	14.182	1.356
Otros ingresos/egresos neto	8.674	5.953	8.951	10	321	12
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1.518	1.737	1.737	72	1.186	53
Participaciones y reserva legal	0	0	0	11	178	8
Impuesto a la Renta	350	629	289	15	282	11
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	1.168	1.108	1.448	46	726	33

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2021	2022	2023	ene-24	2024	ene-25
Gastos Operacionales / Ingresos	8,16%	7,51%	7,73%	5,28%	4,36%	5,69%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,68%	4,49%	4,81%	11,47%	9,69%	26,59%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,84%	0,70%	1,78%	0,56%	0,47%	0,64%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	914,63%	638,10%	270,36%	2050,79%	2072,45%	4170,32%
Utilidad / capital permanente	0,36%	0,32%	0,56%	0,24%	0,26%	0,14%
Utilidad Operativa / capital permanente	3,29%	2,07%	1,53%	4,92%	5,48%	6,04%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	742,43%	537,25%	618,08%	21,05%	44,24%	35,46%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1527,12%	1018,60%	768,51%	1914,98%	1953,29%	4048,92%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,00%	0,94%	1,20%	0,04%	0,60%	0,03%
Rentabilidad sobre Activos	0,27%	0,23%	0,35%	0,01%	0,15%	0,01%
Utilidad operacional / activos operacionales	3,09%	1,73%	1,14%	3,00%	3,59%	3,97%
Resultados operativos medidos / activos totales	2,51%	1,46%	0,95%	2,69%	3,20%	3,53%
Liquidez						
Razón Corriente	1,43	1,04	1,02	1,16	1,49	1,47
Liquidez Inmediata	1,31	0,96	1,00	1,06	1,47	1,45
Capital de Trabajo	67.567	11.182	3.492	29.402	93.189	92.351
Capital de Trabajo / Activos Totales	15,86%	2,31%	0,85%	7,02%	19,83%	19,47%
Cobertura						
EBITDA	15.958	12.346	8.945	1.350	17.258	1.536
EBITDA anualizado	15.958	12.346	8.945	16.205	17.258	17.443
Ingresos	139.194	157.431	81.336	8.184	155.317	5.254
Gastos Financieros	17.842	11.287	11.129	876	14.182	1.356
EBITDA / Ingresos	11,46%	7,84%	11,00%	16,50%	11,11%	29,23%
EBITDA/Gastos Financieros	0,89	1,09	0,80	1,54	1,22	1,13
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,05	0,03	0,02	0,08	0,08	0,09
EBITDA / Deuda total	0,07	0,05	0,05	0,12	0,10	0,09
Flujo libre de caja / deuda total	0,03	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	6,11	3,09	0,98	48,19	24,80	26.173,73
Gastos de Capital / Depreciación	0,55	0,76	1,86	0,86	0,38	0,01
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,66	3,12	2,42	2,55	2,89	2,92
Activo Total / Capital Social	4,73	5,38	4,58	4,65	5,22	5,27
Pasivo Total / Capital Social	3,44	4,07	3,24	3,34	3,88	3,92
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	14,51	20,07	18,24	8,38	10,50	10,55
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	19,41	29,71	32,63	18,56	20,22	20,25
Deuda Financiera / Pasivo	74,76%	67,55%	55,90%	45,16%	51,91%	52,11%
Deuda Financiera / Patrimonio	199,07%	211,00%	135,39%	114,94%	149,79%	152,18%
Pasivo Total / Activo Total	72,70%	75,75%	70,78%	71,79%	74,26%	74,49%
Capital Social / Activo Total	21,14%	18,60%	21,83%	21,50%	19,16%	18,99%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	39,77%	81,20%	67,55%	60,74%	63,64%	64,64%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	27,30%	24,25%	29,22%	28,21%	25,74%	25,51%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	407	510	789	720	590	1.490
Duración de Existencias (días)	59	61	19	85	9	37
Plazo de Proveedores	151	133	239	325	49	133

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating