

**CALIFICACIÓN:**

Segunda Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	-
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Mayo 2020

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*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 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.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
May-2020	AAA (-)	GlobalRatings

**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. 351-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de noviembre 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 septiembre de 2020. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00004131 del 15 de julio 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, es incierto el comportamiento que va a tener este sector a nivel mundial. En este sentido, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN tiene tres regiones principales de distribución de sus productos, donde la distribución de entrega del camarón experimentó cambios a medida que ciertos mercados están en proceso de reapertura y otros continúan afectados por el COVID-19. 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 han visto afectados los 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. Esto obliga a la empresa a 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 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. El Emisor cuenta con 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

Durante el periodo de estudio, las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 141,39 millones en 2017 a USD 167,75 millones en 2019. El comportamiento creciente de las ventas totales se atribuye al comportamiento alcista de los ingresos de la línea de balanceados que se incrementaron, pero su efecto positivo fue contrarrestado parcialmente con la caída de las ventas de la división empacadora de USD 18,03 millones en el mismo periodo. El comportamiento al alza de la división de balanceados se atribuye al aumento de la demanda local e internacional. De igual forma, la división camaronera, mostró un comportamiento creciente en el 2019 con un incremento de USD 8,74 millones frente al año anterior. Las otras divisiones registraron un comportamiento estable en el periodo analizado.

Los valores de deuda neta registrados históricamente presentaron una tendencia creciente debido al incremento de las obligaciones financieras y a la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores durante el año 2019. Asimismo, por esta razón también se registró un incremento constante del Servicio de Deuda entre el año 2017 y 2019, lo que evidencia la necesidad creciente de la compañía por recursos para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. La generación de flujo operativo de la compañía tuvo valores negativos en los años 2018 y 2019 como consecuencia de un mayor efectivo usado para el pago a proveedores en ambos periodos. No obstante, dicho comportamiento se debe al giro normal del negocio de la compañía y se financian los pagos de diversas fuentes como: aportes de accionistas, efectivo en caja o deuda financiera. El indicador de Necesidad Operativa de Fondos mantuvo valores negativos en todo el periodo histórico, como consecuencia del giro normal de negocio de la compañía. Esto demuestra la capacidad que tiene la compañía para cubrir sus gastos operativos y desarrollar su actividad normal de negocio, al no necesitar de recursos adicionales para realizarlo ya que cuenta con un apalancamiento importante con proveedores.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	SEPTIEMBRE 2019	SEPTIEMBRE 2020
	Actual			Proyectado					Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	141.390	146.387	167.749	158.000	165.900	174.195	182.904	192.050	126.944	122.495
Utilidad operativa	21.344	20.391	25.540	26.154	27.337	28.603	30.209	31.906	16.428	13.721
Utilidad neta	4.081	2.690	3.774	5.945	8.398	9.578	10.347	12.671	2.053	837
EBITDA	24.786	24.708	29.001	29.615	30.798	32.064	33.670	35.367	19.023	16.699
Deuda Neta	145.279	163.768	174.492	168.365	155.354	147.193	138.187	126.776	170.432	172.866
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	25.690	(55.806)	(3.857)	5.420	16.313	11.382	12.140	14.454	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(6.108)	(7.209)	(7.810)	(5.857)	(12.554)	(13.182)	(13.841)	(14.533)	(11.873)	(9.428)
Servicio de Deuda (SD)	9.097	98.406	125.279	121.834	70.957	73.512	90.426	75.504	20.901	143.152
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	2,72	0,25	0,23	0,24	0,43	0,44	0,37	0,47	0,91	0,12
Capital de Trabajo	33.019	18.531	31.357	79.175	72.198	57.077	71.644	87.900	13.301	26.407
ROE	3,87%	2,36%	3,35%	5,01%	6,61%	7,01%	7,04%	7,94%	2,36%	0,98%
Apalancamiento	2,21	2,18	2,41	2,31	2,08	1,89	1,72	1,53	2,24	2,46

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

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

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Durante el año 2020, la economía a nivel mundial ha sido afectada por la emergencia sanitaria ocasionada por el COVID-19, reduciéndose el consumo y transporte de mercancías en general. De esta manera, el panorama al cierre del año 2020 es todavía incierto, pero se tienen expectativas de decrecimiento para la mayor parte de sectores de la economía. Puntualmente para EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se estima que la emergencia sanitaria afecte negativamente en el nivel de ingresos por la menor demanda registrado a nivel mundial de sus productos, ya que el camarón no es un alimento de primera necesidad, por lo que se proyectan ingresos por ventas menores en 6% para el cierre del año 2020. Sin embargo, con la recuperación paulatina de la actividad económica y el levantamiento de las restricciones provocadas por el COVID-19 a nivel mundial, se estiman que las ventas continúen con la tendencia creciente que registraron a lo largo del periodo de estudio con un crecimiento medio del 5% hasta el año 2024.

Para las proyecciones, con los nuevos instrumentos en el Mercado de Valores, la Segunda Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Papel Comercial, se estima una reestructuración de la deuda con la sustitución de pasivos bancarios y una reestructuración hacia el largo plazo, lo que espera provocar una reducción paulatina tanto para la Deuda Neta como para el Servicio de Deuda entre el año 2020 y 2024. En cuanto a la generación de flujo operativo, con los recursos captados con la colocación de los instrumentos en el Mercado de Valores que se destinarán a capital de trabajo, se espera valores positivos de este indicador

para el periodo comprendido entre 2020 y 2024. La Necesidad Operativa de Fondos a futuro se espera mantener dicha tendencia, ya que forma parte de la estrategia y giro de negocio del Emisor, manteniendo valores negativos entre el año 2020 y 2024.

## 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 sean 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 en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

## 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, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que 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. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas mitigan parcialmente 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera 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.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.
- 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 13,60 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.
- 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 67,68 millones; que cubren riesgos: incendio multirriesgo, calderas y maquinarias, robo, equipo electrónico, vehículos y transporte interno.

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 previsibles 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 que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de su riguroso proceso de cobro que le ha permitido mantener una cartera saludable. La situación actual creada por la pandemia evidentemente crea un escenario económico adverso. En este sentido, es posible que algunos pagos se posterguen lo que no significa que “desaparezcan”.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. Para mitigar el riesgo la compañía cuenta con un detallado análisis de cada uno de sus clientes, lo que posibilita dar un seguimiento continuo y cercano al comportamiento de la cartera. La adecuada administración, política y procedimiento, disminuye la generación de cartera vencida e incobrabilidad.

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 116,94 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 74,25% del total de los activos que respaldan la emisión y el 29,79% 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**

**SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	B C	10.000.000 10.000.000	1.080 días 1.440 días	8,00% 8,00%	Trimestral Trimestral	Trimestral Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
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 S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>					
Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>					
Garantía específica	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>					

**Tabla 2:** Resumen instrumento.

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

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)**  
Gerente General

**PERFIL EXTERNO**

**ENTORNO MACROECONÓMICO**

**EXPECTATIVAS DE RECESIÓN**

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, pero ciertas economías, principalmente avanzadas, presentaron una recuperación significativa durante el segundo trimestre, en respuesta a políticas fiscales, monetarias y regulatorias que permitieron mantener el ingreso disponible de los hogares, el flujo de efectivo de las empresas y la provisión de crédito. Por lo tanto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró la proyección de crecimiento de la economía mundial en 0,5 puntos porcentuales<sup>1</sup> con respecto a las previsiones de junio<sup>2</sup>. No obstante, la recuperación económica será desigual e incierta, especialmente en ciertas economías emergentes, cuyas proyecciones empeoraron por la continua propagación de la pandemia. Se espera, con gran incertidumbre, una recuperación a partir de 2021<sup>3</sup>.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,81%	3,51%	2,80%	-4,36%	5,15%
	Banco Mundial	3,30%	3,00%	2,40%	-5,20%	4,20%
Economías avanzadas	FMI	2,53%	2,24%	1,65%	-5,82%	3,92%
	Banco Mundial	2,50%	2,10%	1,60%	-7,00%	3,90%
Economías emergentes	FMI	4,82%	4,48%	3,66%	-3,28%	6,05%
	Banco Mundial	4,50%	4,30%	3,50%	-2,50%	4,60%
América Latina	FMI	1,35%	1,06%	0,03%	-8,13%	3,57%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-11,00%	4,76%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	BCE	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	1,50%-2,00%
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	BCE	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	BCE	70.956	71.871	71.909	66.057	

\*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

**Tabla 3:** Evolución y proyecciones de crecimiento.

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** GlobalRatings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2021, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto<sup>4</sup>, ya que su desempeño económico fue deficiente durante los últimos cinco años. Las perspectivas económicas de la región para 2020 son precarias, en función de la propagación del virus, que no ha sido controlada, y su impacto significativo sobre los sistemas de salud, la importancia de sectores económicos que se han visto altamente afectados, como el turístico, la dependencia de la región de los commodities cuyos precios se han visto deteriorados y la creciente dependencia de financiamiento externo, incluidas las remesas.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities<sup>5</sup>. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva<sup>6</sup>. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales de octubre, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento<sup>7</sup>. Los datos del segundo trimestre de 2020 reflejan una caída de -12,4%<sup>5</sup> en el PIB, debido a la suspensión de actividades productivas a nivel nacional producto de la emergencia sanitaria, que contrajo los niveles de inversión en 18,5%, deterioró el monto de exportaciones

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional (2020, octubre). *World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent*. Washington D.C.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

<sup>4</sup> Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

<sup>5</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 112.

<sup>6</sup> Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*: Ecuador.

<sup>7</sup> El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

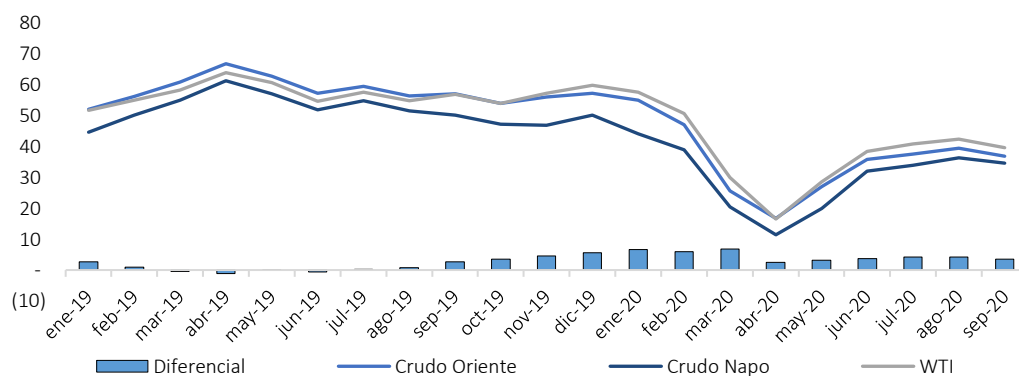


en 15,7% y redujo el consumo de los hogares en 11,9%. Adicionalmente, la crisis fiscal que afronta el país, incluso desde antes de la emergencia sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 10,5%.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la cuarta economía con peor desempeño en América del Sur, precedida por Venezuela (-25,0%), Perú (-13,9%) y Argentina (-11,8%).

**PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO**

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril<sup>8</sup>. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. En septiembre de 2020 la OPEP redujo los pronósticos de demanda de petróleo para 2020 y 2021. No obstante, expectativas sobre la recuperación de la demanda con el anuncio de la efectividad de la vacuna para el Covid-19, junto con una posible extensión del acuerdo de recorte de producción por parte de la OPEP+, impulsaron al alza los precios del crudo. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 43 por barril.



**Gráfico 1:** Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Para septiembre de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano decreció en 5,63% con respecto al mes de agosto, y se mantuvo 33,57% por debajo del valor registrado en septiembre de 2019<sup>9</sup>. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales<sup>9</sup>. Si bien el diferencial aumentó a partir de mayo, se contrajo para septiembre de 2020, alcanzando un monto de USD 3,59 por barril. El país afronta el desafío de incrementar la producción de crudo, que para septiembre de 2020 cayó en 12,06% frente a septiembre de 2019.

Las exportaciones petroleras entre enero y septiembre de 2020 cayeron en 44% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios y de la contracción de la demanda. Además, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional<sup>10</sup> y obligó al país a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones<sup>11</sup>. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado,

<sup>8</sup> BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

<sup>9</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, octubre). *Información Estadística Mensual No. 2024– Octubre 2020.*

<sup>10</sup> El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

<sup>11</sup> Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

luego de descontar las preasignaciones dispuestas por Ley, y que garantizará la estabilidad económica, la sostenibilidad de las cuentas públicas y/o la ejecución de egresos para educación y salud.

**CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA**

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente<sup>12</sup>, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real<sup>13</sup>) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a octubre de 2020 se contrajo en 15%<sup>14</sup> debido fundamentalmente al deterioro en los niveles de ventas a nivel nacional. Con el objetivo de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes, por lo cual percibió USD 257 millones en el mes de septiembre. No obstante, se prevé una menor recaudación en 2020, en función del deterioro en el capital empresarial, los menores ingresos disponibles de la población, y la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos<sup>15</sup>. A la fecha del presente informe, el presupuesto cayó en 8,3% (USD 2.968 millones) frente al presupuesto inicial. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales. No obstante, se prevé un déficit equivalente al 9% del PIB al término de 2020<sup>16</sup>.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para septiembre de 2020, la deuda pública incrementó en USD 905 millones, concentrada en acreedores externos.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - octubre 2020	10.328,13	-15,03%
Deuda pública (millones USD)	octubre 2020	59.922,54	5,32%
Deuda pública (% PIB)	agosto 2020	62,09%	9,96%
Deuda interna (millones USD)	agosto 2020	17.569,59	9,19%
Deuda externa (millones USD)	agosto 2020	42.352,95	3,79%

**Tabla 4:** Indicadores fiscales.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: GlobalRatings

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos depende de financiamiento externo. Durante la emergencia sanitaria, se gestionaron recursos de varios organismos multilaterales por cerca de USD 2.000 millones. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales para renegociar los vencimientos de USD 17.400 millones, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Una de las condiciones para dicha negociación fue concretar un acuerdo con el FMI al que se llegó en agosto de 2020, con una duración de 27 meses y por un monto de USD 6.500 millones, de los cuales USD 4.000 millones se recibirán este año. El plazo para el pago de capital será de 10 años, con 4 años de gracia, y una tasa de interés de 2,9% anual. El primer desembolso del FMI se realizó en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó principalmente a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Los siguientes desembolsos están previstos entre 2020 y 2022, siempre que el Gobierno cumpla con ciertos compromisos, incluidos una mayor transparencia

<sup>12</sup> El Universo. (2019, enero). Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

<sup>13</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.

<sup>14</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación del Periodo Octubre 2020.

