

**CALIFICACIÓN:**

Segunda Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	-
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

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

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

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Segunda Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en comité No.147-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 26 de mayo de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha a marzo de 2020. (Aprobada por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 11 de mayo de 2020 por un monto de hasta USD 20.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector camaronero ha crecido de manera consistente y se esperaba que el Ecuador alcance el primer lugar como exportador de camarones en el corto plazo, dada la situación actual a nivel mundial es incierto el comportamiento que va a tener este sector. En este sentido, EMPACADORA GRUPO GRANMAN S.A. EMPAGRAN tiene tres regiones principales de distribución para su producto y la distribución de entrega del camarón experimentó cambios a medida que ciertos mercados están en proceso de reapertura y otros continúan afectados por el coronavirus. Las ventas en China se vieron afectadas en el primer trimestre del año 2020, pero este no fue el comportamiento de Estados Unidos y Europa, los cuales anticipaban una reducción en el precio del camarón y aprovecharon para comprar stock y mantener un inventario con precios atractivos. Sin embargo, con la pandemia COVID-19 y a medida que las dos regiones impusieron reglas de cuarentena, Europa redujo el número de pedidos y un comportamiento similar también se experimentó con Estados Unidos. El camarón no es un producto de primera necesidad y se ha visto afectado en requerimientos normales de supermercados, pero tiene el beneficio de mantenerse congelado y este factor está ayudando a mantener un balance atractivo dentro de la pandemia. A medida que China está reabriendo sus mercados, la región está activamente comprando el camarón y se espera que este comportamiento continúe.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN administra a través de sus diferentes divisiones el ciclo completo de la producción de camarón que va desde el laboratorio de reproductores a la finca, incluyendo la producción de balanceados y el posterior empaque para la exportación. De esta manera es autosustentable en toda la cadena de producción sin que existan riesgos no controlables en este proceso, es esto lo que obliga a la empresa hacer mucho énfasis en la trazabilidad de sus procesos, dando gran importancia a las prácticas transparentes y éticas, estableciendo procedimientos que se aplican en toda su gestión, entendiendo los intereses de todos sus grupos. El Directorio de la compañía constituye el máximo órgano administrativo, y adicionalmente cuenta con una división de Contraloría, cuya responsabilidad es brindar información veraz y confiable a la administración, lo cual garantiza una mayor transparencia a la gestión empresarial. El diseño de políticas y procedimientos está a cargo del área de auditoría interna, que constituye un pilar fundamental para el control interno eficiente. La evaluación de estos procesos se realiza a través de controles administrativos, contables y de operación.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa. Además, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se compromete a proporcionar toda la información que fuere requerida por el Representante de los Obligacionistas, esto, en defensa de los intereses de los tenedores de Obligaciones. Y mantiene una garantía específica consistente en una Fianza Solidaria otorgada por Industria Nacional de Ensamblajes S.A. INNACENSA, 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 de Obligaciones.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

Los ingresos de EMPACADORA GRUPO GRANMAN S.A. EMPAGRAN provienen de tres vertientes principales: la división Empacadora, la división Balanceado y el Laboratorio.

Sus ventas tuvieron una evolución positiva durante el período bajo estudio, 2016 – 2019 y sus utilidades fluctuaron siempre en valores de ROE entre el 2,5% y el 4,5%. El valor de la deuda neta estuvo siempre controlado y los montos de EBITDA permitían cancelar su deuda neta en períodos que oscilaron en torno a los 6 años. El incremento de la deuda neta el 2019 obedeció a la Primera Emisión de Obligaciones con el mercado de valores, lo que permite amortizar la deuda en plazos mayores y con intereses constantes. El flujo libre de efectivo tuvo valores negativos especialmente el año 2018 debido a menores ingresos, situación que se revirtió el año 2019 aun cuando no se alcanzó un valor positivo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	MARZO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	141.390	146.387	167.749	150.000	157.500	173.250	199.238	209.199	230.119	38.276
Utilidad operativa	24.189	24.154	29.546	30.000	34.650	38.115	43.832	46.024	50.626	6.417
Utilidad neta	4.081	2.690	3.774	8.009	14.000	16.817	20.900	23.097	29.488	272
EBITDA	27.949	28.834	33.418	33.872	38.522	41.987	47.704	49.896	54.498	6.417
Deuda Neta	145.279	163.768	174.492	168.523	144.208	125.699	102.008	77.842	56.165	161.792
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	25.690	(55.806)	(3.857)	9.429	27.776	21.970	27.151	27.627	35.195	-
Necesidad Operativa de Fondos	(3.199)	(8.353)	(8.640)	(6.600)	(16.916)	(18.607)	(21.398)	(22.468)	(24.715)	(7.514)
Servicio de Deuda (SD)	9.097	98.406	125.279	121.548	90.850	69.088	92.568	100.317	79.815	-
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	3,07	0,29	0,27	0,28	0,42	0,61	0,52	0,50	0,68	-
Capital de Trabajo	33.019	18.531	31.357	57.063	68.597	40.877	33.488	46.585	108.573	37.948
ROE	3,87%	2,36%	3,35%	6,64%	10,40%	11,10%	12,12%	11,82%	13,11%	0,20%
Apalancamiento	2,21	2,18	2,41	2,20	1,81	1,53	1,27	1,01	0,76	2,34

