

**CALIFICACIÓN:**

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

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen 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, del respectivo Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

**CONTACTO**

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

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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Tercera Emisión de Obligaciones de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en comité No. 157-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de junio de 2021; 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 diciembre de 2020 y abril de 2021 (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 31 de mayo de 2021 por un monto de hasta USD 20.000.000,00).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector camaronero creció de manera consistente durante los últimos años, con el Ecuador como uno de los principales actores dentro de la cadena de valor internacional. Dada la situación actual, existe amplia incertidumbre con respecto al comportamiento de este sector a nivel mundial, considerando que el precio internacional del camarón ecuatoriano se contrajo debido al deterioro de la demanda. La demanda de los mercados principales a los que atiende la compañía presentó cambios tras las restricciones implementadas y la contracción de la capacidad adquisitiva a nivel mundial. Las ventas a China se vieron afectadas durante 2020 debido a un menor consumo y a restricciones a la compra de camarón ecuatoriano. Los mercados de Estados Unidos y Europa anticiparon una reducción en el precio del camarón e incrementaron el stock durante los primeros meses de la pandemia, comportamiento que se ralentizó a raíz de la evolución de la pandemia y su efecto sobre el consumo, considerando que el camarón no es un producto de primera necesidad. A medida en que los distintos países reabren los mercados, la demanda de camarón ha empezado a dinamizarse, comportamiento que se prevé continúe en el corto y mediano plazo.
- La compañía pertenece a un grupo empresarial con una importante presencia nacional e internacional en diversos sectores económicos y varios rubros de negocio, lo que le ha permitido contar con una vasta trayectoria, respaldo y prestigio que potencia el buen funcionamiento de la compañía. Asimismo, la compañía forma parte de las 10 principales compañías más grandes del sector acuícola lo que evidencia el posicionamiento que mantiene tanto a nivel nacional como internacional.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se administra a través de cuatro diferentes divisiones que abarcan el ciclo completo de la producción de camarón, desde el laboratorio de reproductores a la finca, incluyendo la producción de balanceados y el posterior empaque para la exportación. De esta manera la compañía es autosustentable en toda la cadena de producción sin que existan riesgos no controlables en este proceso. Esto obliga a la empresa a hacer mayor énfasis en la trazabilidad de los procesos.
- La compañía cuenta con un Directorio establecido en los estatutos sociales, que constituye el máximo órgano administrativo, y 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.
- Las ventas de la compañía presentaron una recuperación para abril de 2021, tras la caída que experimentaron en 2020 debido a las condiciones de mercado. Si bien las perspectivas de reactivación de los mercados internacionales son favorables, las fluctuaciones de los precios del camarón, que presentaron un comportamiento a la baja durante el último año, generan volatilidad en el margen bruto y, consecuentemente, en los resultados. No obstante, la compañía ha presentado resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa y a las decisiones estratégicas de la compañía.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece un límite de endeudamiento mediante el cual la compañía se compromete a mantener durante el periodo de la 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. Además, la presente Emisión está respaldada por una garantía específica consistente en una Fianza Solidaria otorgada por Nuevo Rancho S.A. Nuransa, la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, producto de la presente Emisión de Obligaciones.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN provienen de cuatro líneas de negocio que abarcan todas las instancias de producción de camarón, desde la fertilización de las hembras y la obtención de la larva, hasta el camarón ya empacado, cubriendo todas las etapas del proceso de producción y comercialización. Existe integración entre las cuatro divisiones de negocio, que consiste principalmente en la transferencia de materias primas que se desarrollan y producen internamente. Las ventas totales de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantuvieron un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, que se atribuye al aumento de los ingresos de la línea de balanceados, que se comercializa en mercados acuicultores de Ecuador, Panamá y Colombia, que presentaron una demanda creciente durante el periodo. Por su parte, las ventas de la división empacadora cayeron en función de la disminución sostenida del precio promedio de la libra de camarón ecuatoriano en el mercado internacional, comportamiento que se acentuó durante la pandemia del Covid-19. Por esta razón, el margen bruto se redujo al término de 2020 y para abril de 2021, y, pese a la flexibilidad de la estructura operativa, los resultados del periodo se vieron deteriorados. Para abril de 2021, la compañía registró ingresos no operacionales extraordinarios, correspondientes a la transacción de venta de acciones que mantenía en la compañía Camaronera Grupo Granmar S.A. Granma. La compañía presentó resultados consistentemente positivos, generando retornos favorables sobre el activo y el patrimonio, así como una cobertura adecuada sobre los gastos financieros.