<sup>15</sup> El Universo. (2020, abril). Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

<sup>16</sup> Primicias. (2020, noviembre). El presupuesto del Estado se reducirá en un 10% en 2021. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/presupuesto-estado-reducira-finanzas-2021/>



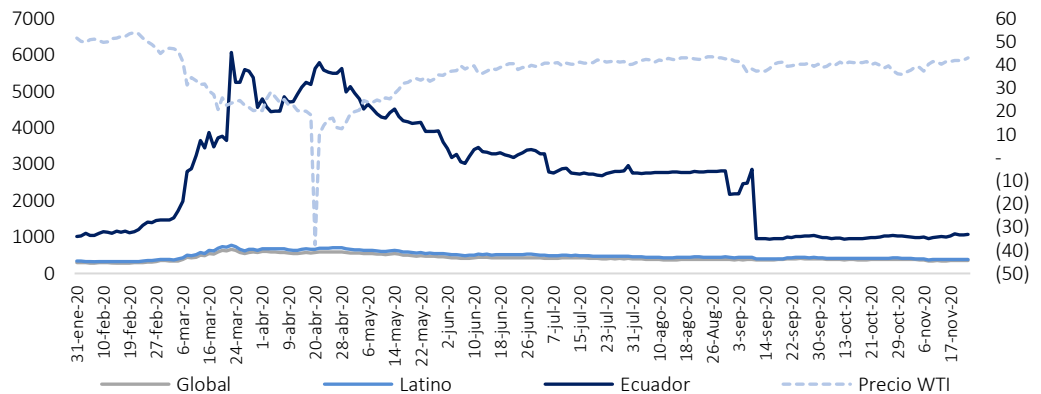
en las transacciones públicas y la aprobación de una Ley Anticorrupción, una expansión de la base de beneficiarios de programas sociales, una disminución de los niveles de endeudamiento, la recuperación de la independencia del Banco Central y una reforma tributaria, entre otras.

Adicionalmente, Ecuador negocia la venta de 154 millones de barriles de petróleo a largo plazo con empresa chinas para obtener dos líneas de crédito por un total de USD 2.400 millones. No obstante, la caída en la producción de petróleo constituye una limitante para acceder a estos fondos, ya que Ecuador no dispone del petróleo suficiente para cubrir las nuevas operaciones con China<sup>17</sup>. Con el objetivo de inyectar recursos al sector productivo y acelerar la recuperación económica, el gobierno analiza la emisión de un bono productivo en el mercado internacional, con la garantía de organismos multilaterales<sup>18</sup>.

**PERCEPCIONES DE RIESGO**

Desde enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó una tendencia creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria<sup>19</sup>. Tras la renegociación de la deuda externa y la firma del acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente. Actualmente el riesgo país de Ecuador es de 1.071 puntos, y es el tercero más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.375) y Venezuela (22.018).

Durante los primeros meses de la emergencia sanitaria las principales calificadoras de riesgo internacionales redujeron la calificación crediticia del Ecuador en varias ocasiones. No obstante, en septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) y Standard & Poors subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras el acuerdo de renegociación con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional<sup>20</sup>.



**Gráfico 2:** Evolución Riesgo País (EMBI).  
**Fuente:** JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** GlobalRatings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región, debido a problemas como la inestabilidad jurídica y la tramitología. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el segundo trimestre de 2020 cayó en 68% con respecto al mismo periodo de 2019, agravada por la crisis del Covid-19. El 76% de la inversión extranjera directa se concentró en actividades de servicios, mientras que el 32% correspondió a actividades de explotación de minas y canteras y el 9% a las industrias manufactureras. Durante el segundo semestre existió una desinversión neta por parte de los países de la Comunidad Andina (-USD 193,8 mil). El 83,99% de la inversión extranjera durante el segundo trimestre de 2020 provino de Europa, principalmente Inglaterra (USD 59,47 millones) y Alemania (USD 12,37 millones). Por su parte, los capitales asiáticos totalizaron USD 15,74 millones, de los cuales el 93% provino de China<sup>21</sup>.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I	2020.II
Monto (millones USD)	756,11	624,55	1.388,67	946,26	238,88	90,84
% del PIB	0,76%	0,60%	1,29%	0,88%	0,92%	0,39%

<sup>17</sup> Primicias. (2020, noviembre). *Falta petróleo para convencer a China de que preste dinero a Ecuador*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-china-dinero-ecuador/>  
<sup>18</sup> Primicias. (2020, noviembre). *Ecuador analiza emisión de bono productivo, asegura Ministro Pozo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-emision-bono-productivo-ministro/>  
<sup>19</sup> El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>  
<sup>20</sup> Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>  
<sup>21</sup> Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.

**Tabla 5:** Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

**PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN**

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) deterioró los pronósticos laborales para 2020 y prevé una pérdida de 245 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial. Específicamente en América Latina, se perdieron cerca de 80 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su empleo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 60% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas<sup>22</sup>, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUN. 2020*	SEPT. 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%	6,64%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%	32,08%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%	23,37%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%	10,77%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%	26,29%

\*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en años anteriores. Los resultados para septiembre de 2020 se obtuvieron en 99% mediante encuestas cara a cara y en 1% por llamadas telefónicas.

**Tabla 6:** Indicadores laborales Ecuador.

**Fuente:** Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. No obstante, las estadísticas del INEC sugieren una recuperación para septiembre de 2020, con una mejora en el nivel de desempleo, una recuperación en la tasa de empleo adecuado y un menor porcentaje de subempleo, en función de la reactivación gradual de las actividades económicas y las nuevas contrataciones amparadas en la Ley Humanitaria<sup>23</sup>. Por su parte, la OIT prevé una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020, y el FMI pronostica una tasa de desempleo de 8,1%, la tercera más baja en la región de América del Sur<sup>1</sup>.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 6,70% para 2021, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	OCTUBRE 2019	OCTUBRE 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,52%	-0,19%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,50%	-1,60%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,65%	-0,90%

**Tabla 7:** Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

**Fuente:** INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación para octubre de 2020<sup>24</sup>. El FMI prevé una inflación nula para Ecuador en 2020, que incrementará a 1,05% en 2021. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021<sup>25</sup>.

**LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS**

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020 desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y

<sup>22</sup> Orueta, I. (2017). La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.

<sup>23</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, octubre). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.

<sup>24</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, octubre). Índice de Precios al Consumidor, octubre 2020.

<sup>25</sup> Banco Mundial. (2020, junio). Global Economic Prospects. Washington D.C.

causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina<sup>1</sup>. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. No obstante, para octubre de 2020 los mercados financieros cayeron debido a perspectivas negativas en cuanto a la evolución del Covid-19 y a la implementación de estímulos fiscales, principalmente en Estados Unidos, lo que condujo a una mayor demanda de activos seguros, presionando al alza las cotizaciones de las monedas más fuertes. En noviembre de 2020 las expectativas de transición presidencial en Estados Unidos junto con el anuncio de una posible vacuna impulsaron al alza los indicadores bursátiles, alcanzando niveles máximos durante el último año.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	septiembre 2020	27.283	0,03%	9,18%
Especies monetarias en circulación	septiembre 2020	17.850	-0,52%	11,23%
Depósitos a la vista	septiembre 2020	9.353	1,10%	5,54%
Liquidez total (M2)	septiembre 2020	60.493	0,68%	9,67%
Captaciones a plazo del sistema financiero	septiembre 2020	33.210	1,21%	10,07%
Colocaciones del sistema financiero	septiembre 2020	44.333	0,03%	1,82%
Reservas internacionales	octubre 2020	5.518	60,26%	34,65%
Reservas bancarias	octubre 2020	7.484	22,77%	77,04%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	noviembre 2020	8,83%	-0,13%	0,15%
Tasa pasiva referencial	noviembre 2020	6,07%	-0,24%	0,02%
Diferencial de tasas de interés	noviembre 2020	2,76%	0,11%	0,13%

**Tabla 8:** Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril los niveles de liquidez presentaron una recuperación. Para septiembre de 2020 existió un cambio en la estructura de liquidez, evidenciando una mejora en la confianza de los depositantes y un mayor ahorro.

Históricamente, las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 2,31% entre los meses de agosto y septiembre, mientras que los depósitos de ahorro se mantuvieron estables. La tasa pasiva referencial presentó un incremento durante los meses de la emergencia sanitaria, con el fin de atraer un mayor monto de depósitos, pero disminuyó para el mes de noviembre. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero se redujeron durante los meses de confinamiento. Para septiembre de 2020 se evidenció una recuperación en la colocación de crédito, superando el monto otorgado en septiembre de 2019. En marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrían cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en octubre de 2020 cubrió en 72,94% a los pasivos monetarios de la entidad y en 73,72% a las reservas bancarias, situación que representa un riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central<sup>5</sup>.

#### SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador durante el segundo trimestre del año. Durante el tercer trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 71% del total, se recuperaron en 7% con respecto al segundo trimestre de 2020 y crecieron en 8% frente al tercer trimestre de 2019, con un incremento en las exportaciones tradicionales, principalmente de banano y cacao, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la menor demanda disminuyeron las importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta septiembre de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-SEPT 2019	ENE-SEPT 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	16.689	14.658
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	6.659	3.750
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	10.031	10.908
Importaciones	19.033	22.106	21.509	16.296	12.292
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	3.207	1.941
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	13.088	10.350
Balanza comercial	59	-478	820	394	2.367
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	3.451	1.808
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-3.058	558

**Tabla 9:** Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

## SECTOR ACUÍCOLA

La acuicultura se refiere al cultivo de organismos acuáticos, tanto en zonas costeras como del interior, que implica intervenciones en el proceso de cría para aumentar la producción. De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, la acuicultura es el sector de producción de alimentos de más rápido crecimiento, y representa cerca del 50% de los productos pesqueros destinados a la alimentación a nivel mundial. Por su parte, el sector pesquero proporciona sustento a un amplio número de personas y es fundamental para la seguridad alimentaria de la zona y del país. Existen alrededor de 580 especies acuáticas que se cultivan actualmente en todo el mundo, y dadas las condiciones de la pesca de cultura, es probable que el crecimiento del sector pesquero derive de la acuicultura. Dada la reducción de la pesca de captura y el comportamiento dinámico del sector durante los últimos 30 años, es posible que la acuicultura tome mayor fuerza dentro del mercado<sup>26</sup>.

La acuicultura busca incrementar la producción de organismos acuáticos, tales como peces, moluscos, crustáceos, plantas, entre otros, por encima de la capacidad natural del entorno. Debido a la naturaleza de la actividad acuícola, el sector presenta niveles de producción estacionales, dependencia de condiciones climáticas y niveles importantes de inversión necesaria para llevar a cabo la actividad<sup>27</sup>. De acuerdo con el Instituto Nacional de Pesca, la acuicultura en el Ecuador se ha desarrollado en base al cultivo del camarón blanco y la tilapia en la Costa, la trucha en la región Interandina, y la tilapia, cachama, sábalo y paiche en la región Amazónica<sup>28</sup>. A nivel mundial, Ecuador es el décimo quinto productor acuícola más grande, y el cuarto más importante en la industria del camarón<sup>27</sup>. En la región de América Latina y el Caribe, Ecuador se consolidó como el tercer productor acuícola más grande, antecedido por Chile y Brasil<sup>29</sup>. Por su parte, la pesquería más

<sup>26</sup> FAO. Acuicultura. <http://www.fao.org/aquaculture/es/>

<sup>27</sup> ESPAE Graduate School of Management de la Escuela Superior Politécnica del Litoral. (2018, enero). *Industria de Acuicultura*. [http://www.espae.espol.edu.ec/wp-content/uploads/2018/01/ei\\_acuicultura.pdf](http://www.espae.espol.edu.ec/wp-content/uploads/2018/01/ei_acuicultura.pdf)

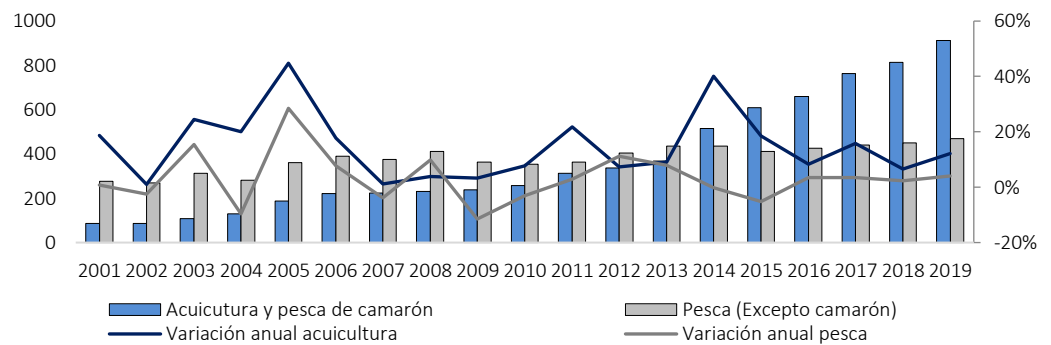
<sup>28</sup> Instituto Nacional de Pesca. *Acuicultura*. <http://www.institutopesca.gob.ec/acuicultura/>

<sup>29</sup> FAO. (2015). *Regional Review on Status and Trends in Aquaculture Development in Latin America and the Caribbean*. <http://www.fao.org/3/a-i6867e.pdf>

valiosa para el país es el atún, que representa el principal producto de exportación después del petróleo y otras materias primas como el banano, seguido por la pesca blanca, principalmente dorado, y el camarón<sup>30</sup>. En el Océano Pacífico Oriental, Ecuador tiene la mayor flota de cerco, captura principal, y la mayor capacidad de procesamiento. No obstante, las principales poblaciones de atún están próximos a alcanzar el rendimiento máximo, por lo que existen preocupaciones acerca de la sobrecapacidad de la flota pesquera y el impacto de ciertas técnicas de pesca sobre las poblaciones de atún y otras especies marítimas<sup>30</sup>.

Durante la década de 1980, los niveles de producción pesquera superaban a la producción acuícola en cerca de 35 millones de toneladas. No obstante, el aumento de la demanda alimenticia por cambios demográficos y en hábitos alimenticios estimuló el crecimiento acelerado de la acuicultura<sup>27</sup>. A partir del año 2000, el sector acuícola y de pesca de camarón mantuvo un crecimiento sostenido. Mientras el sector de la pesca decreció entre los años 2007 a 2010, el sector de la acuicultura y pesca de camarón mantuvo un crecimiento promedio de 3,98%, que, a pesar de ser inferior al de años anteriores, impulsó la producción acuícola por encima de otros sectores en la economía nacional. En 2014, el crecimiento acuícola alcanzó un pico de 40,03%, superando los niveles de producción de la pesca de captura, que se vio afectada por la llegada del Fenómeno de El Niño. A partir de entonces, el sector ha mantenido niveles de crecimiento volátiles, pero siempre positivos y por encima de los del crecimiento del sector pesquero y de la economía en general. Para el año 2019, la acuicultura registró un valor agregado bruto de USD 913,49 millones en términos reales, que implica un incremento del 12,12% con respecto al año precedente. El aumento del valor agregado bruto de Acuicultura y Pesca contribuyó con 0,14% a la variación anual del PIB nacional de 2019, siendo la actividad económica con mayor crecimiento<sup>31</sup>.