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La situación actual del país provocada por la pandemia obliga a una proyección de ingresos para el 2020 algo menor que la de 2019 e interrumpe el crecimiento continuo de la empresa ya comentado. Se proyecta un descenso en los ingresos del orden del 11% y se estima una recuperación desde el 2021 con crecimientos del 5% anuales, de tal forma que ese año prácticamente se alcanzaría el nivel de ventas de 2019. A pesar de esa baja, las medidas de control asumidas por la empresa y una baja en los gastos financieros gracias al financiamiento con el mercado de valores permiten augurar una utilidad superior a la de los años precedentes y con crecimientos constantes. La deuda neta se proyecta con una tendencia a la baja y el flujo libre de efectivo sería siempre positivo. Debe destacarse que la proyección supone un descenso en los ingresos no operacionales (fundamentalmente intereses ganados) lo que junto a las premisas de costo de ventas (se mantiene el porcentaje histórico) y de otros gastos conforma un escenario proyectado conservador. El servicio de la deuda, muy demandante en 2019, se proyecta con algo menor de exigencia el 2020 y con una baja sensible en los años siguientes lo que permite un incremento significativo en la razón de cobertura. El apalancamiento tiene una tendencia a la baja y el ROE alcanzaría valores altos en los próximos períodos. El capital de trabajo se eleva a valores considerables lo que asegura el pago de las obligaciones proyectadas. La proyección no contempla pago de dividendos en los años bajo análisis.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas que permitirán sortear el escenario antes mencionado con el incremento de recursos financieros de corto plazo y con la idea de sacar nuevos instrumentos en el Mercado de Valores.

La Emisión está respaldada con una garantía específica consistente en la Fianza Solidaria de Industria Nacional de Ensamblajes S.A. INNACENSA 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 de Obligaciones.

## FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo. Además, la empresa se inscribe dentro de un sector que no debe resultar directamente afectado producto de la pandemia, lo que permite suponer que sus clientes cubrirán sus obligaciones en los plazos y condiciones previstos.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente y que generan incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y diversificación entre proveedores locales y del exterior, lo cual le permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La propiedad, planta y equipo pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros, lo cual generaría pérdidas económicas a la compañía. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro contratadas con Chubb Seguros Ecuador S.A. por una suma asegurada de alrededor USD 75,93 millones; que cubren riesgos: incendio multirriesgo, calderas y maquinarias, robo, equipo electrónico, vehículos y transporte interno.
- El sector camaronero en el Ecuador se encuentra expuesto a diferentes amenazas externas de seguridad como: piratería, robo y asalto de grupos organizados sobre las piscinas de camarón y mientras se las transporte para su comercialización. La compañía mitiga este riesgo a través de la contratación de empresas de seguridad privada para la respectiva vigilancia. De igual manera mantiene pólizas de seguros con Chubb Seguros Ecuador S.A. por una suma asegurada cercana a USD 14,72 millones que cubren: riesgo de pérdida durante el trayecto de transporte durante la transportación interna o la exportación del camarón.
- Variaciones en el precio de la materia prima utilizada para la elaboración del alimento para los camarones, así como un posible incremento en los costos de mano de obra, podrían afectar los resultados de la compañía, al encarecer el precio del camarón y su proceso productivo. La compañía mitiga este riesgo al contratar coberturas sobre los commodities importados y de igual forma en el caso de la mano de obra los costos envueltos son relativamente estables debido a que gran parte del personal mantiene vínculos de largo plazo y sus remuneraciones son superiores a la media.
- La dependencia del mercado internacional hace que factores externos, como el cambio en la oferta asiática, podría generar un impacto negativo en el mercado camaronero nacional, reduciendo el volumen de exportación y por ende los ingresos de la compañía. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía siempre está incursionando en nuevos mercados.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. Para mitigar el riesgo la compañía cuenta con un detallado análisis de cada uno de sus clientes, lo que posibilita dar un seguimiento continuo y cercano al comportamiento de la cartera.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 101,82 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 72,55% del total de los activos que respaldan la emisión y el 26,92% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es representativo y si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN						
Características	CLASES	MONTO USD	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	B	20.000.000	1.080 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	C		1.440 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Contará con la garantía específica consistente en la Fianza Solidaria otorgada por Industria Nacional de Ensamblajes S.A. INNACENSA, 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 de Obligaciones.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un setenta y cinco por ciento (75%), para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas locales, y con el veinte y cinco por ciento (25%) restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa, tal como materias primas, repuestos y sus respectivas nacionalizaciones y pagos a empresas y personas no vinculadas.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente Colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia del programa la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones</li> </ul>					

**EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN**

Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Límite de endeudamiento

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

Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones

- Según lo dispone el literal g) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se compromete a proporcionar toda la información que fuere requerida por el Representante de los Obligacionistas, esto, en defensa de los intereses de los tenedores de Obligaciones.

**Tabla 2:** Resumen instrumento.

**Fuente:** Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings