

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO
QUE SE NEGOCIA A TRAVÉS DEL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB
EMPACALLE S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 035/2021, del 12 de marzo de 2021

Información Financiera cortada al 31 de enero de 2021

Analista: Econ. Roberto Jordán
roberto.jordan@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

EMPACALLE S.A. es una empresa ecuatoriana que se dedica a la fabricación y comercialización de empanadas fritas y al horno, a través, de su nombre comercial "Las Empanadas del Paco". La empresa cuenta con 6 años de experiencia en el mercado local y dispone de 37 locales para la distribución de sus productos a nivel nacional.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 035/2021 del 12 de marzo de 2021 decidió otorgar la calificación de "AA" a la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A., por un monto de hasta seiscientos mil dólares (USD 600.000,00).

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

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

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

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

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- EMPACALLE S.A., es una compañía constituida en Guayaquil, el 15 de septiembre de 2017 e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 10 de octubre de 2017.
- Los principales ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual ha incursionado la compañía, lo cual facilita sus operaciones y penetración en el mismo.
- EMPACALLE S.A., no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, dispone de una estructura organizada que le permite comunicar e integrar la dirección de la

- empresa, además, de cumplir con lo requerido por la normativa en materia de gestión de Juntas de accionistas.
- EMPACALLE S.A., es una empresa que fabrica y comercializa empanadas, mismas que son distribuidas a través de sus 37 locales a nivel nacional.
 - Los ingresos de la compañía tuvieron un comportamiento creciente a lo largo del periodo analizado, es así que pasaron de USD 0,79 millones en diciembre de 2017 a USD 1,24 millones al cierre del año 2020, comportamiento que obedece a las estrategias implementadas por la compañía para posicionar de mejor manera su marca “Empanadas de Paco”. Por su parte, para los periodos interanuales, los ingresos de la compañía registraron un importante incremento (+64,87%), pasando de USD 0,13 millones en enero de 2020 a USD 0,22 millones en enero de 2021, gracias a la apertura de nuevos locales en lugares estratégicos de las diferentes ciudades del Ecuador. Cabe destacar que su principal línea de venta es la comercialización de empanadas fritas y al horno.
 - La compañía cubrió de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que generó un margen operacional positivo, es así que pasó de representar el 0,84% de los ingresos en el año 2017 a un 2,01% los ingresos en diciembre 2019 y un 6,33% de los ingresos en diciembre de 2020. Para los periodos interanuales la utilidad operacional pasó de significar el 16,87% de los ingresos en enero de 2020 a 12,47% de los ingresos en enero de 2021.
 - La empresa no registra gastos financieros en ninguno de los periodos analizados, por esta razón después de descontar el impuesto a la renta, la utilidad neta de la compañía representó el 0,57% de los ingresos en 2017 y 1,31% de los ingresos en diciembre de 2019. Para diciembre de 2020, la utilidad antes de impuestos significó el 6,33% de los ingresos (12,47% de los ingresos en enero de 2021).
 - EMPACALLE S.A., durante el período comprendido entre los años 2017 y 2020 evidenció una aceptable capacidad para generar flujos provenientes de su operación, puesto que su EBITDA (acumulado) creció de USD 0,09 millones (1,14% de los ingresos) en el año 2017 a USD 0,14 millones (11,40% de los ingresos) en diciembre 2020. Para enero de 2021, el EBITDA (acumulado) representó el 14,89% de los ingresos (18,46% enero de 2020).
 - Los activos totales de EMPACALLE S.A. pasaron de registrar una suma de USD 0,13 millones en 2017 a USD 0,97 millones en 2020 (cifra similar se registró en enero de 2021). Dicho crecimiento obedece al comportamiento de su efectivo y equivalentes de efectivo y de la propiedad, instalaciones y equipo neto.
 - Los pasivos totales de EMPACALLE S.A. en términos monetarios crecieron, sin embargo, su participación sobre el total de activos fue decreciente a partir del año 2018, pasando de 88,28% en ese año a 82,56% en 2019 y 45,85% en diciembre de 2020 (45,84% a enero 2021), como efecto de la mayor velocidad en el crecimiento de los activos.
 - A diciembre de 2020 el patrimonio de la empresa totalizó USD 0,53 millones (54,15% de los activos), evidenciando un importante incremento frente a diciembre de 2019, cuando registró USD 0,07 millones (17,44% de los activos), gracias al crecimiento de su cuenta aporte para futuras capitalizaciones, así como la utilidad del ejercicio y los resultados acumulados. Para enero de 2021, el patrimonio continua creciendo, pues arrojó una suma de USD 0,53 millones que representó el 54,16% del activo total, gracias al registro de mayores resultados acumulados.
 - Los indicadores de liquidez (razón circulante) alcanzados por EMPACALLE S.A. se ubicaron por debajo de la unidad durante todos los periodos analizados, lo que generó a su vez resultados negativos en su capital de trabajo, lo que posiblemente indicaría que la empresa no cuenta con los recursos de corto plazo suficientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo.
 - Desde el año 2017 hasta diciembre de 2019, el apalancamiento (pasivo total/patrimonio) reveló que la compañía financia sus actividades básicamente con recursos de terceros. No obstante, para el año 2020 y enero 2021, la tendencia se reinvierte, evidenciando que los recursos propios financiaron en mayor medida la operación de la compañía.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 12 de febrero de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de EMPACALLE S.A., misma que aprobó la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A. por un monto de hasta USD 600.000,00. Posteriormente ese mismo día, EMPACALLE S.A. como Emisor, conjuntamente con CASA DE VALORES DEL PACÍFICO (VALPACÍFICO) S.A., como Agente Asesor y Colocador, suscribieron el contrato de la PRIMERA

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A.

- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros en el numeral 5 del artículo 4, Sección II, Capítulo III, Título IX, el emisor debe mantener los siguientes resguardos cuantificables:
 - Resguardo obligatorio:
 - ❖ Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre el monto de la emisión de obligaciones en circulación durante la vigencia será equivalente al 125%.
 - Resguardo a criterio del emisor:
 - ❖ Mantener un indicador de endeudamiento (Pasivo Total/ Activo Total) no mayor a 0,80 veces durante el plazo de vigencia de la emisión.
- Adicionalmente, el emisor conforme a lo decidido por la Junta General Extraordinaria de Accionistas queda obligada a limitar el endeudamiento por el monto para emisiones establecidas con garantía general, de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.
- Con fecha 31 de enero de 2021, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 0,97 millones, cifra que genera una cobertura del 162,00% sobre el monto de la Emisión, determinando de esta manera que la Emisión se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, afectando al crecimiento de la compañía.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a la mano de obra, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- Cambio en el comportamiento de consumo del mercado, podría afectar los resultados de la compañía.
- Las variaciones de precios de materias primas en el mercado local podrían afectar los márgenes brutos de la compañía, así como lo harían también regulaciones impuestas por parte del gobierno a la adquisición de materia prima, precios de productos finales u otras similares.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Una fuerte contracción de la demanda de los productos ofertados por la compañía, ocasionada por la incertidumbre y desaceleración de la economía podría afectar los ingresos de la misma.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos) u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el COVID-19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A. es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de EMPACALLE S.A. del 12 de febrero de 2021.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales no auditados de los años 2017, 2018, 2019 y 2020, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados internos no auditados cortados al 31 de enero de 2020 y 31 de enero de 2021.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Circular de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

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

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

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

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de EMPACALLE S.A. para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la provincia del Guayas, con fecha 12 de febrero de 2021, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de EMPACALLE S.A., en donde se aprobó la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO

que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A. por un monto de hasta USD 600.000,00.

Posteriormente ese mismo día (12 de febrero de 2021), EMPACALLE S.A. como Emisor, conjuntamente con CASA DE VALORES DEL PACÍFICO (VALPACÍFICO) S.A., como Agente Asesor y Colocador, suscribieron el contrato de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A., de donde se despliegan las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A.			
Emisor	EMPACALLE S.A.		
Capital a Emitir	USD 600.000,00, correspondientes a dos clases.		
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.		
Valor nominal de las Obligaciones	Valores desmaterializados, Los valores tendrán un valor nominal de USD 1000,00. o múltiplos.		
Clase, monto, plazo y tasa	Clase	Plazo (días)	Tasa de interés fija anual
	Clase A	1440	10,00%
	Clase B	1080	9,00%
Rescates anticipados	La presente emisión No contempla sorteos ni rescates anticipados para su reclamación anticipada.		
Contrato Underwriting	No existe Contrato de Underwriting.		
Sistema de Colocación	A través del Registro Especial Bursátil en el mercado primario y en el mercado secundario.		
Agente Asesor y Colocador	CASA DE VALORES DEL PACÍFICO (VALPACÍFICO) S.A.		
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.		
Comité de Vigilancia	Se constituirá un comité de vigilancia conformado por al menos tres miembros elegidos de entre los tenedores de las obligaciones que no estén vinculados al emisor, que asumirá las facultades y obligaciones asignadas al representante de los obligacionistas en la Ley de Mercado de Valores y la normativa secundaria vigente, que le fueren aplicables. El comité de vigilancia asumirá el compromiso de convocar y presidir la asamblea de los obligacionistas a solicitud de los obligacionistas o de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. En el caso que existiere un número de tenedores de las obligaciones inferior a tres, la defensa de los intereses de los obligacionistas será asumida por los inversionistas existentes.x x		
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a los términos que establece la Ley de Mercado de Valores art. 162 (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).		
Fecha de emisión	Fecha en que se realice la primera colocación de las obligaciones.		
Forma de Cálculo	30/360.		
Amortización Capital y pago de intereses	Clase A: el pago de capital será cada 180 días y el pago de intereses será cada 90 días a partir de la fecha de emisión Clase B: el pago de capital será cada 180 días y el pago de intereses será cada 90 días a partir de la fecha de emisión ¹ .		
Destino de los recursos	USD 430.000.00 para pago de obligaciones con proveedores, y, USD 170.000.00 en Capital de Trabajo.		
Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros en el numeral 5 del artículo 4, Sección II, Capítulo III, Título IX, el emisor debe mantener los siguientes resguardos cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Resguardo obligatorio: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre el monto de la emisión de obligaciones en circulación durante la vigencia será equivalente al 125%. • Resguardo a criterio del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener un indicador de endeudamiento (Pasivo Total/ Activo Total) no mayor a 0,80 veces durante el plazo de vigencia de la emisión 		
Límite de Endeudamiento	El emisor conforme a lo decidido por la Junta General Extraordinaria de Accionistas queda obligada a limitar el endeudamiento por el monto para emisiones establecidas con garantía general, de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.		

Fuente: Escritura de Emisión de Obligaciones REB / Elaboración: Class International Rating

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros en el numeral 5 del artículo 4, Sección II, Capítulo III, Título IX, el emisor debe mantener los siguientes resguardos cuantificables:

- Resguardo obligatorio:

¹ Según información enviada por la Casa de Valores, el monto de los títulos de cada clase se encuentra abierto, para que los títulos se coloquen conforme negociación hasta por USD 600.000,00 en cualquiera de las dos clases.

- ❖ Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre el monto de la emisión de obligaciones en circulación durante la vigencia será equivalente al 125%.
- Resguardo a criterio del emisor:
 - ❖ Mantener un indicador de endeudamiento (Pasivo Total/ Activo Total) no mayor a 0,80 veces durante el plazo de vigencia de la emisión.

Límite de Endeudamiento

- El emisor conforme a lo decidido por la Junta General Extraordinaria de Accionistas queda obligada a limitar el endeudamiento por el monto para emisiones establecidas con garantía general, de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias.
- Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.

