

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 2532024, del 15 de octubre de 2024

Información Financiera cortada al 31 de agosto de 2024

Analista: Ing. Juliana Pacheco

juliana.pacheco@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

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 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. 253/2024, del 15 de octubre de 2024 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, por un monto de hasta diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

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 a 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 Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo– EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN 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 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). Para los periodos interanuales los ingresos de la compañía crecen en 65,87%, pasando de USD 78,19 millones en agosto de 2023 a USD 129,69 millones en agosto de 2024, como efecto del incremento 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 agosto de 2024 significaron el 92,63% del total de los ingresos, le sigue de lejos otras ventas con el 5,05% y ventas locales con el 2,32%.
- 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 de los costos de ventas y gastos operacionales la compañía reportó un margen operacional positivo pero variable, mismo que representó el 7,68% de los ingresos en 2021, 4,49% en el año 2022 y 4,81% en diciembre de 2023. Para los periodos interanuales se observa un ligero incremento en su margen operativo, ya que después de representar un 6,64% de los ingresos en agosto de 2023, aumentó a 7,59% en agosto de 2024.
- Tras el cómputo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos, neto y los respectivos impuestos, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados (excepto en el año 2020), misma que representó el 0,84% en el año 2021, 0,70% en el 2022 y 1,78% en diciembre 2023. Y para el periodo interanual a agosto de 2024 el margen neto representó el 0,46% de los ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 11,46% de los ingresos en diciembre de 2021 a 7,84% en el año 2022 y 10,88% de los ingresos en diciembre de 2023. Al 31 de agosto de 2024 el EBITDA (acumulado) representó el 8,68% de los ingresos, porcentaje inferior a lo registrado en agosto de 2023 cuando fue de 10,99%. Después de lo descrito, se determinó que, durante los años 2020, 2021, 2023 y agosto de 2023 el flujo operativo no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros, sin embargo, para agosto de 2024 la tendencia cambia, generando una cobertura aceptable sobre los gastos financieros.
- Los activos totales presentaron una tendencia fluctuante durante el periodo analizado, pasando de USD 426,07 millones al cierre del año 2021, USD 484,26 millones en diciembre de 2022, USD 412,45 millones en diciembre de 2023 y USD 451,13 millones en agosto de 2024, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas, principalmente.
- Respecto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes de la compañía, se revela que, al 31 de agosto de 2024, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 13,16% del total de la cartera (27,80% en diciembre de 2023), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 53,60% de la cartera total (40,64% en diciembre de 2023). 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 75,75% en diciembre de 2022 a 70,78% en diciembre de 2023 y 73,21% en agosto de 2024.
- El financiamiento del patrimonio sobre los activos se mantuvo dentro de un rango del 20% a lo largo del periodo analizado, pasando de 24,25% en el año 2022 al 29,22% en diciembre de 2023 y 26,79% en agosto de 2024. La disminución en este último periodo se debe a una menor utilidad generada durante el ejercicio.

- 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. Para agosto de 2024, la deuda financiera fondeó un 38,33% de los activos (39,56% en diciembre de 2023).
- 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 septiembre de 2024, resolvió autorizar que la compañía realice la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10,00 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 Sexta 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.
- Según lo dispone el literal f del artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias, la compañía 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 agosto de 2024, el monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa es de USD 122,47 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 97,97 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,92 veces sobre el monto de las emisiones Octavo Programa de Papel Comercial y Sexta Emisión de Obligaciones, de esta manera se puede determinar que el Octavo Programa de Papel Comercial 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.

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

Primero se debe 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 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, 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 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 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 agosto de 2024, 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 agosto de 2024, dicho monto asciende a USD 194,53 millones.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Sexta Emisión de Obligaciones 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 2020, 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 agosto de 2023 y 31 de agosto de 2024 (con 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 previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible 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 septiembre de 2024, resolvió autorizar que la compañía realice la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10,00 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 Sexta Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES - EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN				
Emisor	EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN			
Capital a Emitir	Hasta USD 10.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Títulos de las obligaciones	Obligaciones desmaterializadas, con un valor nominal múltiplo de USD 1,00			
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	
	N	720	9,00%	
	O	1.080	9,00%	
	P	1.440	9,00%	
	Q	1.800	9,00%	
	R	2.160	9,00%	
S	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	Trimestral			
Base Comercial	30/360.			
Destino de los recursos	90% para cancelar pasivos con instituciones financieras, y con el 10% restante, financiar el capital de trabajo de la empresa: pago a proveedores, adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a empresas y personas no vinculadas.			
Fecha de emisión	La fecha de 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.	<p>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:</p> <p>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:</p> <ol style="list-style-type: none"> 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. 3. 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 y sus normas complementarias, la compañía 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.			

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 hiciera 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 y sus normas complementarias, la compañía 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)

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. Para esto suscribieron un contrato EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, COMPAÑÍA NUEVO RANCHO S.A. NURANSA y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

El Emisor (Deudor) será responsable de transferir o proveer al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., los recursos necesarios y suficientes que cubran el monto total de los valores a pagar al vencimiento por concepto de capital y/o intereses. Esta transferencia o provisión deberá estar a disposición en las cuentas del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., al menos un (1) día antes de los respectivos vencimientos. El día laborable siguiente a la fecha del vencimiento para el pago de capital y/o intereses, el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. deberá notificar al Mercado de Valores, Bolsas de Valores y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en caso que el emisor haya incumplido con su obligación de transferir o proveer los recursos dinerarios requeridos en las cuentas del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., y, con los cuales se debe dar cumplimiento con el pago a los inversionistas. En el caso que el emisor no haya transferido los recursos necesarios y suficientes que cubran el monto total de los valores a pagar al vencimiento por concepto de capital y/o intereses de las obligaciones vigentes, el Representante de los Obligacionistas de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN informará inmediatamente a la compañía NUEVO RANCHO S.A. NURANSA en su calidad de FIADORA SOLIDARIA de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A.

EMPAGRAN, mediante simple carta, de la necesidad de provisión de estos recursos, para los efectos señalados en el párrafo anterior. La compañía NUEVO RANCHO S.A. NURANSA dispondrá de hasta 3 días calendario, contados a partir de la fecha en que el Representante de los Obligacionistas de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN así le haya informado, para que efectúe tales desembolsos al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. Este mecanismo subsistirá por todo el tiempo que duren las obligaciones que se caucionen, a fin de que el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., cumpla con su labor de pago del capital e intereses de las obligaciones colocadas a favor de los obligacionistas. Se aclara de manera expresa que el Representante de los Obligacionistas de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, no proveerá los recursos al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., destinados para este efecto.

Se debe indicar que con fecha 27 de septiembre de 2024 la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de COMPAÑÍA NUEVO RANCHO S.A. NURANSA resolvió autorizar al Gerente General o quien actúe como su reemplazo para que a nombre y representación de NUEVO RANCHO S.A. NURANSA proceda a suscribir los documentos necesarios a fin de otorgar una FIANZA SOLIDARIA por la suma de hasta USD 1,00 millones a favor de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN la misma que servirá como mecanismo para garantizar la décima parte del pago de capital, respecto de la Sexta Emisión de Obligaciones.

Monto Máximo de la Emisión

La Sexta 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 agosto de 2024, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN alcanzó un total de activos de USD 451,13 millones, de los cuales USD 444,95 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (AGOSTO 2024, miles USD)

Activo	Libres	Participación
Disponible	2.238	0,50%
Exigible	238.121	53,52%
Realizable	2.723	0,61%
Propiedad Planta y Equipo	164.617	37,00%
Otros Activos	37.248	8,37%
Total	444.946	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 agosto de 2024, 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.

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.”

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 agosto de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 122,47 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 97,97 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,92 veces sobre el monto de las emisiones Octavo Programa de Papel Comercial y Sexta Emisión de Obligaciones, de esta manera se puede determinar que el Octavo Programa de Papel Comercial 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 agosto de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,33 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.

CUADRO 3: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (AGOSTO 2024)

Descripción	Miles USD
Total Activos	451.126
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	510
(-) Activos Gravados	6.180
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	13.607
(-) 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	77.832
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	212.959
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	17.572
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	122.466
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	97.973
Sexta Emisión de Obligaciones por emitir	10.000
Octavo Papel Comercial por emitir	15.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	4,90
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	3,92

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de agosto de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,39 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 en el Mercado de Valores representa al 31 de agosto de 2024 el 42,54% del 200% del patrimonio y el 85,08% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

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)

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

Descripción	Valor
Patrimonio (Miles USD)	120.867
200% del Patrimonio (Miles USD)	241.733
Primera Emisión de Obligaciones	4.760
Tercera Emisión de Obligaciones	2.276
Cuarta Emisión de Obligaciones	18.373
Quinta Emisión de Obligaciones	22.422
Sexta Emisión de Obligaciones por emitir	10.000
Quinto Papel Comercial	10.000
Sexto Papel Comercial	10.000
Séptimo Papel Comercial	10.000
Octavo Papel Comercial por emitir	15.000
Total de Emisiones	102.832
Valores Emitidos / 200% del Patrimonio	42,54%
Valores Emitidos / Patrimonio	85,08%

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

Proyecciones del Emisor

CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	164.402	172.622	181.253	190.316	199.832	209.823	220.315	231.330
Costo de ventas	147.012	146.729	154.065	161.769	169.857	178.350	187.267	196.631
Utilidad bruta	17.390	25.893	27.188	28.547	29.975	31.474	33.047	34.700
Gastos de administración y ventas	7.766	13.170	13.829	14.520	15.246	16.008	16.809	17.649
Gasto de Amortización y Depreciación	173	182	191	201	211	221	232	244
Utilidad operativa	9.451	12.541	13.168	13.827	14.518	15.244	16.006	16.806
Gastos financieros	11.206	16.399	17.219	18.080	18.984	19.933	20.930	21.976
Otros ingresos	3.054	5.179	5.438	5.709	5.995	6.295	6.609	6.940
Utilidad antes de impuestos	1.298	1.321	1.387	1.456	1.529	1.605	1.686	1.770
Participación trabajadores	195	198	208	218	229	241	253	265
Impuesto a la renta	276	281	295	309	325	341	358	376
Utilidad neta	828	842	884	928	975	1.023	1.075	1.128

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero para el año 2024 estiman en sus ingresos un crecimiento de 102,13% frente a lo registrado en 2023. Posteriormente, se registraría una tasa de crecimiento constante del 5,00% para el período 2025-2031.

Los costos de ventas a partir del año 2025 representarían un porcentaje constante sobre los ingresos del 85,00% (89,42% de los ingresos en 2024), lo que generaría un margen bruto de igual forma constante, que significaría el 15,00% de los ingresos hasta el final del periodo proyectado (10,58% para el año 2024).

Por su parte los gastos operacionales fueron proyectados con una representación estable sobre los ingresos con supuestos que representarían un 4,83% de los ingresos en año 2024 y 7,73% para el periodo 2025-2031, con lo cual la compañía alcanzaría un margen operativo positivo para todos los periodos proyectados, el cual pasaría de un 5,75% de los ingresos en 2024 a un 7,27% para los siguientes años.

Dentro del modelo se consideran gastos financieros, otros ingresos/egresos, impuesto a la renta y participación de trabajadores, que después de ser deducidos del margen operativo, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 0,50% de los ingresos en 2024 al 0,49% a partir del año 2025.

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 0,78 veces a partir del año 2025 (0,86 veces en el año 2024).

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

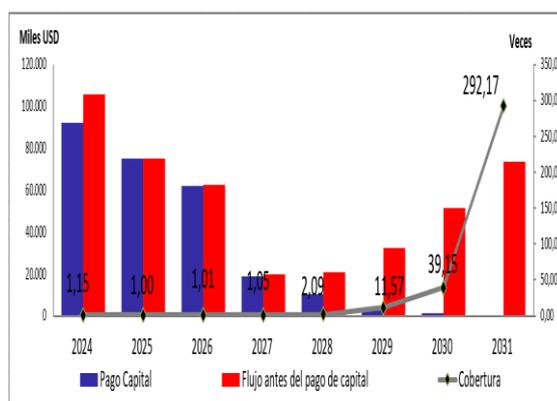
implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan obligaciones actuales y las que estima contraer con su correspondiente pago. Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo 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	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Efectivo Actividades de Operación:								
Ingresos Netos Recibidos de Clientes	140.682	172.616	181.252	190.314	199.830	209.822	220.313	231.328
Ef. Pagado a Proveedores y Otros	147.012	146.729	154.065	161.769	169.857	178.350	187.267	196.631
Efectivo Pagado a Empleados	7.939	13.352	14.020	14.520	15.246	16.008	16.809	17.649
Otros Ingresos (Egresos) de Efectivo	3.054	5.179	5.438	5.709	5.995	6.295	6.609	6.940
Flujo Neto Actividades de Operación	(11.215)	17.714	18.604	19.735	20.722	21.758	22.846	23.988
Adquisición/ Inversión de Activos Fijos	900	600	600	600	600	600	600	600
Efectivo Actividades de Inversión:	900	600	600	600	600	600	600	600
Efectivo Act. de Financiamiento:								
Ingresos Inst. Financieras y Otros Ingresos	37.159	9.300	44.350	-	-	-	-	-
Ingresos Mercado de Valores	80.000	35.000	-	-	-	-	-	-
Pagos de k+i Inst. Financieras	56.846	10.491	10.491	7.058	5.498	951	469	-
Pagos de k+i Mercado de Valores	35.197	64.524	51.432	11.708	4.601	1.824	849	252
Flujo de Financiamiento	25.116	(30.715)	(17.573)	(18.766)	(10.100)	(2.776)	(1.318)	(252)
Flujo Neto Generado	13.001	(13.602)	432	369	10.022	18.382	20.928	23.136
Saldo Inicial de Caja y Bancos	739	13.740	138	570	939	10.961	29.343	50.271
Saldo Final de Caja y Bancos	13.740	138	570	939	10.961	29.343	50.271	73.407

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 1,15 veces en 2024, mientras que, para diciembre de 2031, sería de 292,17 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 10,69 veces en 2024 a 28,42 veces en diciembre de 2031.

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 0,55% en el costo de ventas para todo el periodo proyectado 2024-2031. 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% únicamente a partir del año 2028 a 2031. 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 de Papel Comercial, 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 1,8% en 2024⁷. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025⁸. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo⁹. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹⁰.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹¹.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹²

La economía de Ecuador está en recesión¹³, 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, según explicó la entidad en sus reportes más recientes. Uno de los factores que han contribuido a la recesión actual, indica el BCE, fue la pandemia del coronavirus que impactó negativamente en sectores clave de la economía, 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 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

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

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

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

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

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹² <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹³ 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.

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 inversión¹⁴.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en agosto 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 (jun 2024)	48,00%	Inflación mensual (jun- 2024)	0,93%
Balanza Comercial Total (millones USD) julio 2024	4.249,8 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,57%
Reservas Internacionales (millones USD ago-2024)	8.410,1	Inflación acumulada (jun 2024)	1,63%
Riesgo país, 10 de sep 2024 (puntos)	1.225	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD ago 2024)	73,55	Tasa de Desempleo nacional (jul - 2024)	3,7%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁵.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este incremento fue impulsado por una reducción del 3,3% en las importaciones y un aumento positivo en las existencias. Sin embargo, los componentes principales del PIB mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones descendieron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1% y la formación bruta de capital fijo (FBKF) disminuyó un 1,3%.¹⁶

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.

El **Riesgo País** registró 1.225 puntos al 10 de septiembre 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 14 de agosto de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para agosto de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda

¹⁴ <https://www.infobae.com/americas/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,duro%20para%20la%20econom%C3%ADa%20ecuatoriana.>

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2023.pdf

¹⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2024.pdf

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>

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

extranjera en “B-”²⁰, calificación que significa “altamente especulativa”, esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para agosto de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²¹

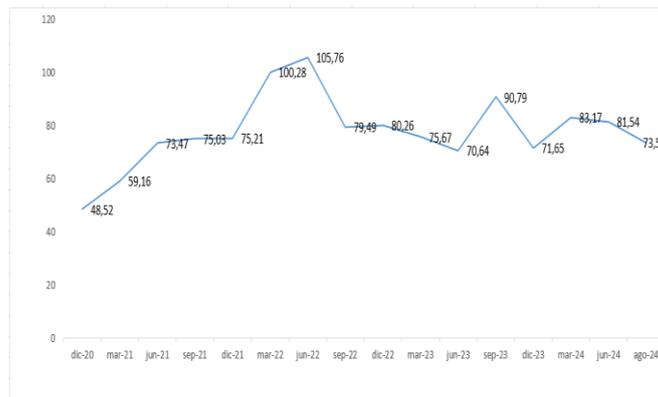
Hasta julio de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 15.457,1 millones, mostrando una reducción de USD 918,3 millones, lo que equivale a un descenso de 5,61% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²²

Las exportaciones totales en valores FOB hasta julio de 2024 ascendieron a USD 19.706,8 millones, lo que representa un incremento del 11,17% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 21,44% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 7,40%.

Hasta julio de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 4.249,8 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.898,69 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 2.058,3 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 2.191,5 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 73,55 por barril en agosto de 2024 (USD 71,65 al 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²³.

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



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

La producción de crudo en el país alcanzó los 87,2 millones de barriles en el período de enero a junio de 2024. En este período, EP Petroecuador produjo 70,5 millones de barriles, mientras que las compañías privadas generaron 16,6 millones de barriles. Estas cifras representan incrementos del 2,9% y 3,7%, respectivamente, en comparación con el mismo período de 2023. En junio de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 8,2 millones de barriles, un 16,7% menos que en el mismo mes de 2023. De esta cantidad, EP Petroecuador exportó 7,7 millones de barriles y el Ministerio de Energía y Minas 0,4 millones de barriles; mientras que las compañías privadas²⁴ no registraron exportaciones en junio²⁵.

²⁰ <https://www.bloomberglia.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitoh/>

²¹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

²³ <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

²⁴ 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

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro072024.pdf>

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambocochoa, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo ésta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.²⁶

Hasta julio de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 10.990.18 millones, es decir existió una disminución de 2,94% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta julio de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.027.66 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.997.35 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 669,37 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 317,92 millones.²⁷

La **inflación mensual** en julio de 2024 registró una variación de 0,93%, mientras que la variación **anual** fue de 1,57% y la **acumulada** fue de 1,63%. Para julio de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con 0,69%, transporte en 0,15%, alimentos y bebidas no alcohólicas en 0,03%, entre otras.²⁸

En referencia al **salario nominal promedio**, para julio de 2024, se fijó en USD 536,60²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,60 para julio de 2024³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en agosto de 2024, se ubicó en USD 800,10³¹, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta un excedente en el consumo de USD 58,56 del costo de la canasta, esto es el 7,32% del costo actual de la Canasta Familiar Básica.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,7% en julio de 2024. La tasa de **empleo adecuado**³² pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 34,9% en julio de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 20,0% en ese mismo orden³³.

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 8,25% para septiembre de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,68%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,43%³⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para julio de 2024 alcanzó la suma de USD 82.912,1 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.737,0 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.647,5 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 agosto de 2024, el 43,6%

²⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

²⁷ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202407.pdf>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin_tecnico_05-2024-IPC.pdf

³² Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³³ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas-laborales-enemdu/>

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/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/Indices/m2070082024.html>

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202407.pdf>

de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 42% al consumo, el 7,8% en Microcrédito, el 6,1% a Vivienda y el 0,5% a Educativo³⁸. Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a junio de 2024, la rentabilidad cayó al 8,95%, es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene menos de 9 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 4,95 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 junio de 2024, la rentabilidad cayó al 2,69%, es decir, por cada dólar de patrimonio se obtienen 2,69 centavos de utilidad³⁹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que representó un aumento del 6,8% en comparación con el cuarto trimestre de 2023 (USD 1.496,2 millones), y un incremento del 16,9% respecto al valor contabilizado en el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones), 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 junio de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.875,40 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 junio de 2024 fue de USD 11.015,04 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 695,35 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de junio de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,00% 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 (USD 8.410,1 millones en agosto de 2024)⁴⁴. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad⁴⁵.

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,

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>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

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>

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/el-banco-central-concluye-exitosamente-proceso-de-recomposicion-de-las-reservas-internacionales-del-ecuador>

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.

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 agosto de 2024, 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

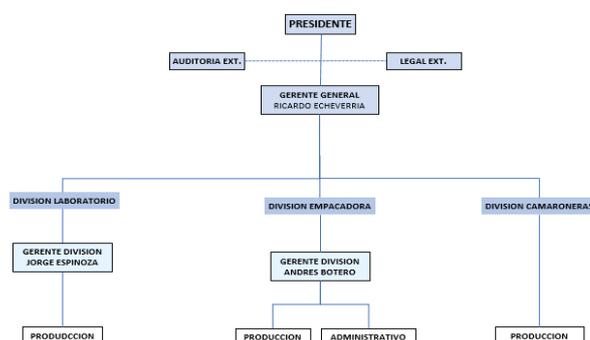
NOMBRE	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
SKYLINE EQUITIES GROUP LLC	56.915.792	63,20%
SKYVEST EC HOLDING S.A.	33.137.742	36,80%
Total	90.053.534	100,00%

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. EMPAGRAN⁴⁶ 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:

CUADRO 9: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Estrada Santistevan Victor Ernesto	Presidente Ejecutivo
Espinoza Henriquez Jorge	Gerente División Semacua
Botero Brubaker Andres	Gerente División Empacadora
Echeverría 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 agosto de 2024, la compañía contó con 554 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 91,52%, mientras que el restante 8,48% 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.

⁴⁶ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

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 Agroguayas 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
Inmobiliaria El Salado	Administración	Activa
Glynicorp 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	Activa
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 INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM
Gonzalo Dassum Febres Cordero	Administración	
Promarví 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 portafolio⁴⁷. Al 31 de agosto de 2024, el más importante registra una representación del 0,97%

⁴⁷ Según la administración del emisor, la compañía posee capacidad de negociación con sus clientes

sobre las ventas totales (15,53% en diciembre de 2023), le sigue el cliente B con una participación del 0,50% (Cliente F con el 3,55% a diciembre 2023) y el cliente C con el 0,28% (9,77% en diciembre de 2023), en conjunto concentran el 1,75% de las ventas, lo cual refleja una dispersión en las ventas de la compañía.



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

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.

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 agosto de 2024, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 13,16% del total de la cartera (27,80% en diciembre de 2023), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 53,60% de la cartera total (40,64% en diciembre de 2023). Los resultados mencionados eventualmente podrían incurrir en 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	2022	2023	ago-24 ⁴⁸
Por Vencer	21,77%	27,80%	13,16%
Vencida de 1 a 60 días	27,52%	6,09%	19,00%
Vencida de 61 a 90 días	1,52%	1,79%	7,71%
Vencida de 91 a 180 días	3,87%	4,25%	3,22%
Vencida de 181 a 360 días	3,96%	19,43%	3,30%
Vencida más de 360 días	41,36%	40,64%	53,60%
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 51,37% en agosto de 2024 (59,72% en diciembre de 2023); aspecto que deberá ser reforzado con la finalidad de poder cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

⁴⁸ Incluye anticipos.

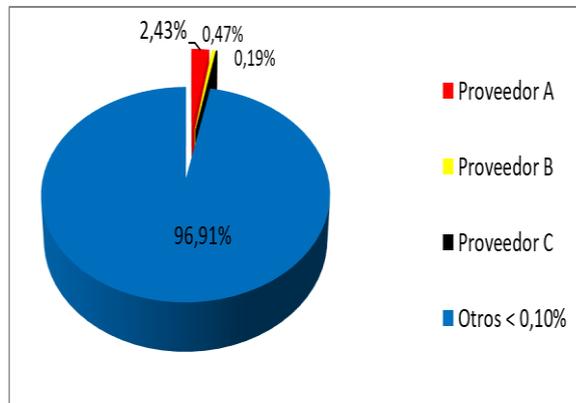
Finalmente, se debe indicar que el 94,45% de las ventas de la compañía a agosto de 2024 se realizaron mediante crédito directo (90,05% en diciembre de 2023) y el 5,55% al contado (9,95% en diciembre de 2023).

Proveedores⁴⁹

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 agosto de 2024, el proveedor A es el más significativo, concentrando el 2,43% sobre el costo de ventas, seguido por el proveedor B con el 0,47% y el proveedor C con el 0,19%. El 96,91% restante se distribuye entre varios proveedores, con participaciones individuales inferiores al 0,10%. Lo antes mencionado mitiga un posible riesgo concentración en los costos de la compañía.

GRÁFICO 5: PROVEEDORES (AGOSTO DE 2024)



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

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 plazo.

Políticas de Precios

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

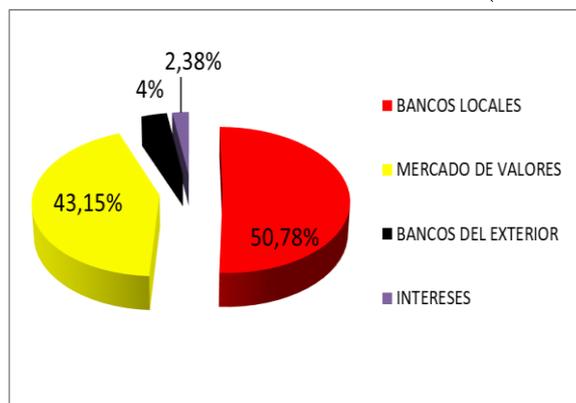
Política de Financiamiento

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se ha financiado a lo largo del tiempo principalmente con recursos de terceros, es así como, para agosto de 2024 el pasivo financió el 73,21% de los activos (70,78% de los activos en diciembre de 2023). Por su parte, la deuda con costo que se deriva de obligaciones con entidades

⁴⁹ 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.

financieras locales y del exterior, y con el mercado de valores sumó al 31 de agosto 2024 un valor de USD 172,92 millones (163,17 millones en diciembre 2023) y financió el 38,33% de los activos (39,56% a diciembre de 2023).

GRÁFICO 6: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (AGOSTO 2024)



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 2023⁵⁰, 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 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.

⁵⁰ Se debe indicar que, antes de llegar a este Fideicomiso, la compañía realizó una Cesión de Derechos Fiduciarios del Fideicomiso Garantía CARGUIL – 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).

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 agosto de 2024, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registra 4 juicios de impugnación en calidad de demandada, 9 juicios laborales

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la Sexta Emisión de Obligaciones 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 agosto de 2024 EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 12: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Estado
Primera Emisión de Obligaciones	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00038771	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004131	Cancelada
Tercera Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00006676	Vigente
Cuarta Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004995	Vigente
Cuarto Programa de Papel Comercial	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004996	Cancelado ⁵¹
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 ⁵²

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

⁵¹ Este Papel Comercial fue cancelado el 20 de junio de 2024

⁵² Esta emisión fue aprobada en junio de 2024

Al ser la calificación inicial de la Sexta Emisión de Obligaciones 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) emitido a inicios de octubre de 2024, 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 Internas⁵³ por USD 13,15 millones. Según lo mencionado por la administración de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra solicitando convenios de pago.

Situación del Sector

La industria camaronera comienza en el Ecuador a finales de 1960, cuando se inicia la explotación de las pampas salinas. Dada su rentabilidad, la actividad se comenzó a ampliar a tierras agrícolas y manglares, es así como, desde los años 80, la industria camaronera en el Ecuador se posiciona como uno de los principales exportadores a escala mundial⁵⁴.

Acerca de los datos más cercanos a la actualidad, para el cuarto trimestre de 2023 la evolución de las exportaciones no petroleras ha presentado una contracción trimestral de (-2,2%), en relación con el mismo periodo de 2022. En el cuarto trimestre del 2023, las exportaciones no petroleras alcanzaron un total de USD 5.442,5 millones. Asimismo, se pudo observar que, a nivel interanual existió una dinámica diferente, puesto que las exportaciones no petroleras incrementaron en un 4,3% como consecuencia de un aumento en el valor unitario del 8,2%, a pesar de que existió una reducción del volumen exportado en 3,6%⁵⁵.

Por su parte, en el segundo trimestre de 2024, las exportaciones no petroleras se ubicaron en USD 4.402,6 millones, demostrando una variación positiva en 7,78% en comparación al segundo trimestre de 2023. La variación positiva de las exportaciones no petroleras es resultado del incremento de las exportaciones camarón, de productos no tradicionales, y de café y elaborados.

Las exportaciones no petroleras se componen de productos tradicionales y no tradicionales. Las participaciones porcentuales de los productos tradicionales y no tradicionales en las exportaciones no petroleras, registradas en el segundo trimestre de 2024, fueron 59,82% y 40,18%, respectivamente. Dentro de las exportaciones no petroleras tradicionales, las participaciones de los principales productos fueron: camarón (31,71%); banano y plátano (14,24%); cacao y elaborados (11,81%); atún y pescado (1,51%); y, café y elaborados (0,55%).

El camarón es el principal producto de exportación no petrolera, presentó una contracción interanual de 18,7%, debido a la disminución de la demanda de China por incumplimiento de medidas de etiquetado y de seguridad alimentaria (principal destino de exportación). Por otro lado, el valor de la exportación de cacao incrementó en 144,5%, seguido del atún y pescado (0,8%).

Además, frente a la coyuntura actual, La Cámara Nacional de Acuicultura (CNA) calcula que los cortes de energía anunciados por el Operador Nacional de Electricidad Cenace para el sector industrial del país podrían provocar una caída de USD 75 millones mensuales en las exportaciones de camarón, con efectos que podrían agravarse

⁵³ Fecha de emisión: octubre 2024.

⁵⁴ <https://lacolina.com.ec/sector-camaronero-en-ecuador/#:~:text=As%C3%AD%20pues%2C%20la%20producci%C3%B3n%20camaronera,39%25%20en%20comparaci%C3%B3n%20al%202020.>

⁵⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/ComercioExterior/informes/ResultCE_042023.pdf

conforme el avance de los días.⁵⁶ La decisión de Cenace, consiste en cortes de luz de un 100%, entre las 08:00 y 22:00, durante 15 días, para evitar apagones masivos en el país.

El gremio camaronero recalcó que esto impacta a toda la cadena productiva, pues las fábricas de alimento balanceado, al no poder compensar la falta de electricidad con generación propia, han visto reducida drásticamente su capacidad de producción, lo que pone en riesgo el abastecimiento de la materia prima crucial para los productores. De igual forma, las empacadoras que comparten la misma situación que los fabricantes de alimento, enfrentan interrupciones de hasta 13 horas diarias.

De esta manera, el escenario planteado por el Cenace coloca al sector camaronero en una situación crítica. La falta de alimento balanceado no solo afecta la producción actual, sino que obligará a reducir las densidades de siembra, lo que se traduce en un menor volumen de exportación en temporada de mayor demanda.⁵⁷ Asimismo, el gremio asegura que la industria debe planificar los tiempos de producción en cuanto a la recepción del producto para su clasificación, procesamiento, empaque y colocación en contenedores para la exportación. Las empacadoras requieren energía eléctrica para procesar y congelar el camarón a -18 °C, lo cual demanda considerables volúmenes de energía.⁵⁸

Por otro lado, uno de los principales problemas del sector camaronero ha sido la acusación de dumping y subsidios en Estados Unidos, que resultó en la imposición temporal de aranceles al camarón ecuatoriano por parte del Departamento de Comercio. En adición, en China, las exportaciones han disminuido alrededor del 18% debido a la suspensión de exportaciones de varias empresas ecuatorianas por detección de metabisulfito de sodio por encima del límite permitido. Esto ha obligado a Ecuador a modificar sus protocolos para garantizar la calidad del camarón y evitar la melanosis.⁵⁹

En la Unión Europea, el mercado se ha mantenido estable, pero con dificultades, sin un crecimiento significativo. Camposano mencionó que la industria camaronera ha experimentado precios bajos desde finales de 2022, mientras que los costos han aumentado debido a factores como el alza en el precio de los alimentos balanceados, energía y mano de obra. Esto ha llevado a los productores a buscar mayor eficiencia para mantenerse competitivos.

El sector camaronero ecuatoriano ha visto una migración hacia tallas de camarón más eficientes y ha realizado inversiones en procesamiento, especialmente en pelado, para acceder al mercado norteamericano. Sin embargo, la situación sigue siendo difícil y algunos productores han abandonado la actividad debido a la falta de inversión y acceso a financiamiento.

Es así como, en términos de divisas, el sector camaronero representó USD 7.300 millones el año pasado, siendo uno de los principales generadores de ingresos para Ecuador. Uno de cada cinco dólares que Ecuador recibe por exportaciones, incluyendo petróleo, proviene del sector camaronero. Además, el sector sostiene 300.000 familias y ha sido uno de los mayores creadores de empleo juvenil en el país.⁶⁰

⁵⁶ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-camaron-cortes-luz-sector-industrial-80648/>

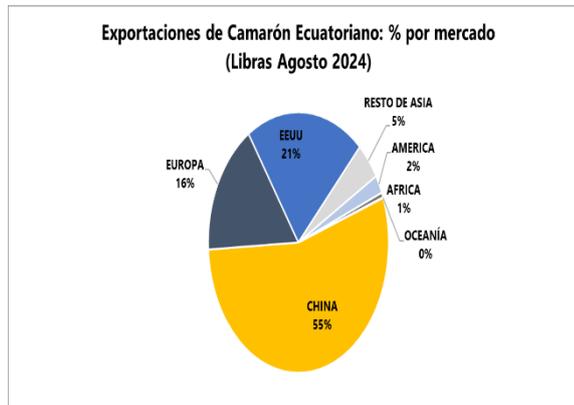
⁵⁷ <https://www.primicias.ec/economia/exportaciones-camaron-cortes-luz-sector-industrial-80648/>

⁵⁸ <https://www.primicias.ec/economia/produccion-camaron-riesgo-cortes-luz-79684/>

⁵⁹ <https://www.e-comex.com/sector-camaronero-en-ecuador-con-un-primer-semester-turbulento-busca-recuperacion-y-apoyo-en-seguridad/>

⁶⁰ <https://www.e-comex.com/sector-camaronero-en-ecuador-con-un-primer-semester-turbulento-busca-recuperacion-y-apoyo-en-seguridad/>

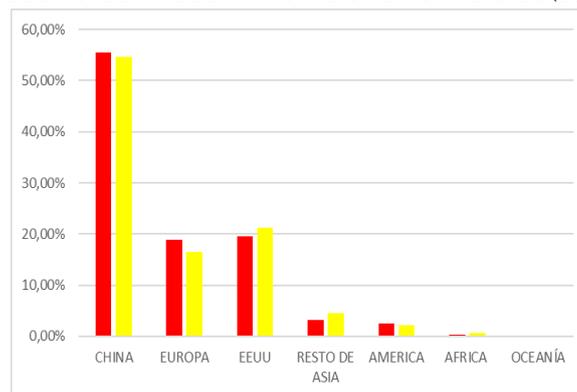
GRÁFICO 7: EXPORTACIONES DE CAMARÓN ECUATORIANO: % POR MERCADO (agosto 2024)⁶¹



Fuente / Elaboración: Cámara Nacional de Acuicultura

China es el principal destino del camarón ecuatoriano con una participación del 55% en agosto del 2024, 125.714.148 libras por un valor de USD 51.537,35 millones. Le sigue Estados Unidos con una participación del 21% de lo exportado a este país, lo que representa 38.030,76 libras por un valor de USD 109.596,54 millones.

GRÁFICO 8: PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EXPORTACIONES (en libras)⁶²



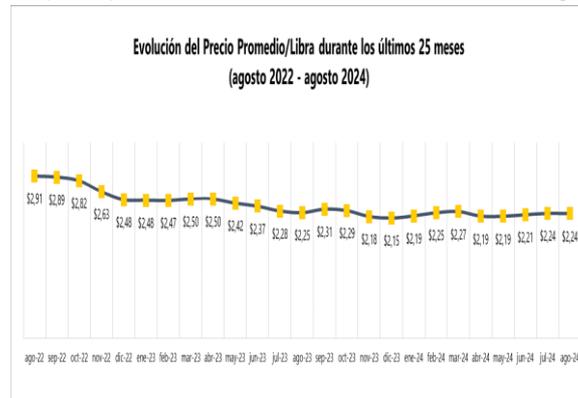
Fuente: Cámara Nacional de Acuicultura; Elaboración: Class International Rating S.A.

Estas cifras reflejan un panorama preocupante para el sector camaronero ecuatoriano, que enfrenta desafíos tanto internos como externos. A medida que avanza el año, será crucial implementar estrategias efectivas para mitigar el impacto de los factores adversos mencionados y buscar alternativas para impulsar el crecimiento sostenible de la industria camaronera en el país.

⁶¹ <https://www.cna-ecuador.com/estadisticas/>

⁶² <https://www.cna-ecuador.com/>

GRÁFICO 9: Evolución precio promedio / Libra durante los últimos 25 meses (agosto 22 – agosto 24)⁶³



Fuente / Elaboración: Cámara Nacional de Acuicultura

La industria camaronera de Ecuador ha experimentado una revolución sin precedentes gracias a la implementación de tecnologías innovadoras en la acuicultura. Los Centros de Experimentos Acuícolas (CEA) han desempeñado un papel clave al liderar investigaciones que han transformado la forma en que se cultiva el camarón, impulsando un crecimiento exponencial en la producción.

La adopción de tecnologías avanzadas ha permitido abordar desafíos históricos, como el control de enfermedades, la gestión de amenazas ambientales como las algas y las variaciones de temperatura. Sensores especializados que miden el índice de materia orgánica en el agua han mejorado la gestión de la calidad del agua, optimizando las condiciones para el crecimiento saludable de los camarones y reduciendo los impactos ambientales.

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., en adición, de 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

Los cortes de energía que afectarán al sector industrial en el país podrían generar pérdidas económicas debido a la disminución de las exportaciones de camarón⁶⁴. La Cámara Nacional de Acuicultura (CNA) estima que estos recortes, anunciados por Cenace, podrían causar una reducción de hasta USD 75 millones mensuales. Esto no solo tendría un impacto inmediato, sino que el efecto se agravaría con el paso del tiempo si la situación persiste.

La duración y frecuencia de los cortes causan gran preocupación en el sector industrial. El sector camaronero está especialmente afectado, ya que toda su cadena productiva depende del suministro continuo de electricidad. Las fábricas que producen alimento balanceado, por ejemplo, han visto gravemente disminuida su capacidad de producción, lo que podría generar escasez de esta materia prima esencial para los productores de camarón.

En adición, las empacadoras también enfrentan graves problemas debido a los cortes prolongados que alcanzan hasta 13 horas diarias. Estos apagones impiden que los equipos se reinicien correctamente, lo que retrasa las

⁶³ <https://www.cna-ecuador.com/estadisticas/>

⁶⁴ <https://ecuadorendirecto.com/2024/10/07/sector-camaronero-al-borde-del-colapso-por-constant-cortes-de-energia/>

actividades de producción y exportación. La falta de energía afecta tanto la calidad del producto como los tiempos de entrega, en un momento en que la demanda internacional está en su punto más alto⁶⁵.

El sector camaronero ecuatoriano enfrenta un panorama complicado con desafíos significativos en los mercados internacionales y costos internos elevados. La esperanza es que en el segundo semestre del año se tomen medidas para mejorar la competitividad y asegurar un futuro más próspero para la industria camaronera del país.⁶⁶

Adicional el sector camaronero de Ecuador en pro de mantener su posición como líder de producción en el mundo y uno de los mayores exportadores. Para lograr esa meta, las empresas del sector están inyectando más capital. El volumen de crédito destinado a las actividades camaroneras y de laboratorios.

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 cuarto lugar entre las veinte empresas del sector al que pertenece, que posee un total de 1.145 empresas, tanto en la medición por ingresos al cierre de 2021, como por activos y patrimonio, lo que demuestra la competitividad de la empresa en el mercado ecuatoriano.

- Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.
- Productos Marinos Omarsa S.A.
- Promarisco S.A.
- Empacadora Grupo Granmar S.A. EMPAGRAN

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.

⁶⁵ <https://ecuadorendirecto.com/2024/10/07/sector-camaronero-al-borde-del-colapso-por-constantes-cortes-de-energia/>

⁶⁶ <https://www.e-comex.com/sector-camaronero-en-ecuador-con-un-primer-semester-turbulento-busca-recuperacion-y-apoyo-en-seguridad/>

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.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Políticas orientadas al desarrollo de las exportaciones.	Altos volúmenes de producción de camarón de otros países de la región.
Reputación del producto ecuatoriano en el mercado internacional.	Cambios en políticas comerciales y aranceles a las importaciones en mercados internacionales.
Sector productivo estratégico y con importante crecimiento y desarrollo durante los últimos años.	
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 camaroneras, 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 2020, 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 agosto 2023 y 31 de agosto de 2024.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN presentaron un comportamiento decreciente entre los años 2020 y 2021, al pasar de USD 153,74 millones a USD 139,19 millones, debido a que la producción nacional de camarón se vio afectada desde el año 2019 por la crisis sanitaria (Covid-19). La tendencia se revierte

para el año 2022 pues los ingresos crecieron a USD 157,43 millones, lo que obedece principalmente al aumento en las exportaciones de camarón congelado y balanceado camarón.

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).

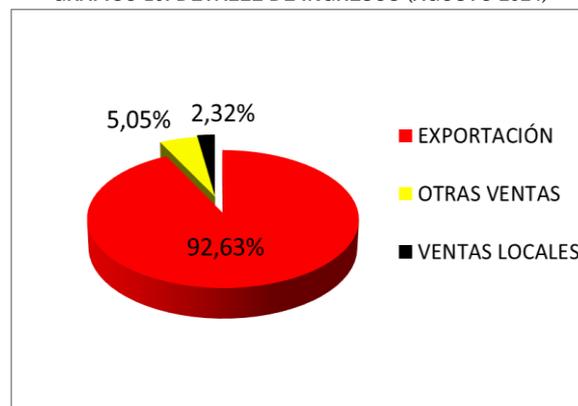
Para los periodos interanuales los ingresos de la compañía crecieron en 65,87%, pasando de USD 78,19 millones en agosto de 2023 a USD 129,69 millones en agosto de 2024, como efecto del incremento en ventas de su línea de negocio de exportación de camarón congelado.

Las exportaciones es la línea de negocio que representa los mayores ingresos para la compañía, pues al 31 de agosto de 2024 significaron el 92,63% del total de los ingresos (66,02% en agosto de 2023), le sigue de lejos otras ventas con el 5,05% (27,81% en agosto de 2023) y ventas locales con el 2,32% (6,18% en agosto de 2023).

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.

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 proyecta 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.

GRÁFICO 10: DETALLE DE INGRESOS (AGOSTO 2024)



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

Los costos de ventas se mantuvieron dentro de un rango del 80% en su participación sobre los ingresos, puesto que pasaron de representar el 84,16% de los ingresos en 2021 a 88,00% en 2022 y 87,45% en diciembre de 2023, siendo los rubros más relevantes los costos de ventas de camarón. En dicho contexto, la empresa generó un margen bruto positivo, mismo que pasó de un 15,84% en 2021, 12,00% en diciembre de 2022 y 12,55% en diciembre de 2023.

Para agosto de 2024, el costo de ventas significó el 88,29% de los ingresos, porcentaje superior al alcanzado en agosto de 2023, cuando fue de 85,55%, lo que derivó en un margen bruto que representó el 11,71% de los ingresos (14,45% en agosto de 2023).

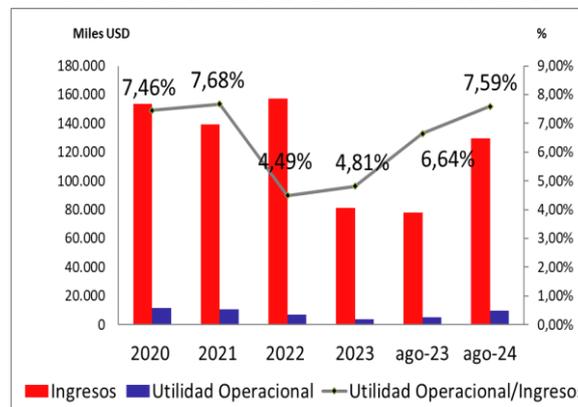
Los gastos operacionales pasaron de representar el 8,16% de los ingresos en 2021 a 7,51% en 2022 y suben ligeramente a 7,73% en diciembre de 2023, lo que evidencia un adecuado manejo de los mismos. Históricamente, los gastos de personal, obligaciones por beneficios definidos e impuestos y contribuciones fueron los de mayor aporte en su composición.

Para los periodos interanuales los gastos operativos no sobrepasaron el 8,00% sobre la participación de los ingresos, lo que evidencia cierta estabilidad en el manejo de sus recursos a lo largo del periodo analizado, siendo importante acotar que para agosto de 2024 la representatividad sobre los ingresos se ubicó en 4,11%, (7,80% de agosto de 2023).

Después de deducir de los costos de ventas y gastos operacionales la compañía reportó un margen operacional positivo pero variable, mismo que representó el 7,68% de los ingresos en 2021, 4,49% en el año 2022 y 4,81% en diciembre de 2023.

Para los periodos interanuales se observa un ligero incremento en su margen operativo, ya que después de representar un 6,64% de los ingresos en agosto de 2023, aumentó a 7,59% en agosto de 2024.

GRÁFICO 11: 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 12,82% en 2021, 7,17% en 2022 y 13,68% en diciembre de 2023. 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 agosto de 2024, los gastos financieros significaron el 7,09% de los ingresos.

Tras el cómputo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos, neto y los respectivos impuestos, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados (excepto en el año 2020), misma que representó el 0,84% en el año 2021, 0,70% en el 2022 y 1,78% en diciembre 2023. Y para el periodo interanual a agosto de 2024 el margen neto representó el 0,46% de los ingresos.

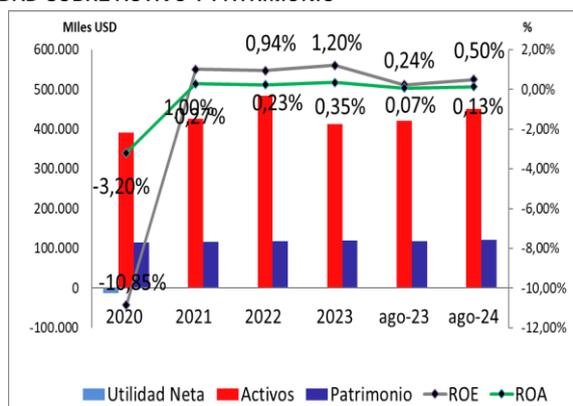
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad se presentaron positivos durante todo el período analizado (excepto en el año 2020 donde la compañía arrojó pérdida al final del período) 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 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2020	2021	2022	2023
ROA	-3,20%	0,27%	0,23%	0,35%
ROE	-10,85%	1,00%	0,94%	1,20%