Durante los dos primeros trimestres de 2020, la actividad de acuicultura sumó un PIB total de USD 492,82, que equivale a un 8,8% más de lo que se registró en el mismo periodo de 2019. Por otro lado, la industria de pesca (excepto camarón) alcanzó los USD 235,75, que representa una caída anual de 0,79%. No obstante la acuicultura y la pesca fueron las únicas actividades que presentaron variaciones trimestrales positivas a nivel nacional durante el segundo trimestre de 2020, con crecimientos de 6,44% y 0,5%, respectivamente.



**Gráfico 3:** Evolución del PIB real (USD millones) y tasa de variación anual (%).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Debido al comportamiento del PIB del sector acuicultor durante las últimas décadas, su importancia dentro de la economía nacional creció sostenidamente, a diferencia de la del sector pesquero. Específicamente, a inicios de la década del 2000, el sector acuícola representó cerca de 0,19% del PIB Nacional, mientras que el sector pesquero representó el 0,73% del PIB Nacional. En 2014, en respuesta al crecimiento de la producción acuícola, el PIB de este sector pasó a representar el 0,73% del PIB nacional, superando al sector pesquero, que representó el 0,62% del PIB nacional. Al término de 2019, la acuicultura aportó con 1,27% del PIB nacional y la pesca con 0,65% del PIB nacional, porcentajes que incrementaron para el segundo trimestre de 2020, a 1,61% y 0,75%, respectivamente.

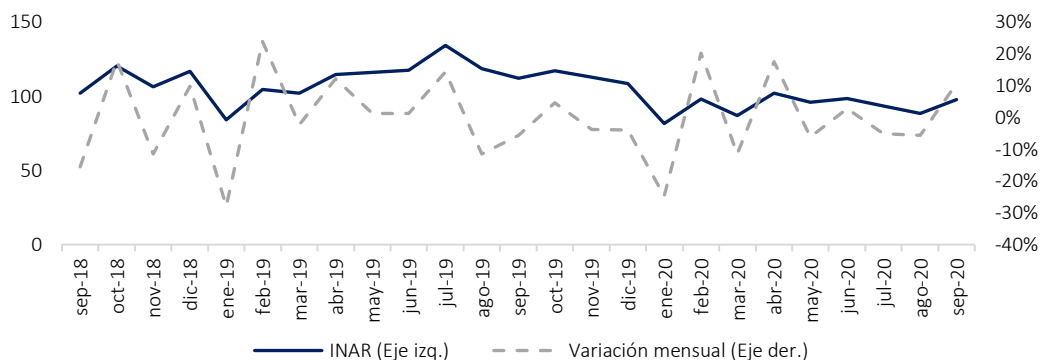
Se prevé un progreso dentro del sector con la implementación de la Ley Orgánica para el Desarrollo de Acuicultura y Pesca, aprobada el 18 de febrero de 2020. En ella se especifica la creación del Fondo Nacional de Investigación Acuícola y Pesquero que tiene como objetivo facilitar el financiamiento de proyectos de investigación, ciencia, tecnología e innovación, relacionados con el área acuícola y pesquera. De igual manera se busca promover la sostenibilidad de los recursos nacionales eliminando la pesca ilegal, no declarada y no

<sup>30</sup>WWF. *Pesquerías y Acuicultura*. [https://www.wwf.org.ec/nuestro\\_trabajo/pesquerias/](https://www.wwf.org.ec/nuestro_trabajo/pesquerias/)

<sup>31</sup> Banco Central (2019, diciembre). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No. 110.

reglamentada, así como promover la pesca artesanal<sup>32</sup>. La ley dispone la programación de dispositivos de monitoreo satelital para determinar si el producto proviene de pesca ilegal o no. Adicionalmente, incluye sanciones con multas de hasta 1.500 salarios básicos unificados para quien incumpla la ley <sup>33</sup>

El movimiento del sector acuícola se ve reflejado en distintos índices que miden el nivel de actividad económica. Entre estos se encuentra el Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR), que mide el desempeño económico fiscal de los sectores productivos de la economía nacional<sup>34</sup>. El INAR calculado al cierre del año 2019 fue de 108,45 puntos, con una variación tanto mensual como anual negativa de 4,00% y 7,23%, respectivamente. No obstante, se debe considerar que las actividades de acuicultura son altamente estacionales, por lo cual la caída en el desempeño de este sector es coherente con este comportamiento. Para septiembre de 2020, el INAR de las actividades pesqueras, explotación de criaderos de peces y granjas piscícolas, y demás actividades relacionadas, se ubicó en 97,62 puntos, cifra que constituye una disminución interanual de 12,99%, pero un incremento de 10,59% con respecto a agosto de 2020.



**Gráfico 4:** Índice de nivel de actividad registrada.

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

La industria de la acuicultura y pesca en el Ecuador se caracteriza por la elevada calidad de su producto y la baja demanda local. Por este motivo, la mayor parte del producto ecuatoriano se destina a los mercados internacionales, donde el número de consumidores es elevado. De esta manera, el precio de comercialización se fija en los mercados externos. Por lo tanto, las exportaciones son un importante motor para el sector y generan empleos estables a través de toda la cadena productiva<sup>29</sup>. Específicamente con respecto al camarón, la mejora en la técnica de alimentación de las larvas para optimizar su genética permitió alcanzar en el año 2019 la cifra de exportación más alta en 50 años, con 1.397 millones de libras, lo cual significa un crecimiento del 25% con respecto a 2018<sup>35</sup>. Para el año 2020, el 75% de la producción camaronesa se destina a exportaciones<sup>36</sup>. En cuanto a la venta de atún a nivel internacional, esta se enfoca en el producto procesado, en latas y bolsas, así como en lomos precocidos para la segunda transformación<sup>30</sup>.

De enero a agosto de 2020, se totalizaron 980,6 millones de libras, que implica 53,2 millones más que en el mismo periodo del año pasado. A pesar del aumento en volumen de ventas, los ingresos netos no presentan un incremento dado que el precio del crustáceo se mantiene a la baja en el mercado internacional. Para el mes de agosto el precio promedio de la libra de camarón fue de USD 2,33. Pese a que los primeros meses del año presentaron grandes pérdidas por consecuencia de la paralización de las actividades comerciales, para el octavo mes del año ya se observa una recuperación. En cuanto a los envíos a China, que capta el 54% de las ventas nacionales, presentaron un crecimiento en el volumen de mercancía exportada de 15% con respecto al mismo periodo de 2019 y de 48% con respecto a julio de 2020. Asimismo, la facturación creció en 9%, pasando de USD 1.189 millones a USD 1.292 millones. Otros de los principales mercados asiáticos es Corea del Sur a donde se exportaron 16 millones de libras en agosto de 2020, monto que implica una caída mensual del 2%. Por otro lado, la Unión Europea presentó una recuperación de la cantidad demandada ya

<sup>32</sup> Ministerio de Producción Comercio Exterior, Inversiones y Pesca (2020). *Nueva Ley de Acuicultura y Pesca regulará, impulsará y fomentará el desarrollo de la actividad acuícola y pesquera del país*. <https://www.produccion.gob.ec/nueva-ley-de-acuicultura-y-pesca-regulara-impulsara-y-fomentara-el-desarrollo-de-la-actividad-acuicola-y-pesquera-nacional/>

<sup>33</sup> El Universo. (2020, abril). *Asamblea aprueba nuevas normas de control para la pesca ilegal en Ecuador*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/14/nota/7813848/asamblea-aprueba-nuevas-normas-control-pesca-ilegal>

<sup>34</sup> INEC. *Índice de Nivel de Actividad Registrada*. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

<sup>35</sup> El Comercio (2020, enero). *El camarón alcanzó cifra récord en el 2019 en el Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/camaron-record-ecuador-exportacion-economia.html>

<sup>36</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). *La economía ecuatoriana decreció 12,4% en el segundo trimestre de 2020*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1383-la-economia-ecuatorial-decrecio-12-4-en-el-segundo-trimestre-de-2020>



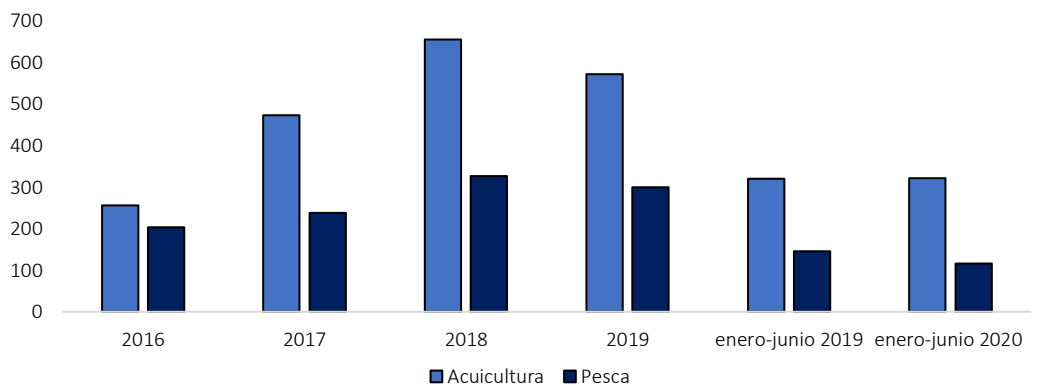
que captó el 21% de las compras nacionales. Específicamente, España, Francia e Inglaterra aumentaron sus compras en 44%, 24% y 21%, respectivamente, con respecto a agosto de 2019<sup>37</sup>.

Por su parte, las exportaciones de atún y pescado alcanzaron un total de USD 307,96 millones al cierre de 2019, monto que implica un decrecimiento de 0,05% con respecto a 2018. De enero a septiembre de 2020 estas totalizaron USD 248,82 millones, monto que significa una disminución de 0,66% frente al mismo periodo de 2019. Del total acumulado para 2020, USD 24,10 millones corresponden a las exportaciones del mes de septiembre que permanecieron constantes con respecto a agosto de 2020.



**Gráfico 5:** Evolución de las exportaciones (millones USD FOB)  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con respecto a la necesidad de financiamiento del sector, la creciente inversión en tecnologías para aumentar la producción ha generado un incremento en la demanda de crédito para las actividades de acuicultura. Por esta razón, el monto de crédito colocado para actividades de esta índole mantuvo una tendencia creciente durante los últimos años. En 2019 el Banco de Desarrollo de América Latina anunció la entrega de un crédito de USD 200 millones al sector acuícola con la finalidad de que se refuercen las líneas eléctricas beneficiando así a más de 55.000 hectáreas de cultivo de camarón. Con ello se quiere fomentar la innovación y el desarrollo tecnológico en la industria<sup>38</sup>. Al finalizar el año 2019, se concedió un total de USD 572,53 millones para actividades acuícolas y USD 299,61 millones para actividades pesqueras. Para el periodo de enero a junio de 2020 se aumentó la colocación de créditos en el área acuícola en un 0,31%, es decir se otorgó un total de USD 321,09 millones. Por otro lado, el sector pequeño totalizó un monto de crédito de USD 116,74 millones, lo que implica una reducción anual de 20,03%.



**Gráfico 6:** Volumen de crédito colocado (millones USD).  
**Fuente:** Superintendencia de Bancos; **Elaboración:** Global Ratings.

En cuanto a la generación de empleo, el sector de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca es el mayor generador de empleo en el país, con un 29,41% de la población ocupada a nivel nacional desempeñándose en actividades de este sector para diciembre de 2019<sup>39</sup>. Específicamente los cultivos de camarón generan más de 200.000 fuentes de empleo directo e indirecto, mientras que la industria pesquera da empleo a más

<sup>37</sup> El Comercio (2020, septiembre). *Las exportaciones de camarón cerraron hasta agosto del 2020 con ingresos de USD 2.410 millones.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/exportaciones-camaron-ecuador-china-ingresos.html>

<sup>38</sup> El Universo (2019). *\$200 millones para financiar proyecto de acuicultores.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/07/10/nota/7418691/200-millones-financiar-proyecto-acuicultores>

<sup>39</sup> INEC. (2019). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2019.*

de 20.000 personas. De igual manera, el Ministerio del Trabajo se relaciona activamente con el sector para generar y garantizar empleos en los procesos de integración de la cadena productiva acuícola.

La industria de la acuicultura ecuatoriana afronta el desafío de potenciar el crecimiento y la producción de especies distintas al camarón, que constituye la mayor parte de producción acuícola a nivel nacional. Para esto, se requiere una mejora en temas como el marco legal, la gestión de los recursos acuícolas, la extensión y acceso tecnológico, la consolidación y ampliación de mercados para los productos locales, entre otros<sup>27</sup>. De acuerdo con la FAO, una estrategia para el desarrollo sostenible de la agricultura a futuro debe incluir una recompensa justa para los acuicultores y una distribución justa de los ingresos y los costos de producción, una adecuada promoción y creación de riqueza y empleo adecuado, una buena gestión del medio ambiente y los recursos acuáticos para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo, entre otras.

El sector de la acuicultura y la pesca tiene importantes barreras de entrada que limitan la amenaza de nuevos competidores para las empresas que operan en el mercado. En primer lugar, el sector requiere de un elevado capital inicial para los equipos y adecuación de piscinas, así como tecnologías avanzadas, que permitan producir un volumen competitivo en el mercado<sup>27</sup>. La industria se encuentra segmentada en competidores industriales y otros de menor escala, siendo los primeros los que controlan la mayor parte de la producción y las exportaciones. La cadena de valor se encuentra altamente integrada de manera horizontal, siendo las mismas empresas quienes controlan el proceso productivo, desde el cultivo de las especies, hasta su procesamiento y venta. Además, el sector es altamente dependiente de condiciones geográficas y climáticas.

El sector acuícola es el sector de producción de alimentos de mayor crecimiento y representa el 50% de los productos pesqueros destinados a la alimentación. De igual manera, se espera que sustituya a otras fuentes de proteína, como la carne de res o aves, durante los próximos años. Por lo tanto, la amenaza de los sustitutos es baja. No obstante, las especies cultivadas pueden ser sustitutas entre sí. Es importante resaltar que la producción de camarón es la que tiene mayor participación en el mercado acuícola, y tiene un potencial de crecimiento elevado. Los productos acuícolas ecuatorianos pueden ser sustituidos por las exportaciones de otros países latinoamericanos, como Chile, o de otros continentes, como China, India, Indonesia, entre otros, los cuales se consideran los productores de acuicultura más importantes a nivel mundial.

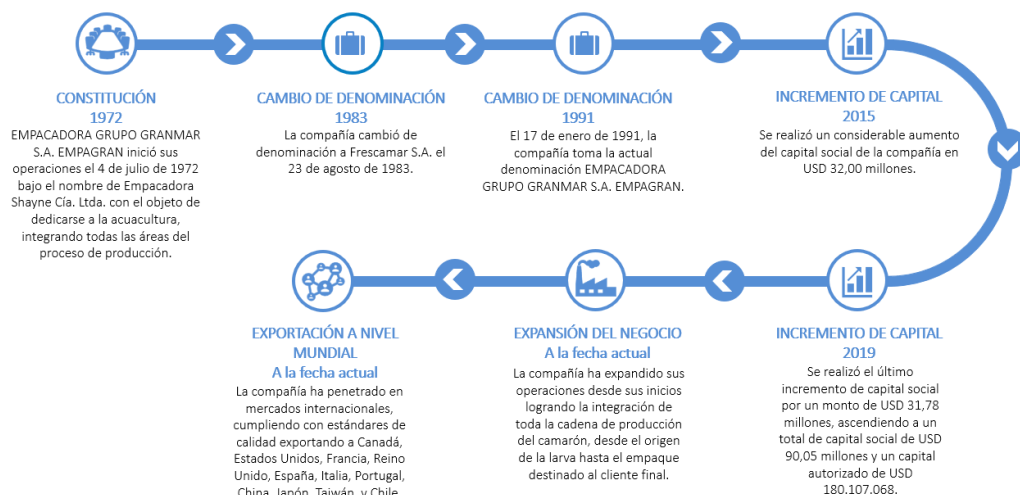
Con respecto al nivel de competencia en el sector acuicultor ecuatoriano, de acuerdo con el último Directorio de Empresas disponible, publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, existen 98.156 empresas a nivel nacional que operan en el sector de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, cifra que constituye el 11,10% del total de empresas en el país. Estas empresas representan cerca del 21% de las ventas totales en el país.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una posición estable en su sector y se espera ésta mejore.

## PERFIL INTERNO

### GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN como empresa dedicada a actividades pesqueras en todas sus fases tales como: captura, extracción, procesamiento y comercialización en los mercados internos y externos; criadero de larvas de camatón, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



**Gráfico 7:** Historia de la compañía

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

La compañía tiene como misión “ser reconocidos, cada vez más, como la referencia de Calidad y Productividad en nuestra industria. Seremos una empresa con crecimientos dinámico y fructífero reflejado en la prosperidad corporativa y de nuestros colaboradores”.

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 90.053.534, dividido en acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. La composición accionarial de la compañía es la siguiente:

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Skyline Equities Group LLC.	Estados Unidos	56.915.792,00	63,20%
Skyvest Ec Holding S.A.	Ecuador	33.137.742,00	36,80%
<b>Total</b>		<b>90.053.534,00</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 10:** Estructura accionarial hasta la persona natural.

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

SKYLINE EQUITIES GROUP LLC.	NACIONALIDAD
Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Ecuador

**Tabla 11:** Estructura accionarial hasta la persona natural.

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

SKYVEST EC HOLDING S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Skyline Equities Group LLC.	Estados Unidos	164.097.518,00	100,00%
Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Ecuador	1,00	0,00%
<b>Total</b>		<b>164.097.519,00</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 12:** Estructura accionarial hasta la persona natural.

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Agrícola Batán S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Biorey S.A.	Skyline Equities Group LLC.	Accionariado	Activa
Compañía General de Comercio y Mandato S.A.	Skyline Equities Group LLC. Skyvest Ec Holding S.A.	Accionariado	Activa
Ecuadinsa S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Fincacua S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Frescamar S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Industria Nacional de Ensamblajes S.A. Innacensa	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Accionariado	Activa
Industrial ABA Fábrica de Alimentos Balanceados S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Inmobiliaria Rocafuerte C.A. IRCA	Skyvest Ec Holding S.A.	Accionariado	Activa
Joyamar S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Larisa Lotización La Ribera S.A.	Skyvest Ec Holding S.A.	Accionariado	Activa
Productora de Alimentos de Animales Padasa S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Proinvec S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Seafarms del Ecuador S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Semacua S.A.	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Sociedad Anónima Benalmadena Costa	Estrada Santistevan Víctor Ernesto	Administración	Activa
Sociedad Anónima Civil Inmobiliaria del Salado S.A.	Skyvest Ec Holding S.A.	Accionariado	Activa

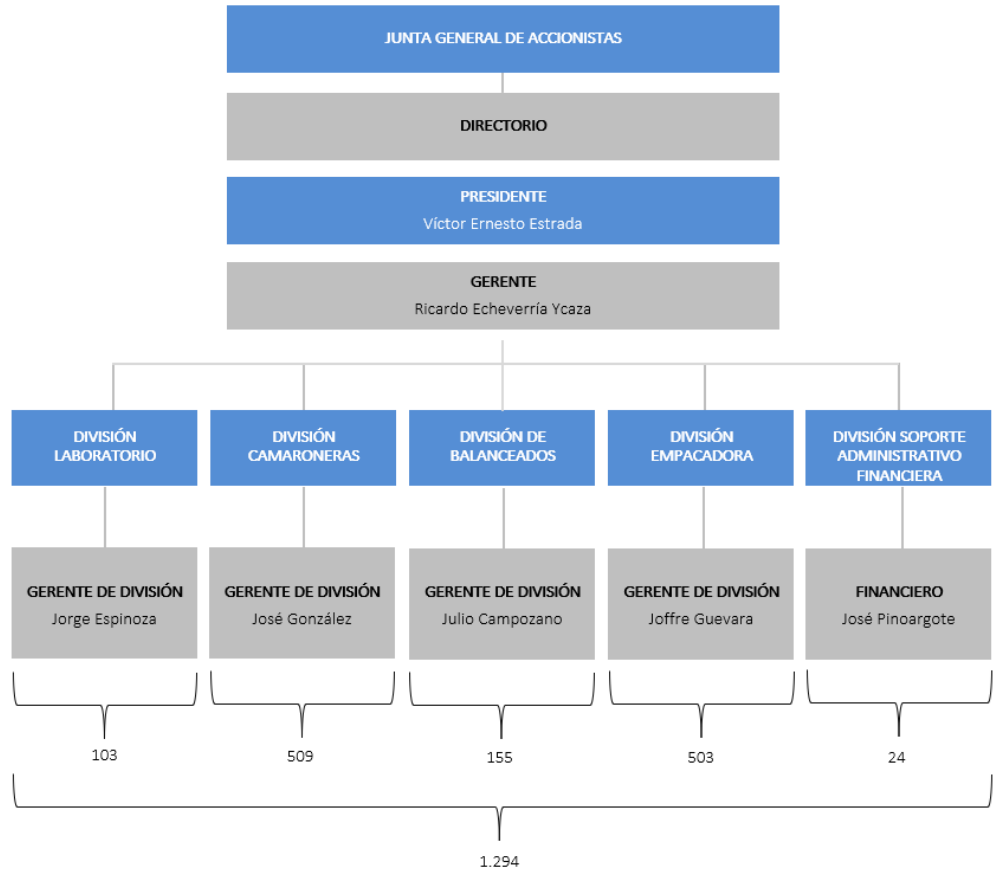
**Tabla 13:** Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

De acuerdo con los estatutos sociales, la compañía está gobernada por la Junta General y administrada por el Directorio, Presidente, Gerente General, Gerente Legal y Gerentes en las condiciones establecidas por la Ley y el Estatuto. El Directorio de la compañía constituye el máximo órgano administrativo, y está compuesto por el Presidente, el Gerente General y tres vocales principales y sus correspondientes alternos, designados por la Junta General de Accionistas.

El Directorio de la compañía constituye el máximo órgano administrativo, y adicionalmente cuenta con una división de Contraloría, creada en septiembre de 2019, 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.

Con corte septiembre 2020, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN contó con 1.294 empleados divididos en las distintas áreas de la compañía, siendo ejecutivos 16, administrativos 108 y obreros 1.170, cumpliendo los lineamientos de contratación laboral mantuvo 37 empleados con capacidades especiales en su nómina. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que el personal de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra altamente capacitado, tiene una amplia experiencia, cuenta con las competencias necesarias para ejecutar las funciones y desempeñarse en sus cargos respectivos, y sigue los principios y lineamientos corporativos.

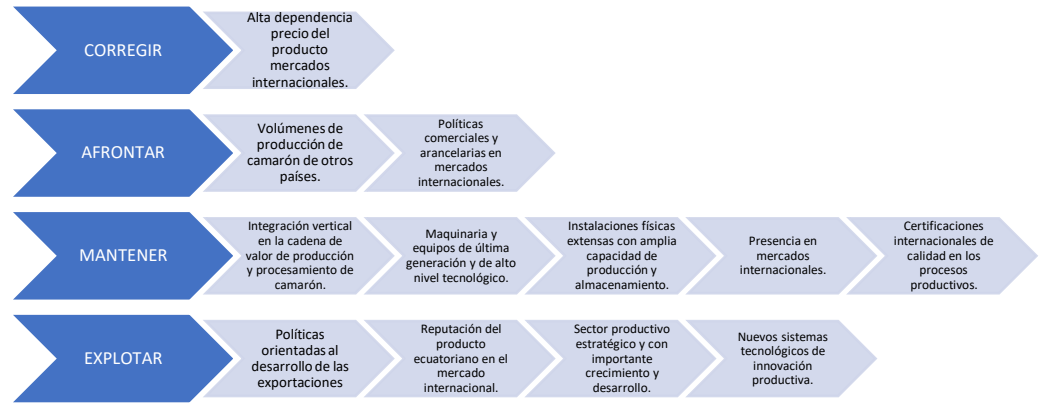


**Gráfico 8:** Organigrama

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

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de sus procesos e información, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN dispone de diversos sistemas operativos con alcance para todas las divisiones. La compañía cuenta con aplicaciones SARH, FACTELECT y SIGA que han sido desarrolladas externamente y aplicados acordes a los requerimientos y necesidades de la empresa. Este permite gestionar procesos de producción, calidad, ventas, facturación, crédito y cobranzas, bodega, planta, recursos humanos, compras, contabilidad, tesorería, entre otros.

Con todo lo expuesto en este acápite, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han ajustado al desarrollo integral de todas las divisiones de la compañía.



**Gráfico 9:** Planificación estratégica

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

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es una empresa que hace 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 Emisor considera que la responsabilidad social se relaciona con la capacidad de gestión que tiene la empresa frente a los efectos e implicancias de sus acciones sobre los diferentes grupos con los que se relaciona y considera que una empresa que define los principios orientadores de su actuar basados en prácticas transparentes y éticas, siendo socialmente responsable. De esta manera, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN trabaja en la Responsabilidad Social Empresarial mediante siete ejes estratégicos:

- Valores, Transparencia y Gobierno Corporativo
- Proveedores
- Público Interno
- Medio Ambiente
- Cliente y Consumidores
- Comunidad
- Gobierno y Sociedad

En línea con el objetivo de generar prosperidad y bienestar para la sociedad, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN adopta una ética empresarial de responsabilidad social cuya formulación se recoge en los diez principios siguientes:

- Cumplir con el marco legal vigente.
- Adoptar prácticas avanzadas de gobierno empresarial, basadas en la transparencia y la confianza mutua con accionistas e inversores.
- Respetar los derechos humanos, rechazando el trabajo infantil, el maltrato, la discriminación y el trabajo forzoso.
- Desarrollar un marco favorable de relaciones laborales y de convivencia basado en la igualdad de oportunidades, la no discriminación y el respeto a la diversidad.
- Potenciar una cultura de respeto al entorno natural, reduciendo el impacto ambiental de las actividades de la compañía.
- Favorecer la transparencia y las reglas de libre mercado, respetando la competencia y el emprendimiento.
- Rechazar las prácticas de soborno, corrupción u otro tipo de contribuciones con el fin de obtener algún beneficio mediante el uso de prácticas no éticas.
- Promover actuaciones socialmente responsables en aquellas empresas en las que se disponga de capacidad de gestión o de poder accionarial.



- Impulsar las vías de comunicación y diálogo con los diferentes colectivos relacionados con las actividades de la empresa.
- Difundir información relevante y veraz sobre las actividades realizadas, sometiéndola a procesos de verificación internos y externos que garanticen su fiabilidad e incentiven su mejora continua.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN actúa localmente en las comunidades en la provincia de Guayas, Santa Elena y en el país, para promover el desarrollo social sostenible, a través de la mejora de las condiciones de vida de las poblaciones vulnerables, especialmente de la niñez, la adolescencia y de las mujeres, e incidiendo en las causas de la pobreza y las desigualdades. Asimismo, la compañía 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.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es parte de la Alianza Empresarial para el Comercio Seguro (BASC), un programa de cooperación entre el sector privado y organismos nacionales y extranjeros creado para fomentar un comercio internacional seguro y evitar el contrabando de mercancías y narcóticos. Con la finalidad de dar cumplimiento a la seguridad alimentaria y a las diferentes normas, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN dispone de un equipo de Gestión de Calidad e Inocuidad, altamente calificado y capacitado en las respectivas normas, y que realiza actualizaciones e inspecciones constantes.

MIEMBROS DE GESTIÓN DE CALIDAD E INOCUIDAD	CARGO
Joffre Guevara	Representante de la Dirección
Jeanette Bracco	Jefe de Aseguramiento de Calidad
Edison Freire	Supervisor de Planta
José Palacios	Jefe de Mantenimiento
Pilar Díaz	Jefe de Control de Calidad
Vanessa Moran	Técnico de Laboratorio
Jesús Rodríguez	Asistente de producción
Gannio Dumes	Jefe de Cámara
Andrés Veliz	Jefe de Bodega
Mabel Galán	Jefe de Compras
Doris Yagual	Asistente de Recursos Humanos
Rafael Avilés	Jefe de Logística
Carlos Pérez	Técnico de Seguridad Industrial
María Elena Morales	Doctora de Planta
Gustavo Casquete	Jefe de Sanitación
Nelson Saraguayo	Jefe de Seguridad

**Tabla 14:** Miembros de división de Gestión de Calidad e Inocuidad.

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

Adicionalmente, el Emisor cuenta con varias certificaciones y reconocimientos dada su trayectoria en el sector acuícola, cumpliendo con elevados estándares de calidad. Los siguientes son algunos de los principales certificados y reconocimientos que mantiene:

- **Certificate of Conformity MSC Chain of Custody Standard:** Default Version 5.0. Evaluada bajo SAI Gblal, ASI Accreditation Code ASI-ACC-035 y cumpliendo con los requerimientos de Marine Stewardship Council (MSC).
- **Certificate ControlUnion:** Por la auditoría realizada con el cumplimiento de actividades de selección, clasificación y congelamiento de camarón crudo y cocido empacados en empaques plásticos y de cartón.
- **BRC Global Standard for Food Safety – 8 de Agosto de 2018.**
- **Certificado BAP Best Aquaculture Practices Validation Letter.**
- **Certificado BASC – World Basc Organization** cumpliendo con las Normas y Estándares Internacionales BASC.
- **Certificado BPM – Buenas Prácticas de Manufactura.**
- **Certificado de Registro de FDA – U.S. Food and Drug Administration pursuant to the Federal Food Drug and Cosmetic Act.**
- **Certificado de la Subsecretaría de Calidad e Inocuidad (SCI) –** Donde se certifica que la compañía reúne todos los requerimientos de los Formularios F03 y F04 del Plan Nacional de Control de acuerdo con la verificación del Plan HACCP.