Activos Libres de Gravamen

La PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A. está respaldada por una Garantía General otorgada por EMPACALLE S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Dicho esto, se pudo apreciar que con corte al 31 de enero de 2021, EMPACALLE S.A., estuvo conformado por un total de activos de USD 0,97 millones, de los cuales, el 100,00% son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Enero 2021)

Activos	Libres	%
Disponibles	87.654	9,02%
Realizables	30.676	3,16%
Propiedad Planta y Equipo	853.692	87,83%
TOTAL	972.022	100,00%

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo de activos libres de gravamen, con información cortada al 31 de enero de 2021, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el numeral 7, tercera parte, del artículo 5, Sección II, Capítulo III, Título IX, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Con fecha 31 de enero de 2021, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 0,97 millones, cifra que genera una cobertura del 162,00% sobre el monto de la Emisión, determinando de esta manera que la Emisión se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 3: CÁLCULO ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Enero 2021)

Descripción	USD
Total Activos	972.022
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	-
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	-
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-

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

³ Del Emisor / Originador Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

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

(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	972.022
Emisión de Obligaciones REB	600.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	1,62
Activos libres de gravamen / Monto Emisión	162,00%

Fuente: EMPACALLE S.A./ Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de enero de 2021, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de la Emisión en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,83⁶ veces sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

CUADRO 4: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas netas	1.400.000	1.470.000	1.543.500	1.620.675	1.701.709
Costo de ventas	504.000	529.200	555.660	583.443	612.615
Utilidad bruta	896.000	940.800	987.840	1.037.232	1.089.094
Gastos administrativos	420.000	436.800	454.272	472.443	491.341
Gastos por depreciación	99.260	99.260	99.260	99.260	-
Gasto de ventas	280.000	291.200	302.848	314.962	327.560
Utilidad operativa	96.741	113.541	131.461	150.568	270.193
Gastos financieros	41.744	42.450	26.600	10.750	-
Otros ingresos	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos y part. Trabajadores	54.997	71.090	104.860	139.818	270.193
Participación a trabajadores	8.250	10.664	15.729	20.973	40.529
Impuestos	11.687	15.107	22.283	29.711	57.416
Utilidad neta	35.060	45.320	66.848	89.134	172.248

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La estructuración financiera prevé para el primer año de proyección un incremento del 12,61%⁷ en sus ventas, esto respecto al año 2020. Posteriormente, se determina una tasa de crecimiento estable para los años futuros del 5,00%. Por su parte, los costos de ventas significarían un porcentaje constante sobre los ingresos durante el periodo proyectado (36,00%), lo que generaría un margen bruto que representaría el 64,00% de los ingresos para todos los periodos proyectados.

Después de descontar los gastos operacionales, que incluyen gastos de administración, de ventas y depreciación, la empresa arrojaría una utilidad operacional positiva y creciente, misma que representaría el 6,91% de los ingresos en el primer año, mientras que para el quinto año significaría el 15,88%. Posteriormente, se registrarían gastos financieros, los cuales irían acorde al desembolso de la emisión de obligaciones, y, una vez descontados los impuestos de ley y la participación a trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta creciente que significaría el 2,50% de los ingresos para el primer año y 10,12% para el quinto año.

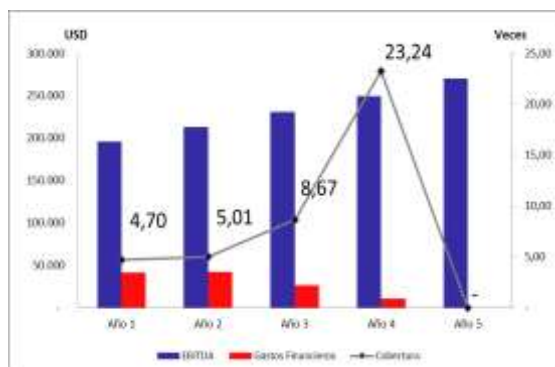
Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura adecuada que pasaría de 4,70 veces en el primer año a 23,24 veces en el cuarto año (para el quinto año no registraría gastos financieros), denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada de los gastos señalados.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁶ (Total Activos Deducidos – Obligaciones por emitir) / (Total Pasivo).

⁷ Según lo mencionado por la Casa de Valores este crecimiento se sustenta en que eventualmente existiría una reactivación económica gracias a que se está impulsando la fase dos de vacunación contra el COVID-19, lo que determinaría que muchas empresas que ahora están en modalidad de teletrabajo puedan volver progresivamente al régimen laboral semanal, lo que se traduciría en un flujo mayor de personas transitando en toda la ciudad y que algunos de ellos buscan un tipo de alimento rápido y de bajo precio como el que ofrece EMPACALLE S.A., eso sin considerar que la empresa puede pensar en una expansión a nivel nacional.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador de EBITDA/Deuda Total, para los periodos proyectados demostró una cobertura de 2,39 veces para el primer año, y para el quinto año, una cobertura de 5,03 veces.

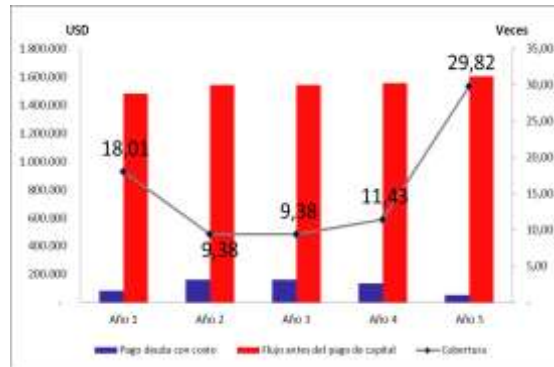
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia parte de lo recibido de clientes, pagos a proveedores y a empleados, gastos financieros de las clases a emitirse, gastos, participación de trabajadores e impuestos a la renta. Posteriormente está el flujo correspondiente a actividades de inversión, en donde se aprecia que la empresa no va a realizar desembolsos para adquirir propiedad, planta y equipo. Finalmente está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de la emisión de obligaciones y sus respectivas cancelaciones. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo suficiente para hacer frente a las obligaciones

CUADRO 5: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Recibido de clientes	1.400.000	1.470.000	1.543.500	1.620.675	1.701.709
Pago a proveedores y empleados	(924.000)	(970.200)	(1.018.710)	(1.069.646)	(1.123.128)
Gasto financiero nueva emisión CLASE A	(30.906)	(32.250)	(21.500)	(10.750)	(1.344)
Gasto financiero nueva emisión CLASE B	(10.838)	(10.200)	(5.100)	(638)	-
Gastos	(280.000)	(294.000)	(308.700)	(324.135)	(340.342)
Participación trabajadores	-	(8.250)	(10.664)	(15.729)	(20.973)
Impuesto a la renta	-	(11.687)	(15.107)	(22.283)	(29.711)
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	154.256	143.414	163.720	177.495	186.212
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Colocaciones Clase A	430.000	-	-	-	-
Colocaciones Clase B	170.000	-	-	-	-
Capital nueva emisión de obligaciones CLASE A	(53.750)	(107.500)	(107.500)	(107.500)	(53.750)
Capital nueva emisión de obligaciones CLASE B	(28.333)	(56.666)	(56.666)	(28.335)	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	517.917	(164.166)	(164.166)	(135.835)	(53.750)
FLUJO DE EFECTIVO NETO					
Incremento (Disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	672.173	(20.752)	(446)	41.660	132.462
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	724.244	1.396.418	1.375.665	1.375.219	1.416.879
SALDO DE EFECTIVO AL FIN DEL AÑO	1.396.418	1.375.665	1.375.219	1.416.879	1.549.340

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 18,01 veces al primer año, mientras que para el quinto año, generaría una cobertura de 29,82 veces. Además, la compañía demostraría una rentabilidad esperada (Utilidad Neta/Ventas) positivos para todos los años proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo afectando a dos de las variables del modelo dentro del estado de resultados (los ingresos y costos de venta), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que ante una contracción de los ingresos en -2,00% y un incremento del 1,90% en los costos de venta, la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

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

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9 % en el 2020 (en 2021 crecería en 6,3%). Se trata de la segunda peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9 % (en 2021 crecería en 6,5%). La cifra para Ecuador es mucho más desalentadora que la que había anunciado el Banco Mundial y que era del -7,4 %. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%⁹.