Los valores de deuda neta registrados históricamente presentaron una tendencia creciente debido al incremento de las obligaciones financieras y a la colocación de los distintos instrumentos aprobados en el Mercado de Valores, lo que permitió financiar la necesidad operativa de fondos, así como el incremento en las cuentas por cobrar relacionadas. Debido a que la deuda se concentró históricamente en el corto plazo, se registró un incremento en el servicio de la deuda entre el año 2017 y 2019, lo que generó la necesidad creciente de recursos para hacer frente a los vencimientos de las obligaciones en el corto plazo y a reestructurar los pasivos financieros, principalmente mediante recursos provenientes del Mercado de Valores. No obstante, la posición de liquidez de la compañía se ha visto favorecida por el incremento en las cuentas por cobrar comerciales y relacionadas, así como por el mantenimiento de la planta de balanceados como activo disponible para la venta. La generación de flujo operativo de la compañía presentó una mejora al término de 2020, producto principalmente del incremento en los pasivos con proveedores que permitieron financiar parte de las cuentas por cobrar originadas durante el periodo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ABRIL 2020	ABRIL 2021
	REAL	REAL	REAL	PRELIMINAR	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	INTERANUAL	INTERANUAL
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	141.390	146.387	167.749	153.741	159.122	179.808	188.799	198.239	208.151	218.558	48.959	52.479
Utilidad operativa (miles USD)	21.344	20.391	25.540	14.519	16.675	23.358	24.282	25.233	26.495	27.819	7.432	3.798
Utilidad neta (miles USD)	4.081	2.690	3.774	749	1.859	3.276	3.805	4.831	6.377	7.733	1.051	541
EBITDA (miles USD)	25.105	25.071	29.412	18.597	20.753	27.436	28.360	29.311	30.573	31.898	8.666	5.254
Deuda Neta (miles USD)	145.279	163.768	175.492	179.277	183.774	175.599	170.724	164.804	162.213	156.989	160.976	179.932
Flujo Libre de Efectivo (FLE) (miles USD)	25.690	(55.806)	(3.857)	7.179	13.920	10.575	7.275	8.320	4.992	7.624	14.094	4.098
Necesidad Operativa de Fondos (miles USD)	(6.108)	(7.209)	(7.810)	(7.935)	(16.389)	(20.730)	(21.664)	(22.646)	(18.783)	(16.225)	(4.938)	(11.367)
Servicio de Deuda (SD) (miles USD)	143.942	98.406	125.279	121.289	135.310	136.242	129.227	117.898	121.789	112.461	123.620	102.715
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	0,17	0,25	0,23	0,15	0,15	0,20	0,22	0,25	0,25	0,28	0,21	0,15
Capital de Trabajo (miles USD)	33.019	18.531	31.357	22.365	14.756	17.938	31.590	28.058	41.945	51.569	39.261	4.532
ROE	3,87%	2,36%	3,35%	0,66%	1,61%	2,76%	3,11%	3,80%	4,78%	5,47%	2,77%	1,35%
Apalancamiento	2,21	2,18	2,41	2,46	2,57	2,49	2,41	2,30	2,16	2,01	2,36	2,45

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La realidad de EMPACADORA GRUPO GRAMAR S.A. EMPAGRAN a la fecha del presente informe está condicionada por la evolución de la pandemia del Covid-19 y su efecto sobre la demanda de camarón y balanceado en el mercado local e internacional. Las proyecciones de ventas consideran una recuperación anual al término de 2021, coherente con la dinamización de la demanda de camarón que podría impulsar al alza el precio en el mercado internacional. No obstante, el crecimiento de las ventas para 2021 se proyecta por debajo del registrado hasta abril de 2021, y los niveles de ventas proyectados al cierre del año se mantienen por debajo de los niveles alcanzados previo a la pandemia. Se prevé que la normalización de las condiciones económicas incentive el crecimiento de las ventas entre 2022 y 2026, manteniendo el comportamiento creciente evidenciado en años anteriores. Entre 2021 y 2026 se proyecta una participación del costo de ventas superior al promedio histórico, con el objetivo de capturar posibles disrupciones inesperadas dada la incertidumbre actual, y considerando que el efecto de la pandemia podría no revertirse totalmente durante el periodo. 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. De esta manera, los resultados se proyectan consistentemente positivos y crecientes durante el periodo de vigencia de la Emisión, lo que permitirá fortalecer el patrimonio y disminuir la necesidad de financiamiento externo a futuro.

Consecuentemente, se proyecta una disminución gradual en los niveles de deuda neta entre 2021 y 2026. No obstante, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una concentración en el corto plazo. Las proyecciones realizadas contemplan la colocación total de la Segunda Emisión de Obligaciones, la revolvencia del Primer Programa de Papel Comercial entre 2021 y 2022, la colocación del Segundo Programa de Papel Comercial en 2021 y la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones por USD 20 millones durante el segundo semestre de 2021. Asimismo, entre 2023 y 2026 se considera la sustitución de los pasivos con entidades financieras mediante la colocación de dos nuevos Programas de Papel Comercial por un monto de USD 7 millones cada uno, y tres nuevas Emisiones de Obligaciones, por montos de USD 20,00 millones cada una. Se proyecta un flujo de efectivo operativo positivo entre 2021 y 2026 en respuesta principalmente a los resultados del ejercicio proyectados. Esto permitirá cancelar obligaciones financieras y destinar recursos a actividades de inversión, por lo que los flujos de efectivo de inversión y de financiamiento se proyectan negativos para el periodo de vigencia de la Emisión.

## 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 considerando además el proceso de vacunación y la amenaza de nuevas cepas del virus. 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 las 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. Adicionalmente, el riesgo se mitiga por el efecto de la diversificación geográfica, considerando que varios clientes se encuentran en diversas regiones en el exterior.
- 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.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior

representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo ya que posee un manual de procedimientos para la administración de respaldos de información, que se realizan de manera periódica con el objetivo de facilitar la reconstrucción de la información en el proceso de recuperación de contingencias.
- 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 en el proceso de 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 el 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, que 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, pueda generar un impacto negativo en el mercado camaronero nacional y en el precio del producto ecuatoriano, reduciendo el monto de exportación y por ende los ingresos de la compañía. Sin embargo, este riesgo se mitiga con la incursión en nuevos mercados y la diversificación del portafolio de clientes para las divisiones del negocio.
- 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 67,24 millones; que cubren riesgos de incendio multirriesgo, calderas y maquinarias, robo, equipo electrónico y vehículos.

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 como 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.
- 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 a compañías relacionadas por USD 116,37 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 63,51% de los activos que respaldan la emisión y al 28,13% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es medianamente representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, 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

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	D	20.000.000	720 días	9,00%	Semestral	Semestral
	E		1.800 días		Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía Específica	Contará con la garantía específica consistente en la Fianza Solidaria otorgada por NUEVO RANCHO S.A. NURANSA, la misma que servirá para garantizar el pago de las Obligaciones que vaya a contraer la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, producto de la presente emisión de obligaciones.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 70% para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas locales, y con el 30% restante, financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a empresas y personas no vinculadas.					
Valor nominal	Múltiplo de USD 1,00.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.</li> </ul>					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Tercera 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