Ítem	ago-23	ago-24
ROA	0,07%	0,13%
ROE	0,24%	0,50%



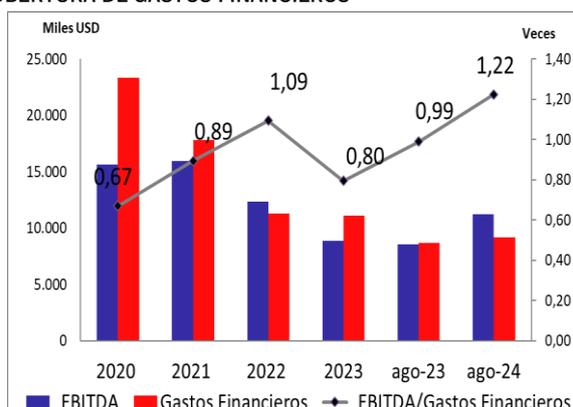
Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 11,46% de los ingresos en diciembre de 2021 a 7,84% en el año 2022 y 10,88% de los ingresos en diciembre de 2023. Al 31 de agosto de 2024 el EBITDA (acumulado) representó el 8,68% de los ingresos, porcentaje inferior a lo registrado en agosto de 2023 cuando fue de 10,99%. Después de lo descrito, se determinó que, durante los años 2020, 2021, 2023 y agosto de 2023 el flujo operativo no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros, sin embargo, para agosto de 2024 la tendencia cambia, generando una cobertura aceptable sobre los gastos financieros.

CUADRO 15, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Ítem	2020	2021	2022	2023
EBITDA	15.619	15.958	12.346	8.853
Gastos Financieros	23.334	17.842	11.287	11.129
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	0,67	0,89	1,09	0,80

Ítem	ago-23	ago-24
EBITDA	8.591	11.256
Gastos Financieros	8.670	9.194
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	0,99	1,22



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, pasando de USD 426,07 millones al cierre del año 2021, USD 484,26 millones en diciembre de 2022, USD 412,45 millones en diciembre de 2023 y USD 451,13 millones en agosto de 2024, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas, principalmente.

En lo que concierne a su estructura, los activos de la empresa se concentran en los de tipo corriente, cuya representación pasó de 50,17% en diciembre de 2023 a 53,72% en agosto de 2024. Respecto a su composición, se debe indicar que al 31 de agosto de 2024 las cuentas por cobrar relacionadas⁶⁷ fueron las de mayor preponderancia, dado que llegaron a representar el 43,12% de los activos (38,07% de los activos en diciembre

⁶⁷ 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.

de 2023), seguido de lejos de activos mantenidos para la venta con el 3,90% (4,26% de los activos en diciembre de 2023⁶⁸) y cuentas por cobrar clientes con el 3,57% (4,54% de los activos en diciembre de 2023).

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 2022 el efectivo y equivalentes al efectivo significó el 0,14% de los activos, 0,18% en diciembre de 2023 y un 0,72% en agosto de 2024).

Por otra parte, la participación de los activos no corrientes respecto al total de activos pasó de 40,93% al cierre de 2022 a 49,83% en diciembre 2023 y 46,28% en agosto de 2024. Durante este último periodo, la cuenta más representativa fue la de propiedad, planta y equipo con el 37,64% de los activos (41,36% en diciembre de 2023), seguida por cuentas por cobrar relacionadas que representaron el 7,88% (7,79% en diciembre de 2023).

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 75,75% en diciembre de 2022 a 70,78% en diciembre de 2023 y 73,21% en agosto de 2024.

Los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, con excepción de agosto de 2024, los cuales financiaron el 49,32% en diciembre de 2023 y el 36,21% en agosto de 2024. Determinando que para agosto de 2024 las obligaciones financieras fueron las de mayor aporte con el 13,81% (17,00% en diciembre de 2023), seguido por obligaciones con mercado de valores, con un financiamiento del 10,17% de los activos (9,72% en diciembre de 2023⁶⁹), y otros pasivos corrientes con el 6,32% (3,47% en diciembre de 2023) y cuentas por pagar a proveedores con el 2,45% (11,30% en diciembre de 2023⁷⁰). 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 21,46% de los activos en 2023 y el 37,00% en agosto de 2024; estuvieron mayormente conformados por cuentas por pagar proveedores que alcanzaron el 15,41% en agosto de 2024, le sigue obligaciones financieras con el 6,51% de las obligaciones con el mercado de valores.

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.

Al 31 de agosto de 2024, la deuda financiera fondeó el 38,33% (39,56% en diciembre 2023) de los activos, siendo importante indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 52,36% y 143,06% respectivamente. Las obligaciones con costo se conforman por obligaciones con instituciones financieras locales y del exterior, y obligaciones con el mercado de valores.

⁶⁸ 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 Océanos S.A. por un monto de USD 17,572,312 definiendo como plazo máximo para la suscripción del contrato de compraventa en diciembre de 2024.

⁶⁹ Según informe de auditoría externa del año 2023, los proveedores locales están representado por saldos por pagar a proveedores de inventarios principalmente de camarón y material de empaque. Y los proveedores del exterior corresponde a cuentas por pagar principalmente a proveedores de materia prima para la elaboración de alimentos balanceados.

⁷⁰ Según informe de auditoría externa del año 2023, todos los prestamos cuentan con garantías generales y específicas.

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.

Patrimonio⁷¹

El financiamiento del patrimonio sobre los activos se mantuvo dentro de un rango del 20% a lo largo del periodo analizado, pasando de 24,25% en el año 2022 al 29,22% en diciembre de 2023 y 26,79% en agosto de 2024. 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 19,96% en agosto de 2024 y el 21,83% en diciembre de 2023, 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 5,98% en agosto de 2024 y 6,25% del total de activos en diciembre de 2023. Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

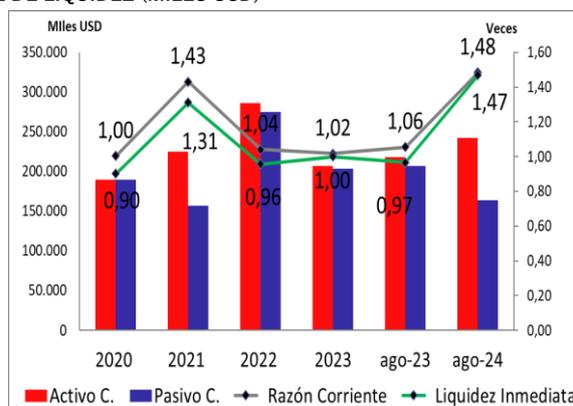
Flexibilidad Financiera

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 (17,51% de los activos en agosto de 2024 y 0,85% de los activos en diciembre de 2023).

CUADRO 16, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	189.969	224.465	286.045	206.916
Pasivo Corriente	189.474	156.899	274.862	203.423
Razón Circulante	1,00	1,43	1,04	1,02
Liquidez Inmediata	0,90	1,31	0,96	1,00

Ítem	ago-23	ago-24
Activo Corriente	217.894	242.341
Pasivo Corriente	206.532	163.334
Razón Circulante	1,06	1,48
Liquidez Inmediata	0,97	1,47



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

Indicadores de Eficiencia

Para diciembre de 2023, el periodo de cobro de cuentas por cobrar a clientes se situó en 789 días (510 días en diciembre 2022), 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 239 días en 2023 (133 días a diciembre 2022). 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 549 días a diciembre de 2023 (377 días en diciembre 2022). En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 19 días en el año 2023 (61 días a diciembre 2022).

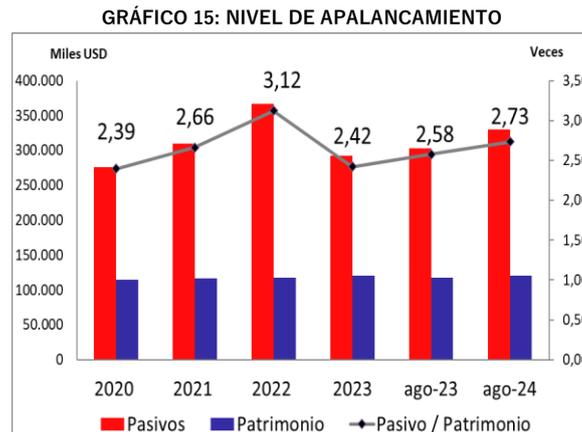
Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 568 días en

⁷¹ 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.

2023 (438 días a diciembre 2022). 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 agosto de 2024 se ubicó en 2,73 veces y 2,42 veces en diciembre de 2023.



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

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado) pasó de 29,71 años en el año 2022 a 32,97 años en diciembre de 2023 y 28,67 años en agosto de 2024, 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 2023 se ubicó en 18,43 años (15,01 años en agosto de 2024), siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo.

Contingente

Al 31 de agosto de 2024, la compañía registra varias operaciones como codeudor en el sistema financiero nacional, monto que representa el 10,70% del total de activos de la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷²

Hasta el 26 de septiembre de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 30 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 10 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 20 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 284,00 millones, valor que representó el 42,31% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 671,23 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 47,45%, mientras que las titularizaciones representaron el 10,24%.

⁷² <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2020	2021	2022	ago-23	2023	ago-24
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.046	5.923	660	9.021	739	3.238
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	128.311	155.376	219.882	175.759	175.735	210.631
Provisión cuentas incobrables	(1.851)	(8.124)	(8.078)	(8.068)	(8.068)	(8.068)
Inventarios	19.341	18.906	23.115	18.542	3.697	2.723
Activos mantenidos para la venta	34.060	35.318	37.629	-	17.572	17.572
Otros activos corrientes	9.062	17.066	12.836	22.639	17.240	16.245
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	189.969	224.465	286.045	217.894	206.916	242.341
Propiedad, planta y equipo neto	176.247	174.101	172.827	174.461	170.592	169.797
Inversiones en subsidiarias	23.523	19.066	16.271	17.572	-	0
Cuentas por cobrar relacionadas	300	7.402	7.534	9.055	32.137	35.557
Otros Activos No Corrientes	564	1.039	1.585	2.198	2.801	3.431
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	200.634	201.608	198.217	203.287	205.530	208.785
TOTAL ACTIVOS	390.603	426.073	484.261	421.180	412.446	451.126
PASIVOS						
Obligaciones Financieras	99.839	54.670	151.947	77.610	70.135	62.298
Obligaciones Mercado de Valores	17.174	37.431	49.261	42.418	40.083	45.872
Proveedores	57.305	48.456	50.363	39.290	46.621	11.056
Otros Pasivos Corrientes	15.157	16.342	23.292	47.214	46.584	44.107
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	189.474	156.899	274.862	206.532	203.423	163.334
Obligaciones Financieras	31.356	103.218	25.053	15.578	31.478	35.375
Obligaciones Mercado de Valores	31.845	36.257	21.539	21.993	21.479	29.370
Otros Pasivos No Corrientes	22.846	13.367	45.367	59.358	35.542	102.181
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	86.047	152.842	91.959	96.929	88.499	166.926
Deuda Financiera	180.213	231.576	247.800	157.599	163.174	172.916
Deuda Financiera C/P	117.012	92.101	201.208	120.028	110.218	108.170
Deuda Financiera L/P	63.201	139.475	46.592	37.571	52.957	64.745
TOTAL PASIVOS	275.521	309.741	366.822	303.461	291.922	330.259
PATRIMONIO						
Capital Social	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054
Reservas	3.008	3.008	3.125	3.125	3.236	3.236
Utilidad neta del ejercicio	(12.486)	1.168	1.108	279	1.448	599
Resultados acumulados	34.506	22.102	23.154	24.262	25.787	26.979
TOTAL PATRIMONIO	115.082	116.332	117.440	117.719	120.524	120.867

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	ago-23	2023	ago-24
Ingresos	153.741	139.194	157.431	78.186	81.336	129.689
Costo de ventas	129.191	117.147	138.531	66.891	71.130	114.508
MARGEN BRUTO	24.550	22.047	18.899	11.295	10.207	15.181
Total Gastos Operacionales	13.082	11.360	11.829	6.101	6.291	5.334
UTILIDAD OPERACIONAL	11.469	10.686	7.071	5.194	3.915	9.847
Gastos Financieros	23.334	17.842	11.287	8.670	11.129	9.194
Otros ingresos/egresos neto	410	8.674	5.953	3.914	8.951	287
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	(11.456)	1.518	1.737	438	1.737	940
Participaciones y reserva legal	0	0	0	66	0	141
Impuesto a la Renta	1.030	350	629	93	289	200
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	(12.486)	1.168	1.108	279	1.448	599

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	ago-23	2023	ago-24
Gastos Operacionales / Ingresos	8,51%	8,16%	7,51%	7,80%	7,73%	4,11%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,46%	7,68%	4,49%	6,64%	4,81%	7,59%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-8,12%	0,84%	0,70%	0,36%	1,78%	0,46%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-91,86%	914,63%	638,10%	1859,94%	270,36%	1643,86%
Utilidad / capital permanente	-4,57%	0,36%	0,32%	0,17%	0,56%	0,34%
Utilidad Operativa / capital permanente	4,20%	3,29%	2,07%	3,11%	1,53%	5,55%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-3,28%	742,43%	537,25%	1401,31%	618,08%	47,89%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-186,89%	1527,12%	1018,60%	3104,38%	768,51%	1534,89%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-10,85%	1,00%	0,94%	0,24%	1,20%	0,50%
Rentabilidad sobre Activos	-3,20%	0,27%	0,23%	0,07%	0,35%	0,13%
Utilidad operacional / activos operacionales	3,55%	3,09%	1,73%	2,11%	1,14%	3,90%
Resultados operativos medidos / activos totales	2,94%	2,51%	1,46%	1,85%	0,95%	3,27%
Liquidez						
Razón Corriente	1,00	1,43	1,04	1,06	1,02	1,48
Liquidez Inmediata	0,90	1,31	0,96	0,97	1,00	1,47
Capital de Trabajo	495	67.567	11.182	11.361	3.492	79.008
Capital de Trabajo / Activos Totales	0,13%	15,86%	2,31%	2,70%	0,85%	17,51%
Cobertura						
EBITDA	15.619	15.958	12.346	8.591	8.853	11.256
EBITDA anualizado	15.619	15.958	12.346	8.248	8.853	11.518
Ingresos	153.741	139.194	157.431	78.186	81.336	129.689
Gastos Financieros	23.334	17.842	11.287	8.670	11.129	9.194
EBITDA / Ingresos	10,16%	11,46%	7,84%	10,99%	10,88%	8,68%
EBITDA/Gastos Financieros	0,67	0,89	1,09	0,99	0,80	1,22
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,06	0,05	0,03	0,05	0,02	0,09
EBITDA / Deuda total	0,09	0,07	0,05	0,05	0,05	0,07
Flujo libre de caja / deuda total	0,01	0,03	0,00	-0,47	-0,55	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,67	6,11	3,09	1,64	3,28	18,75
Gastos de Capital / Depreciación	1,04	0,55	0,76	1,48	0,55	0,44
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,39	2,66	3,12	2,58	2,42	2,73
Activo Total / Capital Social	4,34	4,73	5,38	4,68	4,58	5,01
Pasivo Total / Capital Social	3,06	3,44	4,07	3,37	3,24	3,67
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	11,54	14,51	20,07	19,11	18,43	15,01
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	17,64	19,41	29,71	36,79	32,97	28,67
Deuda Financiera / Pasivo	65,41%	74,76%	67,55%	51,93%	55,90%	52,36%
Deuda Financiera / Patrimonio	156,60%	199,07%	211,00%	133,88%	135,39%	143,06%
Pasivo Total / Activo Total	70,54%	72,70%	75,75%	72,05%	70,78%	73,21%
Capital Social / Activo Total	23,05%	21,14%	18,60%	21,38%	21,83%	19,96%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	64,93%	39,77%	81,20%	76,16%	67,55%	62,56%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	29,46%	27,30%	24,25%	27,95%	29,22%	26,79%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	305	407	510	546	789	395
Duración de Existencias (días)	55	59	61	67	19	6
Plazo de Proveedores	162	151	133	143	239	23

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