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía reportó vigentes dos procesos judiciales de carácter laboral iniciados en el año 2019 por impugnación del acta de finiquito e indemnización por despido intempestivo con una cuantía total de USD 4.905. Adicionalmente, se reportaron dos procesos judiciales por reclamo administrativo, el primero por liquidación de impuesto a la salida de divisas y el otro en contra del acta de determinación tributaria por cuantías de USD 700.000 y USD 3.100.000 respectivamente. En caso de que se falle en contra del Emisor en los procesos judiciales mencionado anteriormente, la cuantía de dichos juicios no representan un riesgo significativo para la liquidez y solvencia de la compañía. Adicionalmente, la compañía ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito. A la fecha del presente informe, registran obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social por un monto de USD 569.570,52, con el cual el empleador mantiene acuerdos de pagos parciales y se encuentra al día en el pago de sus dividendos. De esta forma, se evidencia que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## NEGOCIO

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se dedica a la acuicultura, específicamente a la integración de toda la cadena de producción del camarón desde el origen de la larva hasta el empaque destinado al cliente final. Por lo tanto, la compañía mantiene cuatro líneas de negocios principales:

### Camaronera

- División dedicada al cultivo de camarón, con más de 3.000 hectáreas destinadas al cultivo extensivo. Las camaroneras extensivas cuentan con un promedio de producción de 2.000 libras por hectárea, lo cual le permite a la compañía producir más de 18 millones de libras anuales, procesadas en su totalidad por la división Empacadora de la compañía. Las camaroneras se encuentran en constante crecimiento gracias a mejoras implementadas continuamente, que incluyen:
  - Sistemas de captación, recirculación y manejo de agua.
  - Control y monitoreo eficiente del ambiente.
  - Método de alimentación automático con alimentadores automáticos desarrollados juntamente con Empagran, que permiten que los programas de alimentación sean más efectivos.
- Las fincas productoras de la compañía cuentan con cinco certificados internacionales que garantizan su calidad.

### Balanceado

- A partir de 1998, la compañía adquirió la Planta de Alimento Balanceado ABA, con el objetivo de cubrir todo el ciclo de producción del camarón. Actualmente, constituye una de las principales plantas productoras de alimento balanceado del Ecuador. A pesar de que el laboratorio tiene la capacidad de producir todo tipo de alimentos, se ha especializado en la elaboración de alimentos para camarón y tilapia. El balanceado contiene los requerimientos de aminoácidos, colesterol y ácidos grasos necesarios para el desarrollo adecuado de la especie. La planta tiene una capacidad de producción de aproximadamente 12 toneladas por hora, y cuenta con una estricta política de control de calidad. Los productos de esta división incluyen:
  - ABA para cultivo extensivo, es un alimento económico reconocido por la consistencia de su calidad, a través de la cual se obtienen mejores resultados de sobrevivencia y crecimiento.
  - ABA Plus para cultivo intensivo y semi intensivo, desarrollado bajo un proceso exhaustivo de investigación y desarrollo tecnológico, obteniendo conversiones bajas y crecimientos superiores, sostenidos aún en las condiciones más adversas de cultivo.
  - Mega Plus 35, alimento de última generación en el que se combina una fórmula especialmente eficiente, con materias primas cuidadosamente seleccionadas y aminoácidos adecuados, posicionándolo como un producto de alto rendimiento.

**Laboratorios**

- La compañía tiene un laboratorio de larvas bajo el nombre Semacua, ubicado al sur de la provincia de Santa Elena, encargado de la reproducción y maduración de nauplios y larvas. Este laboratorio le permite a la compañía mantener un estrecho control sobre la provisión oportuna de semilla para sus operaciones de engorde. Adicionalmente le proporciona total supervisión sobre calidad de esta semilla, y oportunidades para mejora continua en el cultivo de camarón. Semacua se centra en tres actividades principales:
  - Producción de hasta 50 millones de nauplios diarios para la crianza de larvas requerida para las camaroneras, así como para la venta a terceros.
  - Producción de larvas para los propios estanques de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN y para proveer a terceros, incluidos clientes de las divisiones de Alimento Balanceado y Empacadoras. Actualmente Semacua tiene capacidad para proveer de 80 a 100 millones de post-larvas mensuales.
  - Centro de investigaciones para desarrollo de nuevas tecnologías de cultivo de camarón y otros.

**Empacadora**

- División encargada del proceso de empaque de una amplia gama de variedades de camarón, desde empaques tradicionales hasta valores agregados. Esto le permite a la compañía mantener un mayor control sobre sus productos finales y garantizar la estabilidad y confiabilidad en los compromisos de venta a todos los niveles de la cadena comercial, desde mercados mayoristas hasta mercados de venta al detalle. La compañía cuenta con cuatro líneas de clasificado, con una capacidad de congelamiento de hasta 210.000 libras por día.

Actualmente, la planta empacadora de la compañía cuenta con la siguiente capacidad:

CAPACIDAD PLANTA EMPACADORA	LIBRAS PRODUCIDAS
Transportación	98.350
Hielo (3,000 Sacos por Día)	200.000
Máquinas Clasificadoras	200.000
Congelamiento	210.000
Almacenamiento	1.563.000

**Tabla 15:** Capacidad de planta empacadora.

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

Los tipos de empaques ofertados incluyen láminas, cartón, bandejas decorativas, personalizadas y marcas comerciales. Las marcas comercializadas incluyen:

- Frescamar
- Sea Sun
- Seatouch
- Imperial

**POLÍTICAS PRINCIPALES**

Con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas ocasionadas internamente por riesgos operacionales, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cuenta con diversas políticas para hacer frente a dichos riesgos. Las principales políticas establecidas son:

**Política de inversión y endeudamiento**

La compañía no mantiene una política para inversiones; actualmente mantiene una inversión en Banco Pichincha C.A. por USD 10.000 a una tasa de 5,75%. En cuanto a las políticas de endeudamiento, la compañía financia sus operaciones mediante líneas de crédito abiertas con bancos locales y del exterior. Los distintos bancos locales ofrecen plazos de crédito desde 180 días hasta cinco años, mientras que los bancos del exterior ofrecen plazos de crédito de 120 días hasta cinco años.

**Política de cuentas por cobrar**

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

**Política de cuentas por pagar**

Por otro lado, las políticas de cuentas por pagar de la compañía se definen en función de las distintas divisiones de la compañía. Para la división Empacadora, la materia prima representa el 80% de los insumos, mientras que los servicios representan el 20% de 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% restante, se adquiere a 15 y 21 días plazo. Por su parte, el material de empaque se adquiere con un plazo de crédito de 60 a 90 días.

En la división Camaronera, las cuentas por pagar a proveedores están compuestas en un 48% por máquinas y vehículos, en 40% por repuestos, insumos y fertilizantes y en un 12% por combustibles y alimentación. En la división Balanceado, la materia prima constituye el 94% de las compras a proveedores (soya y pescado). Los principales proveedores otorgan plazos entre 18 y 270 días.

**Política operacional**

Para mitigar el riesgo operacional, el Emisor cuenta con pólizas de seguros de diversa índole que ofrecen cobertura sobre cualquier situación de riesgo operacional que se presente en el proceso de producción de la compañía. La compañía mantiene vigentes diversas pólizas de seguro con las compañías Chubb Seguros Ecuador S.A. y AIG Metropolitana Compañías de Seguros y Reaseguros S.A., de acuerdo con el siguiente detalle:

RIESGOS CUBIERTOS	MONTO (USD)	COMPAÑÍA ASEGURADORA
Incendio multirisgo	42.485.180	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Calderas y maquinarias	21.691.797	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Equipo electrónico	1.036.904	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Robo y hurto de maquinarias	205.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Fidelidad	200.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Equipo y maquinaria de contratista	5.826.145	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Vehículos	2.256.419	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Transporte interno	13.600.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Transporte de dinero	200.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Accidentes personales	6.045.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.
Equipo y maquinaria de contratista	7.203.745	AIG Metropolitana Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.
Responsabilidad Civil	2.000.000	AIG Metropolitana Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.

**Tabla 16:** Detalle de pólizas de seguro vigentes.

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

**CLIENTES**

La compañía distribuye sus productos tanto para el consumidor final como a cadenas locales de supermercados a través de las marcas: Frescamar, Sea Sun, Seatouch e Imperial. En promedio entre el año 2017 y 2019, el 97% de las ventas realizadas por la división empacadora son destinadas para exportación y el resto a ventas en el mercado local. Por su parte, la división balanceados creció constantemente tanto en ventas locales con una participación promedio del 81% de la división y las exportaciones en promedio el 19%. Para el 30 de septiembre de 2020, la concentración de clientes fue la siguiente:

CLIENTES - DIVISIÓN CAMARÓN	PARTICIPACIÓN
<b>Extranjeros:</b>	
Cliente 1	25,00%
Cliente 2	23,00%
Cliente 3	8,00%
Otros varios	44,00%
<b>Total Extranjeros</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nacionales:</b>	
Cliente 1	70,00%
Cliente 2	23,00%
Otros varios	7,00%
<b>Total Nacionales</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 17:** Concentración de clientes – división camarón.

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

CLIENTES - DIVISIÓN BALANCEADOS	PARTICIPACIÓN
<b>Extranjeros:</b>	
Cliente 1	100,00%
<b>Nacionales:</b>	
Cliente 1	28,00%
Cliente 2	9,00%
Cliente 3	9,00%
Cliente 4	6,00%
Cliente 5	4,00%
Cliente 6	2,00%
Otros varios	42,00%
<b>Total Nacionales</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 18:** Concentración de clientes – división balanceado.

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

#### CADENA DE SUMINISTROS

La compañía trabaja tanto con proveedores locales como del exterior, para la compra de materia prima. Una parte considerable de la materia prima es el balanceado que sirve de alimento para las larvas en crecimiento y el camarón, de manera que la compañía produce parte importante de sus insumos. Para el 30 de septiembre de 2020, la concentración de proveedores fue la siguiente:

PROVEEDORES - DIVISIÓN CAMARÓN	PARTICIPACIÓN
<b>Nacionales:</b>	
Proveedor 1	16,00%
Proveedor 2	11,00%
Proveedor 3	5,00%
Otros varios	68,00%
<b>Total Nacionales</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 19:** Concentración de proveedores - división camarón.

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

PROVEEDORES - DIVISIÓN BALANCEADOS	PARTICIPACIÓN
<b>Extranjeros:</b>	
Proveedor 1	74,00%
Proveedor 2	15,00%
Proveedor 3	5,00%
Otros varios	6,00%
<b>Total Extranjeros:</b>	<b>100,00%</b>
<b>Nacionales:</b>	
Proveedor 1	15,00%
Proveedor 2	9,00%
Otros varios	76,00%
<b>Total Nacionales</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 20:** Concentración de proveedores - división balanceado.

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

**POSICIÓN COMPETITIVA**

En cuanto a la posición competitiva de la compañía dentro del sector en el cual desarrolla sus actividades, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene un reconocido prestigio a nivel nacional. Con respecto al nivel de competencia en el sector acuicultor ecuatoriano, de acuerdo con el último Directorio de Empresas disponible, publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, existen 98.156 empresas a nivel nacional que operan en el sector de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, cifra que constituye el 11,10% del total de empresas en el país. Estas empresas representan cerca del 21% de las ventas totales en el país. Con referencia al sector acuícola, la posición competitiva fue la siguiente:

N°	COMPAÑÍA	INGRESOS (millones USD)
1	Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.	545,05
2	Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	424,38
3	Expalsa Exportadora de Alimentos S.A.	381,42
4	Promarisco S.A.	236,51
5	Salica del Ecuador S.A.	177,86
6	Empacadora Grupo Granmar S.A. Empagran	167,75
7	Empacreci S.A.	164,88
8	Técnica y Comercio de la Pesca C.A. TECOPESCA	142,25
9	PROEXPO, Procesadora y Exportación de Mariscos S.A.	119,66
10	Alimentsa S.A.	100,61

**Tabla 21:** Ranking de empresas por ingresos.  
**Fuente:** Ranking EKOS; **Elaboración:** GlobalRatings

De acuerdo con el Emisor, sus principales competidores a septiembre de 2020 dentro de su segmento competitivo específico fueron:

COMPAÑÍA	INGRESOS (millones USD)
Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.	431,33
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	379,93
Songa C.A.	241,39
Empacadora Grupo Granmar S.A. Empagran	122,50

**Tabla 22:** Ranking de empresas por ingresos.  
**Fuente:** Ranking EKOS; **Elaboración:** GlobalRatings

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS**

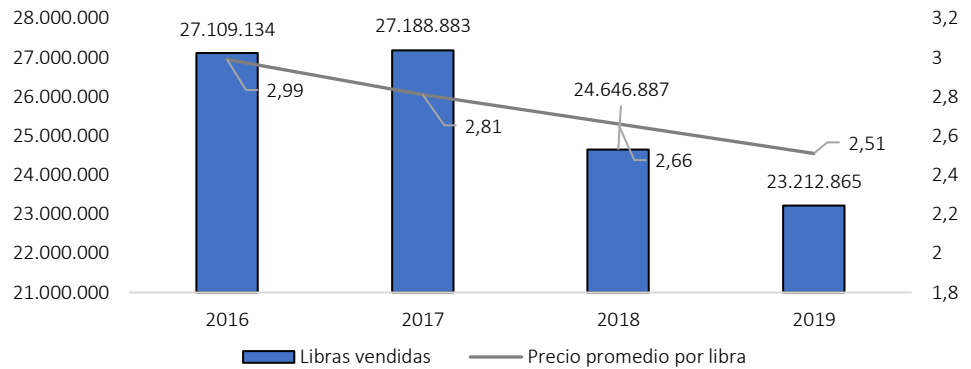
Durante el periodo de estudio, las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 141,39 millones en 2017 a USD 167,75 millones en 2019. A diciembre 2019 los ingresos se compusieron en un 35% por la división empacadora, en 56% por la división balanceados, en 7% por la división camaronera y en 2% por la división de laboratorio. Esta distribución es acertada, ya que permite al Emisor diversificar sus fuentes de ingresos y mantener un comportamiento creciente aún en situaciones menos favorables del entorno.

DIVISIÓN DE PRODUCTOS	2016	2017	2018	2019
División empacadora	60%	54%	45%	35%
División balanceados	37%	41%	50%	56%
División camaronera	1%	2%	2%	7%
División laboratorio	2%	3%	3%	2%

**Tabla 23:** Participación de ingresos por línea de negocio (%).  
**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2017 - 2019; **Elaboración:** GlobalRatings

El comportamiento creciente de las ventas totales se atribuye al comportamiento alcista de los ingresos de la línea de balanceados que se incrementaron en USD 35,30 millones entre 2017 y 2019, pero su efecto positivo fue contrarrestado parcialmente con la caída de las ventas de la división empacadora de USD 18,03 millones en el mismo periodo. El comportamiento al alza de la división de balanceados se atribuye al aumento de la demanda local e internacional, que tienen participaciones sobre el total de ventas de esta división del 81% y 19% respectivamente. De igual forma, la división camaronera, mostró un comportamiento creciente en el 2019 con un incremento de USD 8,74 millones frente al año anterior. Las otras divisiones registraron un comportamiento estable en el periodo analizado.



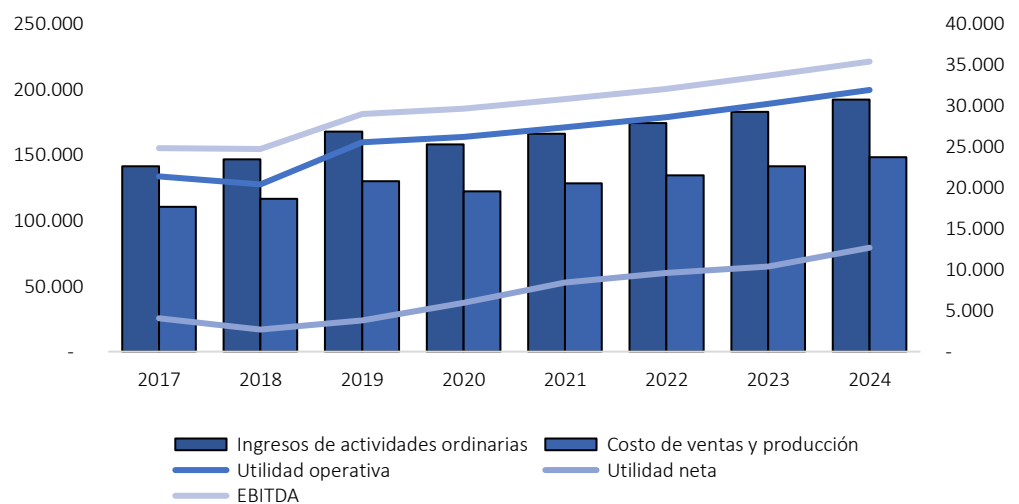


**Gráfico 10:** Libras vendidas vs precio promedio 2016 – 2019 (división empacadora)  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

La caída en ventas de la división empacadora vino dada por una reducción en el precio promedio de la libra exportada, provocando que aún con mayores libras exportadas, se alcancen menores ingresos monetarios para esta división en el año 2017. Sin embargo, para los años 2018 y 2019 se registró una menor venta en volumen de libras, ya que la compañía no compró materia prima a terceros de acuerdo con las condiciones del mercado internacional y fue reemplazada con la creciente demanda de la división de balanceados.

A septiembre de 2020, el precio de la libra de camarón alcanzó un valor de USD 2,31; lo que equivale a una reducción del 10% del valor registrado a septiembre del año anterior (US 2,57). De esta manera, las ventas de la compañía se redujeron en USD 4,45 millones, alcanzando un monto de USD 122,50 millones a septiembre de 2020. Cabe destacar que, el efecto negativo de la caída del precio del camarón fue reducido con el incremento del volumen de libras vendidas que fue un 37% mayor.

Se debe tomar en cuenta que, durante el año 2020, la economía a nivel mundial ha sido afectada por la emergencia sanitaria ocasionada por el COVID-19, reduciéndose el consumo y transporte de mercancías en general. De esta manera, el panorama al cierre del año 2020 es todavía incierto, pero se tienen expectativas de decrecimiento para la mayor parte de sectores de la economía. Puntualmente para EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se estima que la emergencia sanitaria afecte negativamente en el nivel de ingresos por la menor demanda registrado a nivel mundial de sus productos, ya que el camarón no es un alimento de primera necesidad, por lo que se proyectan ingresos por ventas menores en 6% para el cierre del año 2020. Sin embargo, con la recuperación paulatina de la actividad económica y el levantamiento de las restricciones provocadas por el COVID-19 a nivel mundial, se estiman que las ventas continúen con la tendencia creciente que registraron a lo largo del periodo de estudio.



**Gráfico 11:** Estado de Resultados.  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

**GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS**

El costo de ventas presentó una tendencia fluctuante con participaciones alrededor del 77% y 79% sobre las ventas entre el año 2017 y 2019. A pesar de dichas fluctuaciones, se mantuvo históricamente un valor medio del 78% producto de los precios derivados de los mercados internacionales. Para años posteriores, considerando el comportamiento fluctuante pero no superior al 79% del costo de ventas, se proyectó mantener un valor medio del 77% del costo de ventas sobre las ventas, en línea con el comportamiento histórico.

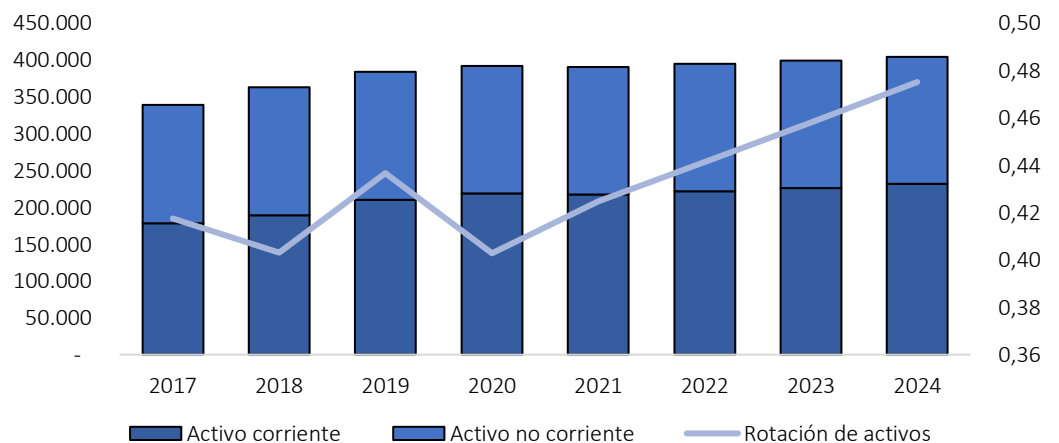
La estructura de gastos operativos de la compañía mostró un comportamiento estable con una participación promedio del 7% sobre el total de ventas entre el año 2017 y 2019. Producto del incremento de las ventas, en el año 2019 los gastos operacionales alcanzaron un máximo histórico en términos monetarios con un monto de USD 12,44 millones. Los esfuerzos de la empresa por mantener este rubro bajo control permiten proyectar un descenso para el 2020, en línea con las medidas de austeridad tomadas por la pandemia, por lo que para años proyectados se espera mantener una participación del gasto operativo menor del 6% sobre las ventas.

Los gastos financieros presentaron históricamente una tendencia creciente tanto en términos porcentuales como monetarios, influenciados por la necesidad de inversión de la compañía en capital de trabajo (mayormente financiados por deuda con costo). De esta manera, el gasto financiero pasó de un monto de USD 16,92 millones en 2017 a USD 22,14 millones en 2019. El control sobre la deuda neta, que mantiene una tendencia proyectada a la baja y sobre todo la sustitución de parte de la deuda con emisiones proyectadas en el mercado de valores permite una baja sostenida del gasto financiero con el consiguiente impacto en la utilidad. En un escenario conservador, se estimó un ingreso descendente en el rubro no operacional de intereses ganados préstamos concedidos a terceros relacionados en el periodo analizado.

Con los antecedentes mencionados, la proyección arroja incrementos moderados pero constantes en la utilidad operativa, en la utilidad neta y en el EBITDA.

**CALIDAD DE ACTIVOS**

El activo de la compañía registró un comportamiento creciente entre el 2017 y 2019, con un crecimiento promedio del 6% por año en el periodo de estudio. Dado el giro de negocio de la compañía, los activos estuvieron compuestos en su mayoría por la cuenta de propiedad, planta y equipo y las cuentas por cobrar que juntas sumaron participaciones de alrededor del 80% de los activos totales. Los rubros de cuentas por cobrar fluctuaron en el periodo de estudio en base al comportamiento de las ventas y se registró la mayor parte de las transacciones a crédito entre compañías relacionadas. Históricamente, el activo estuvo dividido equitativamente entre su porción corriente y no corriente dado el giro de negocio de la compañía.



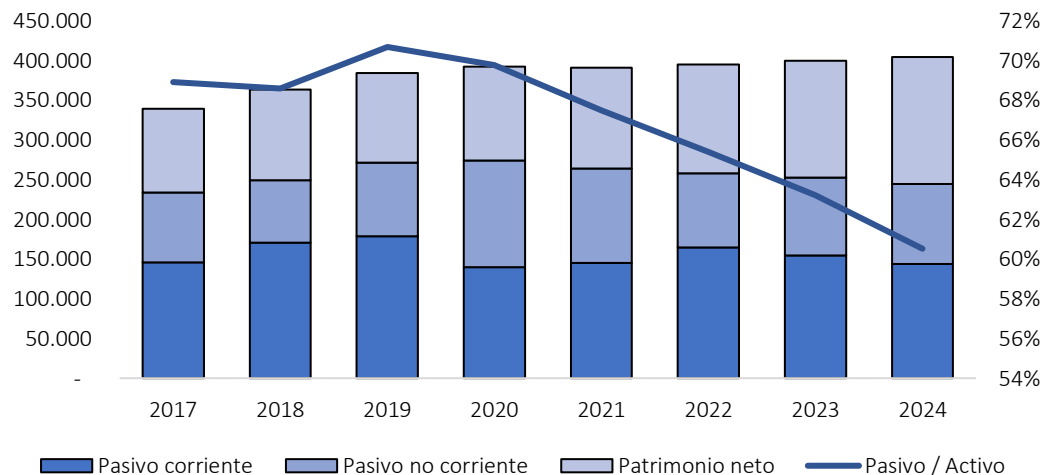
**Gráfico 12:** Evolución del activo.  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

Históricamente, las cuentas por cobrar estuvieron compuestas por porcentajes superiores al 75% por montos pendientes de cobro a compañías relacionadas en el periodo analizado, por lo que las proyecciones estiman dicho comportamiento para los años sucesivos. Al año 2019 las cuentas por cobrar relacionadas fueron de naturaleza comercial en su mayoría por venta de camarón, balanceado, servicios y asesoría. Sin embargo, también existieron otras transacciones de diferente naturaleza relacionadas con movimientos de cuentas por cobrar y cuentas por pagar con el grupo del que la empresa forma parte, destacándose la operación con la empresa TALUM S.A., que mantiene una acreencia con EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, del orden de los USD 42 millones. La proyección asume que estas transacciones mantendrán las cuentas por cobrar a relacionadas dentro de los mismos valores actuales, sin que esto merme de manera alguna la capacidad operativa de la compañía.

La propiedad, planta y equipo tuvo una participación del 42% sobre el total de activos a diciembre 2019 y se proyecta mantener este comportamiento para el periodo comprendido entre 2020 y 2024. En el año 2018, esta cuenta mostró un incremento en USD 47,96 millones por construcciones en curso y a revaluación de terrenos, infraestructuras de camaroneras, edificios e instalaciones. La proyección considera una inversión equivalente a la depreciación anual con el fin de dar mantenimiento y/o hacer adiciones menores a la infraestructura existente.

**ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO**

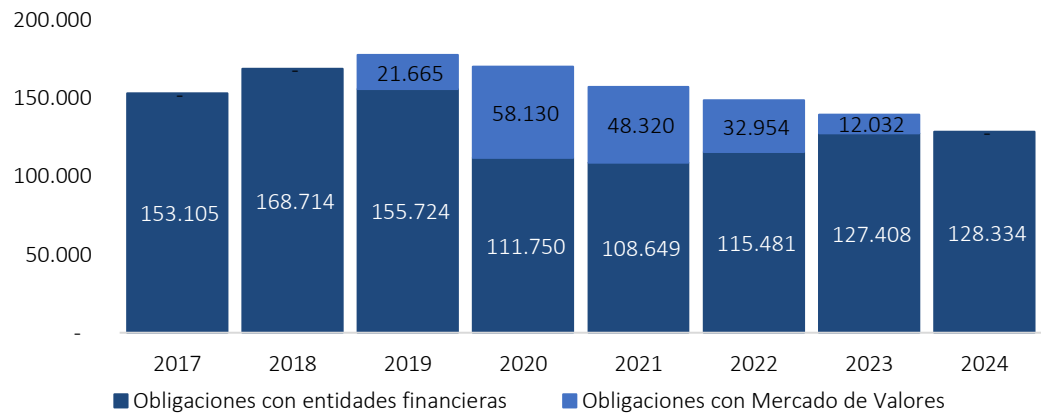
Históricamente, las principales alternativas de fondeo de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en orden de importancia lo constituyeron: entidades financieras, recursos propios, proveedores y el Mercado de Valores. El financiamiento de los activos recibido a través de recursos propios ha sido constante y estable en el periodo de estudio con una participación promedio del 31% sobre el total de activos entre 2017 y 2019, gracias a la reinversión de utilidades y de los aportes de capital realizado por los accionistas.



**Gráfico 13:** Estructura de financiamiento (miles USD).  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

Históricamente, la compañía se ha financiado en su mayoría a través de préstamos con entidades financieras nacionales e internacionales, principalmente ha trabajado con las entidades: Amerra Capital Management LLC., Innovatus Structured Trade Finance S.A.r.l., Banco Bolivariano C.A. y Banco Guayaquil S.A. Entre el año 2017 y 2019, alrededor del 45% de los activos fueron financiados a través de deuda bancaria. Los préstamos con entidades financieras se concentraron en el corto plazo durante el periodo de estudio y, con el paso de los años, esta concentración en los pasivos corrientes se fue acentuando, lo que provocó una necesidad de la compañía de obtener recursos para cumplir con sus obligaciones financieras. Para años proyectados, se espera que la participación de la deuda con entidades financieras se reduzca a consecuencia de la mayor desconcentración hacia nuevas fuentes de fondeo como las Emisiones de Obligaciones en el Mercado de Valores.

El primer y único instrumento que la compañía emitió fue la Primera Emisión de Obligaciones en el año 2019 por un monto de USD 40,00 millones y se logró colocar, a la fecha del presente informe, el 99,90% del monto aprobado. La Primera Emisión de Obligaciones permite reestructurar la deuda, desconcentrándola hacia el largo plazo. Asimismo, con los nuevos instrumentos emitidos durante el año 2020 (Segunda Emisión de Obligaciones y Primer Programa de Papel Comercial) se estima que este tipo de requerimientos de corto plazo serán cancelados progresivamente gracias a estas nuevas fuentes de fondeo durante el periodo comprendido entre el 2020 y 2024. Para los años siguientes, se proyecta un control sobre la deuda de corto y largo plazo con instituciones financieras, balanceándolas con instrumentos del mercado de valores, aprovechando el prestigio de la empresa y consiguiendo una baja paulatina de los gastos financieros.



**Gráfico 14:** Composición financiamiento con terceros (miles USD).  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

Como se mencionó anteriormente, los recursos propios fueron una importante fuente de fondeo de la compañía ya que ayudó al financiamiento del 31% de los activos en el periodo comprendido entre el 2017 y 2019. En lo que respecta al patrimonio neto, parte importante lo constituye el capital suscrito por un monto de USD 90,05 millones (producto del incremento de capital de USD 31,78 millones realizado en el año 2019), los resultados acumulados provenientes de la reinversión de utilidades (USD 16,20 millones) y los aportes a futuras capitalizaciones que fueron frecuentes en la empresa en el periodo analizado. Para las proyecciones, se estima un crecimiento constante del patrimonio neto, principalmente por la política de reinversión de utilidades que espera alcanzar un monto de USD 159,59 millones a diciembre del año 2024.

El financiamiento obtenido de los proveedores de la compañía fue igualmente considerable, al sumar una participación sobre el total de pasivos cercano al 26% históricamente. Esta fuente de fondeo se concentró principalmente en las cuentas por pagar a proveedores no relacionados, con montos siempre superiores a los USD 50,00 millones. En el análisis proyectado, estas cuentas por pagar mantienen la misma composición registrada en el periodo de estudio y su comportamiento va definido en función del nivel de compra de inventario entre el año 2020 y 2024, con una paulatina tendencia positiva en el tiempo.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores, manejando portafolios diversificados en mercados internacionales, mitigando de esta manera el riesgo de concentración. A través de su orientación estratégica pretende mantenerse como líder en el sector en el que desarrolla sus actividades.

**PRESENCIA BURSÁTIL**

Hasta la fecha del presente informe EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, mantiene vigente la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones, así como el Primer Programa de Papel Comercial. La presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

INSTRUMENTOS EMITIDOS	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00038771	40.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004131	20.000.000	Vigente
Primer Programa de Papel Comercial	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004130	6.000.000	Vigente

**Tabla 24:** Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, en circulación en el Mercado de Valores.

INSTRUMENTOS EMITIDOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones	207	76	39.960.754
Segunda Emisión de Obligaciones	13	11	1.673.170
Primer Programa de Papel Comercial	59	8	284.730

**Tabla 25:** Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

**SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Con fecha 11 de mayo de 2020, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 20.000.000. La Emisión fue dividida en dos clases, la Clase B y Clase C y fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 15 de julio de 2020 mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00004131. El 21 de agosto de 2020, el agente colocador inició con la oferta de valores y para el 3 de septiembre de 2020 se encontró colocado un monto de USD 1.673.170 es decir, el 8,37% del monto total aprobado y cuenta hasta abril del año 2021 para colocar el resto de la Emisión.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

**SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Monto de la emisión	USD 20.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	<b>CLASES</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>
	B	10.000.000	1.080 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	C	10.000.000	1.440 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
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.					
Valor nominal	USD 1,00					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					

**SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil
Rescates anticipados	La presente Emisión de Obligaciones no contempla rescates anticipados.
Underwriting	La presente emisión no contempla contrato de underwriting.
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>
Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>
Garantía específica	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> </ul>

**Tabla 26:** Características del instrumento

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

El Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señala que el Emisor deberá establecer, de manera obligatoria, ciertas medidas orientadas a mantener el valor de la Garantía General, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y resguardos de Ley, obligaciones adicionales, límite de endeudamiento y garantía específica.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte septiembre 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/pasivos de 1,39.	<b>CUMPLE</b>
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora, no se han repartido dividendos.	<b>CUMPLE</b>
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos menos deducciones sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 30 de septiembre de 2020, la compañía presentó un monto de activos menos deducciones de USD 173,71 millones, con lo que ofrece una cobertura de 3,76 veces sobre el total de emisiones en circulación, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	<b>CUMPLE</b>

**Tabla 27:** Cumplimiento de garantías y resguardos;

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



LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
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.	Con corte septiembre de 2020, los pasivos con costo fueron equivalentes al 44% de los activos totales de la compañía.	<b>CUMPLE</b>

**Tabla 28:** Cumplimiento de límite de endeudamiento;  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

OBLIGACIONES ADICIONALES	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
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.	A la fecha del presente informe, no se han reportado incumplimientos de dicha naturaleza con el Representante de Obligacionistas.	<b>CUMPLE</b>

**Tabla 29:** Cumplimiento de obligaciones adicionales;  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

GARANTÍAS ESPECÍFICA	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
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.	Con corte septiembre 2020, continuó vigente la garantía específica de Fianza Solidaria, y no ha sido requerida su ejecución ya que se han cumplido con las obligaciones emanadas de la Emisión.	<b>CUMPLE</b>

**Tabla 30:** Cumplimiento de garantías específica;  
**Fuente:** EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN; **Elaboración:** GlobalRatings

La Garantía Específica consiste en una Fianza Solidaria otorgada por Industria Nacional de Ensamblajes S.A. INNACENSA para garantizar el pago a los obligacionistas de la Segunda Emisión de Obligaciones, lo que conlleva a analizar la posición financiera de dicha compañía. Industria Nacional de Ensamblajes S.A. INNACENSA al 31 de octubre de 2020 contó con un monto de activos totales de USD 63,28 millones compuestos por: cuentas por cobrar en un 91%, propiedad y planta y equipo en 4%. Asimismo, mantuvo un monto de efectivo y equivalentes de USD 423 mil a octubre de 2020. Del total de activos, un monto de USD 60,02 millones corresponden a activos libres de gravamen, los cuales ofrecen una cobertura de 3,00 veces sobre el monto total aprobado de la Segunda Emisión de Obligaciones. La compañía contó con pasivos por un monto de USD 52,41 millones compuestos por: obligaciones bancarias en un 39% y cuentas por pagar en 29%. El patrimonio neto alcanzó un monto de USD 10,88 millones, incluyendo un capital social de USD 7,51 millones y pérdidas netas del ejercicio de USD 3,96 millones. La pérdida neta registrada a octubre de 2020 se atribuye a la pandemia y a la crisis sanitaria ocasionada a partir de ésta, con la cual se ha reducido el consumo de las personas en la economía, no obstante, es importante mencionar que la pandemia es un factor exógeno al Garante que ha afectado al sector comercial en su conjunto y a la economía en general. Ya que el Garante pertenece a un Grupo sólido de compañías y al demostrar solvencia y resultados consistentes en el tiempo; se espera que pueda recuperarse paulatinamente con el paso de la crisis.

A la fecha del presente informe se encuentra colocado el 8,37% del monto total aprobado y cuenta hasta abril de 2021 para colocar el resto de la Emisión. Las siguientes tablas de amortización se basan en el monto real colocado a la fecha:

N°	CLASE B	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	3/12/2020	673	56	13	70	617
2	3/3/2021	617	56	12	68	561
3	3/6/2021	561	56	11	67	505
4	3/9/2021	505	56	10	66	449

N°	CLASE B	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
5	3/12/2021	449	56	9	65	393
6	3/3/2022	393	56	8	64	337
7	3/6/2022	337	56	7	63	280
8	3/9/2022	280	56	6	62	224
9	3/12/2022	224	56	4	61	168
10	3/3/2023	168	56	3	59	112
11	3/6/2023	112	56	2	58	56
12	3/9/2023	56	56	1	57	0

**Tabla 31:** Amortización Clase B (miles USD)

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

N°	CLASE C	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	21/11/2020	1.000	63	20	83	938
2	21/2/2021	938	63	19	81	875
3	21/5/2021	875	63	18	80	813
4	21/8/2021	813	63	16	79	750
5	21/11/2021	750	63	15	78	688
6	21/2/2022	688	63	14	76	625
7	21/5/2022	625	63	13	75	563
8	21/8/2022	563	63	11	74	500
9	21/11/2022	500	63	10	73	438
10	21/2/2023	438	63	9	71	375
11	21/5/2023	375	63	8	70	313
12	21/8/2023	313	63	6	69	250
13	21/11/2023	250	63	5	68	188
14	21/2/2024	188	63	4	66	125
15	21/5/2024	125	63	3	65	63
16	21/8/2024	63	63	1	64	0

**Tabla 32:** Amortización Clase C (miles USD)

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

Las tablas de amortización en el supuesto de que se coloque la totalidad de la Emisión son las siguientes:

N°	CLASE B	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	3/12/2020	10.000	833	200	1.033	9.167
2	3/3/2021	9.167	833	183	1.017	8.333
3	3/6/2021	8.333	833	167	1.000	7.500
4	3/9/2021	7.500	833	150	983	6.667
5	3/12/2021	6.667	833	133	967	5.833
6	3/3/2022	5.833	833	117	950	5.000
7	3/6/2022	5.000	833	100	933	4.167
8	3/9/2022	4.167	833	83	917	3.333
9	3/12/2022	3.333	833	67	900	2.500
10	3/3/2023	2.500	833	50	883	1.667
11	3/6/2023	1.667	833	33	867	833
12	3/9/2023	833	833	17	850	0

**Tabla 33:** Amortización Clase B (miles USD)

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

N°	CLASE C	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	21/11/2020	10.000	625	200	825	9.375
2	21/2/2021	9.375	625	188	813	8.750
3	21/5/2021	8.750	625	175	800	8.125
4	21/8/2021	8.125	625	163	788	7.500
5	21/11/2021	7.500	625	150	775	6.875
6	21/2/2022	6.875	625	138	763	6.250
7	21/5/2022	6.250	625	125	750	5.625
8	21/8/2022	5.625	625	113	738	5.000
9	21/11/2022	5.000	625	100	725	4.375
10	21/2/2023	4.375	625	88	713	3.750
11	21/5/2023	3.750	625	75	700	3.125
12	21/8/2023	3.125	625	63	688	2.500
13	21/11/2023	2.500	625	50	675	1.875
14	21/2/2024	1.875	625	38	663	1.250
15	21/5/2024	1.250	625	25	650	625
16	21/8/2024	625	625	13	638	0

**Tabla 34:** Amortización Clase C (miles USD)  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

**ACTIVOS DEPURADOS**

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 30 de septiembre de 2020, la compañía mantuvo un total de activos de USD 392,50 millones, de los cuales USD 173,71 millones fueron activos depurados.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 30 de septiembre de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que, "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 conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias."

ACTIVOS DEPURADOS	MONTO USD
<b>Activo Total (USD)</b>	<b>392.504.489</b>
(-) Activos o impuestos diferidos	1.254.816
(-) Activos gravados.	39.252.690
Inventarios	10.572.814
Terrenos y edificios	14.501.928
Maquinarias y equipos	14.177.948
(-) Activos en litigio	55.588
(-) Gastos anticipados	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	102.748.472
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.	65.193.497
(-) Avales bancarios	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	10.288.677
<b>Total activos depurados</b>	<b>173.710.750</b>
Obligaciones en circulación	46.233.170
<b>Activos depurados / Obligaciones en circulación</b>	<b>3,76</b>

**Tabla 35:** Activos depurados (USD).

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

Una vez determinado lo expuesto en la tabla anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 173,71 millones, siendo la relación entre activos depurados y monto de obligaciones en circulación igual a 3,76 veces; cumpliendo así lo determinado en la normativa. Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de septiembre de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 0,62 veces sobre las demás obligaciones del Emisor, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, así como de los valores que mantiene en circulación, representan el 20,37% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2020 y el 40,74% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	30 DE SEPTIEMBRE DE 2020
Patrimonio	113.491.107
200% patrimonio	226.982.214
Saldo Primera Emisión de Obligaciones	38.560.000
Saldo Segunda Emisión de Obligaciones	1.673.170
Saldo Primer Papel Comercial	6.000.000
Total emisiones en circulación	46.233.170
<b>Total emisiones/200% patrimonio</b>	<b>20,37%</b>

**Tabla 36:** 200% patrimonio (USD)

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

## PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

## PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas para la mayor parte de sectores a nivel nacional.

Es importante mencionar que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. procedió a estresar las proyecciones realizadas por la compañía con la idea de analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas a las proyectadas. De esta manera se proyectó un escenario estresado con menores ventas y mayores gastos operativos a los registrados en el estudio histórico. Para las proyecciones se utilizó un escenario conservador, considerando la tendencia negativa que se prevé para la mayor parte de sectores de la economía a nivel nacional y el comportamiento del precio del plomo en el mercado internacional. Por estos factores, para el cierre del año 2020 se estima que el nivel de ingresos será menor en un 6% y con el paso de los años se espera un aumento paulatino del nivel de ventas del 5% por año hasta el 2024. La participación del costo de ventas presentó un comportamiento fluctuante alrededor del 77% y 79%, de manera que se utilizó un porcentaje medio del 77% para el periodo proyectado. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CRITERIO
	Actual			Proyectado					
Ingresos de actividades ordinarias	141.390	146.387	167.749	-6%	5%	5%	5%	5%	
Costo de ventas y producción	78%	79%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77% Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2% Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	14%	18%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18% Porcentaje sobre ventas
Provisiones	11%	7%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	8% Porcentaje sobre C x C
Inventarios	23%	16%	12%	18%	18%	18%	18%	18%	18% Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	46%	45%	40%	48%	48%	48%	48%	48%	48% Porcentaje sobre Costo Ventas

**Tabla 37:** Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

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

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera presentó un comportamiento creciente siguiendo el incremento de crédito a clientes para hacer frente a las demandas del mercado. Para las proyecciones se estima mantener un valor alrededor del 18% de la cartera sobre las ventas. El rubro de inventarios mostró un comportamiento decreciente frente a su participación sobre las compras al pasar del 23% al 12%. Para las proyecciones, se estimó mantener un valor medio al histórico del 18% considerando la nueva demanda del mercado y la rotación de inventario registrada durante el año 2020. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una concentración en el corto plazo. Las proyecciones realizadas contemplan las colocaciones de la Segunda Emisión de Obligaciones y del Primer Programa de Papel Comercial entre lo que falta del año 2020 y el 2021. Asimismo, se considera la sustitución de los pasivos con entidades financieras y el incremento del financiamiento a través de recursos propios.

## ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	Tipo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		Actual			Proyectado				
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	1,23	1,11	1,18	1,57	1,50	1,35	1,46	1,61
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,62	0,68	0,66	0,51	0,55	0,64	0,61	0,59
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,69	0,69	0,71	0,70	0,67	0,65	0,63	0,61
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,66	0,68	0,65	0,62	0,60	0,57	0,55	0,52
Deuda LP / Activos Totales	S	0,20	0,17	0,19	0,29	0,25	0,18	0,19	0,20
EBITDA / Gastos Financieros	S	1,46	1,31	1,31	1,60	1,91	2,05	2,08	2,45
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,15	0,14	0,15	0,17	0,16	0,16	0,17	0,17
Margen Bruto / Ventas	R	0,22	0,21	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,04	0,02	0,03	0,05	0,07	0,07	0,14	0,08

**Tabla 38:** Índices financieros reales y proyectados.

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

### LIQUIDEZ

En el caso de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, el índice de liquidez siempre fue superior a la unidad en el periodo de estudio, manteniendo un valor promedio de 1,17. Como se mencionó anteriormente, los pasivos de la compañía se concentraron en el corto plazo y, con el paso de los años, esta concentración se fue acentuando, lo que provocó una mayor necesidad de la compañía de obtener recursos para cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, los activos de corto plazo para hacer frente a las obligaciones corrientes se concentraron en cuentas por cobrar e inventarios, siendo estos activos liquidables de lapsos acotados. Para años posteriores se espera mantener esta misma tendencia con un incremento en el indicador de liquidez por las colocaciones en el Mercado de Valores y el incremento del patrimonio neto a lo largo de los años.

Cabe recalcar que, con las nuevas emisiones en el Mercado de Valores para el año 2020, la relación de pasivos corrientes sobre pasivos totales se reduce con la reestructuración de obligaciones financieras, dándole a la compañía una mayor liquidez y holgura para hacer frente con sus obligaciones de corto plazo. Conforme dichas obligaciones se amortizan en el tiempo, dicho indicador retoma los niveles normales registrados históricamente.

### ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía se encuentra bien capitalizada que se evidencia en que alrededor de un tercio de los activos fueron financieros a través de recursos propios, lo que permite un amplio margen de maniobra en el caso de ser necesario para poder cubrir las obligaciones. A partir del año

2020, se estima que la relación de pasivos totales sobre activos totales se reduzca con la reinversión de utilidades y la reestructuración de sus pasivos.

La deuda financiera tiene valores altos frente al total de pasivos, fundamentalmente debido a la estrategia de la compañía de fondearse primordialmente con entidades financieras, lo que permite plazos amplios de pago y tasas fijas de interés a las que se contrae la deuda. De esta forma, se consigue que la deuda de largo plazo represente tan solo alrededor del 20% de los activos, permitiendo disponer de tiempo para aunar recursos en caso de requerirse. Ambos indicadores proyectan mantenerse de acuerdo con el histórico entre el año 2020 y 2024.

Dada la estabilidad de los resultados por la estructura estable de gastos, el comportamiento del EBITDA fue estable y la cobertura que presentó sobre los gastos financiero fue suficiente, a pesar de mantener una tendencia positiva, con valores superiores a la unidad. Dicho comportamiento planea mantenerse positivo para las proyecciones y con la mejora de los resultados en el tiempo, se estima que la cobertura del EBITDA mejore año tras año.

### RENTABILIDAD

El Emisor, por su estructura de gastos flexible, se ha podido mantener estabilidad en sus resultados a pesar de las condiciones cambiantes del sector con el precio de la libra del camarón decreciente y el alto volumen de producción. Logrando que el margen bruto y la utilidad operativa oscilen alrededor del 20% y el 15% de las ventas respectivamente, por lo que se estima el mismo comportamiento a futuro.

Mismo comportamiento se registra en la rentabilidad sobre el patrimonio, ya que la utilidad neta mantuvo valores positivos con montos superiores a los USD 2,50 millones logrando indicadores de ROE en promedio del 3%, lo que indica la capacidad de la compañía para generar resultados modestos y positivos en el tiempo.

### INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual			Proyectado				
Obligaciones con entidades financieras CP	84.509	106.035	103.974	41.101	38.168	54.573	50.574	48.334
Obligaciones emitidas CP	-	-	821	15.366	20.922	20.922	12.032	-
Obligaciones con entidades financieras LP	68.596	62.679	51.750	70.649	70.481	60.908	76.834	80.000
Obligaciones emitidas LP	-	-	20.844	42.764	27.398	12.032	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.825	4.947	2.897	1.515	1.615	1.242	1.253	1.559
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-
	145.279	163.768	174.492	168.365	155.354	147.193	138.187	126.776

Tabla 39: Evolución deuda neta (miles USD).

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

Los valores de deuda neta registrados históricamente, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo; presentaron una tendencia creciente debido al incremento de las obligaciones financieras y a la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores durante el año 2019. Asimismo, por esta razón también se registró un incremento constante del Servicio de Deuda entre el año 2017 y 2019, lo que evidencia la necesidad creciente de la compañía por recursos para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. No obstante, con los nuevos instrumentos en el Mercado de Valores, la Segunda Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Papel Comercial, se estima una reestructuración de la deuda con la sustitución de pasivos bancarios y una reestructuración hacia el largo plazo, lo que espera provocar una reducción paulatina tanto para la Deuda Neta como para el Servicio de Deuda entre el año 2020 y 2024.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual			Proyectado				
Deuda Neta	145.279	163.768	174.492	168.365	155.354	147.193	138.187	126.776
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	25.690	(55.806)	(3.857)	5.420	16.313	11.382	12.140	14.454
Necesidad Operativa de Fondos	(6.108)	(7.209)	(7.810)	(5.857)	(12.554)	(13.182)	(13.841)	(14.533)
Años de Pago con EBITDA (APE)	5,9	6,6	6,0	5,7	5,0	4,6	4,1	3,6
Años de Pago con FLE (APF)	5,7	-	-	31,1	9,5	12,9	11,4	8,8
Servicio de Deuda (SD)	9.097	98.406	125.279	121.834	70.957	73.512	90.426	75.504
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	2,72	0,25	0,23	0,24	0,43	0,44	0,37	0,47

Tabla 40: Evolución de indicadores.

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

La generación de flujo operativo de la compañía tuvo valores negativos en los años 2018 y 2019 como consecuencia de un mayor efectivo usado para el pago a proveedores en ambos periodos. No obstante, dicho comportamiento se debe al giro normal del negocio de la compañía y se financian los pagos de diversas fuentes como: aportes de accionistas, efectivo en caja o deuda financiera. Para años proyectados, con los recursos captados con la colocación de los instrumentos en el Mercado de Valores que se destinarán a capital de trabajo, se espera valores positivos de este indicador para el periodo comprendido entre 2020 y 2024.

El indicador de Necesidad Operativa de Fondos mantuvo valores negativos en todo el periodo histórico, como consecuencia del giro normal de negocio de la compañía. Esto demuestra la capacidad que tiene la compañía para cubrir sus gastos operativos y desarrollar su actividad normal de negocio, al no necesitar de recursos adicionales para realizarlo ya que cuenta con un apalancamiento importante con proveedores. A futuro se espera mantener dicha tendencia, ya que forma parte de la estrategia y giro de negocio del Emisor, manteniendo valores negativos entre el año 2020 y 2024.

Los Años de Pago con EBITDA mantuvieron valores constantes entre el año 2017 y 2019, coherentes con los resultados operativos alcanzados y el comportamiento del EBITDA. No obstante, para las proyecciones se espera un paulatino decrecimiento de este indicador a consecuencia de los mayores resultados proyectados.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro evidencia que la cobertura del servicio de la deuda se vio reducida en función del incremento de la deuda con costo. Se prevé un comportamiento estable frente a los valores registrados entre el 2018 y 2019, con valores en promedio del 0,37 hasta el año 2024.

## CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

## 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 pertenece y a la economía en general.*

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

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación 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.

El Informe de Calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)  
Gerente General



**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	SEPTIEMBRE 2019	SEPTIEMBRE 2020
	Actual			Proyectado					Interanual	
<b>ACTIVO</b>	<b>338.733</b>	<b>363.116</b>	<b>384.110</b>	<b>392.242</b>	<b>390.633</b>	<b>394.725</b>	<b>399.278</b>	<b>404.203</b>	<b>376.215</b>	<b>392.504</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>178.669</b>	<b>188.930</b>	<b>209.941</b>	<b>218.607</b>	<b>217.156</b>	<b>221.488</b>	<b>226.367</b>	<b>231.711</b>	<b>203.236</b>	<b>216.797</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.825	4.947	2.897	3.954	(2.227)	(2.792)	(2.983)	(2.889)	1.629	911
Documentos y cuentas por cobrar cliente	19.199	26.655	28.798	27.808	29.198	30.658	32.191	33.801	30.948	30.374
Documentos y cuentas por cobrar cliente	56.253	84.164	115.115	117.417	119.766	122.161	124.604	127.096	108.277	116.943
Inventarios	25.688	18.846	15.842	21.956	23.053	24.206	25.416	26.687	16.119	24.103
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>160.063</b>	<b>174.186</b>	<b>174.169</b>	<b>173.636</b>	<b>173.477</b>	<b>173.237</b>	<b>172.911</b>	<b>172.492</b>	<b>172.979</b>	<b>175.708</b>
Propiedades, planta y equipo	110.429	118.095	119.445	121.834	124.271	126.756	129.291	131.877	160.020	160.576
(-) Depreciación acumulada propiedades,	(49.272)	(45.978)	(49.437)	(51.908)	(54.504)	(57.229)	(60.091)	(63.095)	-	-
Documentos y cuentas por cobrar cliente	36.829	2.616	3.643	3.193	3.193	3.193	3.193	3.193	2.895	3.193
Inversiones en subsidiarias	9.089	9.089	10.289	10.289	10.289	10.289	10.289	10.289	9.089	10.289
<b>PASIVO</b>	<b>233.355</b>	<b>249.042</b>	<b>271.456</b>	<b>273.644</b>	<b>263.636</b>	<b>258.150</b>	<b>252.356</b>	<b>244.610</b>	<b>260.088</b>	<b>279.013</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>145.650</b>	<b>170.398</b>	<b>178.584</b>	<b>139.432</b>	<b>144.958</b>	<b>164.411</b>	<b>154.723</b>	<b>143.811</b>	<b>189.935</b>	<b>190.390</b>
Cuentas y documentos por pagar no relac	50.995	52.711	52.449	58.060	60.963	64.012	67.212	70.573	58.940	63.905
Cuentas y documentos por pagar relacior	2.345	1.963	10.058	13.622	13.622	13.622	13.622	13.622	1.299	13.622
Obligaciones con entidades financieras Cf	84.509	106.035	103.974	41.101	38.168	54.573	50.574	48.334	123.319	106.105
Obligaciones emitidas CP	-	-	821	15.366	20.922	20.922	12.032	-	-	-
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>87.705</b>	<b>78.644</b>	<b>92.872</b>	<b>134.212</b>	<b>118.678</b>	<b>93.740</b>	<b>97.633</b>	<b>100.799</b>	<b>70.153</b>	<b>88.624</b>
Obligaciones con entidades financieras LF	68.596	62.679	51.750	70.649	70.481	60.908	76.834	80.000	48.743	67.672
Cuentas y documentos por pagar relacior	13.509	5.087	9.637	10.158	10.158	10.158	10.158	10.158	8.338	10.158
Obligaciones emitidas LP	-	-	20.844	42.764	27.398	12.032	-	-	-	-
Provisiones por beneficios a empleados LI	5.600	6.164	5.991	5.991	5.991	5.991	5.991	5.991	6.298	6.143
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>105.377</b>	<b>114.074</b>	<b>112.654</b>	<b>118.599</b>	<b>126.997</b>	<b>136.575</b>	<b>146.922</b>	<b>159.593</b>	<b>116.127</b>	<b>113.491</b>
Capital suscrito o asignado	58.269	58.269	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054	58.269	90.054
Aportes para futuras capitalizaciones	23.684	31.784	-	-	-	-	-	-	31.784	-
Superávit por revaluación	11.646	87.867	87.514	87.514	87.514	87.514	87.514	87.514	11.646	11.293
Ganancias o pérdidas acumuladas	5.727	7.306	4.903	8.676	14.621	23.019	32.597	42.945	9.728	8.299
Ganancia o pérdida neta del periodo	4.081	2.690	3.774	5.945	8.398	9.578	10.347	12.671	2.053	837

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	SEPTIEMBRE 2019	SEPTIEMBRE 2020
	Actual			Proyectado					Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	141.390	146.387	167.749	158.000	165.900	174.195	182.904	192.050	126.944	122.495
Costo de ventas y producción	110.372	116.269	129.773	121.976	128.074	134.478	141.202	148.262	101.704	99.929
<b>Margen bruto</b>	<b>31.019</b>	<b>30.118</b>	<b>37.976</b>	<b>36.024</b>	<b>37.825</b>	<b>39.716</b>	<b>41.702</b>	<b>43.787</b>	<b>25.240</b>	<b>22.566</b>
(-) Gastos de administración	(6.187)	(6.046)	(8.545)	(6.710)	(7.170)	(7.629)	(7.835)	(8.040)	(5.971)	(5.475)
(-) Gastos de ventas	(3.487)	(3.680)	(3.891)	(3.160)	(3.318)	(3.484)	(3.658)	(3.841)	(2.841)	(3.370)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>21.344</b>	<b>20.391</b>	<b>25.540</b>	<b>26.154</b>	<b>27.337</b>	<b>28.603</b>	<b>30.209</b>	<b>31.906</b>	<b>16.428</b>	<b>13.721</b>
(-) Gastos financieros	(16.922)	(18.843)	(22.141)	(18.554)	(16.105)	(15.664)	(16.184)	(14.456)	(16.898)	(15.559)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	2.844	3.763	4.006	1.367	1.435	1.507	1.582	1.661	3.691	3.152
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>7.267</b>	<b>5.311</b>	<b>7.405</b>	<b>8.967</b>	<b>12.667</b>	<b>14.446</b>	<b>15.607</b>	<b>19.111</b>	<b>3.221</b>	<b>1.314</b>
(-) Participación trabajadores	(1.090)	(797)	(1.111)	(1.345)	(1.900)	(2.167)	(2.341)	(2.867)	(483)	(197)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>6.177</b>	<b>4.514</b>	<b>6.294</b>	<b>7.622</b>	<b>10.767</b>	<b>12.279</b>	<b>13.266</b>	<b>16.245</b>	<b>2.737</b>	<b>1.117</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(2.095)	(1.824)	(2.521)	(1.677)	(2.369)	(2.701)	(2.919)	(3.574)	(684)	(279)
<b>Utilidad neta</b>	<b>4.081</b>	<b>2.690</b>	<b>3.774</b>	<b>5.945</b>	<b>8.398</b>	<b>9.578</b>	<b>10.347</b>	<b>12.671</b>	<b>2.053</b>	<b>837</b>
EBITDA	24.786	24.708	29.001	29.615	30.798	32.064	33.670	35.367	19.023	16.699

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual			Proyectado				
Flujo Actividades de Operación	25.690	(55.806)	(3.857)	5.420	16.313	11.382	12.140	14.454
Flujo Actividades de Inversión	(27.335)	(6.078)	(2.604)	(3.378)	(3.302)	(3.221)	(3.134)	(3.042)
Flujo Actividades de Financiamiento	1.823	59.005	4.411	(3.424)	(12.911)	(8.534)	(8.995)	(11.106)
<b>Saldo Inicial de Efectivo</b>	<b>7.647</b>	<b>7.825</b>	<b>4.947</b>	<b>2.897</b>	<b>1.515</b>	<b>1.615</b>	<b>1.242</b>	<b>1.253</b>
Flujo del periodo	178	(2.879)	(2.050)	(1.382)	100	(373)	11	305
<b>Saldo Final de efectivo</b>	<b>7.825</b>	<b>4.947</b>	<b>2.897</b>	<b>1.515</b>	<b>1.615</b>	<b>1.242</b>	<b>1.253</b>	<b>1.559</b>

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

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

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

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