⁸ (**) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

Para Estados Unidos, el FMI calcula un decrecimiento del 4,3% en 2020 y un crecimiento de 3,1% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento a la baja (-8,3% en 2020 y +5,2% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 1,7% en 2020 y crecerían en 8,0% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 8,1% y +3,6% en 2021¹⁰.

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas.¹¹

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a enero 2021 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 6: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	108.108	Variación anual PIB (t/t-4) II Trimestre 2020	-12,4%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (noviembre 2020)	65,33%	Inflación mensual (ene 2021)	0,12%
Balanza Comercial Total (millones USD) diciembre 2020	3.239,8 (Superávit)	Inflación anual (ene 2021)	-1,04%
Reservas Internacionales (millones USD enero 2021)	6.590,86	Inflación acumulada (ene 2021)	0,12%
Riesgo país (09 feb 2021) ¹²	1.263 puntos	Remesas (millones USD) III Trimestre 2020	953,01
Precio Barril Petróleo WTI (USD 31 ene 2021)	52,2	Tasa de Desempleo Urbano (septiembre 2020)	8,59%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Dadas las duras condiciones económicas que está atravesando el país, en el segundo trimestre de 2020 el PIB mostró una tasa de variación negativa de 12,4%, en relación al segundo trimestre de 2019 (t/t-4) y una tasa de -10,0% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Esto implica que este año sería el peor de la historia ecuatoriana desde que se registran datos, incluso en la gran depresión, cuando el punto más bajo fue en 1933 (-4,2%) o la crisis bancaria de 1999, que llegó a -4,77%. Esto implica un deterioro en prácticamente todas las industrias, siendo la más afectada la de alojamiento y comidas, con -33,9%, junto con la reducción de la oferta y demanda agregada¹³.

El **Riesgo País** registró a 1.263 puntos al 09 de febrero de 2021. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁴.

Para diciembre de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 16.986,8 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 21.509,3 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital y combustibles y lubricantes. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para diciembre de 2020 alcanzaron USD 20.226,6 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019 (USD 22.329,4 millones). Por otro lado, las

¹⁰ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹² <https://www.eluniverso.com/noticias/2021/02/09/nota/9619665/riesgo-pais-ecuador-elecciones-presidenciales-incertidumbre-segunda/#:~:text=El%20riesgo%20pa%C3%ADs%20del%20Ecuador,febrero%2C%20antes%20del%20proceso%20electoral.>

¹³ <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/de-gris-oscuro-pinta-el-panorama-para-la-economia-nacional>

¹⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

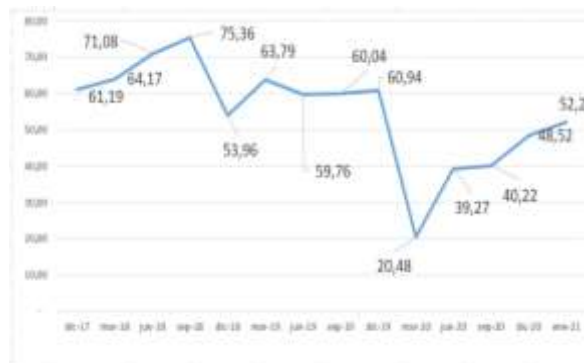
¹⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-reestructuracion-deuda-bonos.html>

exportaciones no petroleras registradas hasta diciembre de 2020 arrojaron una suma de USD 14.976,2 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 5.250,4 millones.

Hasta diciembre de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 3.239,8 millones, USD 2.419,6 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 2.599,1 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 640,6 millones¹⁵.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 31 de diciembre de 2020 disminuyó a USD 48,52. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo¹⁶.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación.¹⁷

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2020 sumó USD 12.381,55 millones, siendo un 13,23% inferior a lo registrado en el año anterior (USD 14.268,84 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2020 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 5.505,97 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.406,50 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 964,10 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 740,46 millones¹⁸.

La **inflación mensual** a enero de 2021 registró una variación positiva de 0,12%, mientras que la variación **anual** fue de -1,04% y la **acumulada** fue de 0,12%. Por divisiones de bienes y servicios, 8 agrupaciones que ponderan el 78,96% presentaron porcentajes negativos, siendo Educación; Recreación y cultura; y, Prendas de vestir y calzado; las de mayor variación. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 21,04% se registraron resultados positivos, siendo Salud; Comunicaciones; y, Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes, las de mayor porcentaje¹⁹.

En referencia al **salario nominal promedio**, para enero de 2021, se fijó en USD 466,63²⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en 447,16 a enero de 2021²¹. En cuanto

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

¹⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁸ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

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

²⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²¹ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

al costo de la canasta básica familiar a enero de 2021, ésta se ubicó en USD 712,11²², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 104,85% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8 % en diciembre de 2019 a 6,6 % a septiembre de 2020. La tasa de **empleo adecuado**²³ pasó de 38,8% en diciembre de 2019 a 32,1% a septiembre 2020, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 23,4% en ese mismo orden.²⁴

Según lo indicado por la CEPAL, los altos niveles de desigualdad, de pobreza y la desprotección social agravarán la crisis que atraviesan los países de América Latina y el Caribe debido a la pandemia (COVID-19). Así mismo señala que los efectos de la pandemia sobre las condiciones de vida de la población se potencian con el paulatino aumento de la pobreza y la pobreza extrema y la ralentización en la disminución de la desigualdad observados en el quinquenio previo a la crisis del COVID-19. En ese período, el PIB de América Latina y el Caribe había crecido en promedio solo un 0,3% por año, la pobreza extrema había aumentado del 7,8% al 11,3% de la población y la pobreza, del 27,8% al 30,5%²⁵. Finalmente, la región cerró el año 2020 con un total de 209 millones de personas en situación de pobreza, 22 millones más que el año anterior.

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**²⁶, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita²⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 5,70% para febrero de 2021, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,38%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,68%²⁸. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a diciembre de 2020 alcanzó la suma de USD 63.821,3 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 28.409,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 17.959,9 millones²⁹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, Durante el tercer trimestre de 2020, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos productivos y más restrictivos para los créditos de Vivienda y Microcréditos. Para el segmento de Consumo el saldo fue nulo. Las cooperativas de ahorro y crédito entre julio y septiembre de 2020, fueron más restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, mientras que para créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo³⁰.

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica³¹

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el tercer trimestre de 2020 totalizó USD 953,01 millones, cifra superior en 40,68% con respecto al segundo trimestre de 2020 (USD 677,45 millones). El incremento se

²² https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Octubre-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_oct_2020.pdf

²³ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

²⁴ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-septiembre-2020/>

²⁵ [Desigualdad y pobreza agravan la crisis por la pandemia de coronavirus en A.Latina, advierte la Cepal | AméricaEconomía | AméricaEconomía \(americaeconomia.com\)](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf)

²⁶ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

²⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2020.pdf>

³¹ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

atribuye al paquete de estímulos aprobado por el gobierno americano y a la relativa reactivación de la economía europea bajo la emergencia sanitaria generada por el covid-19 declarada en Estados Unidos, España e Italia, países de donde provienen mayoritariamente los flujos de remesas³².

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2020 fueron de USD 473,15 millones; monto superior en más del 200% al registrado en su similar periodo en el 2019, en donde alcanzó USD 128,64 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, Explotación de minas y canteras, construcción, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Inglaterra, Alemania, China, entre otros³³.

Para diciembre de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 45.367,27 millones, cifra superior a la reportada en noviembre de 2020, cuando fue de USD 42.342,24 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** a diciembre de 2020 fue de USD 17.796,20 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 65,33% del PIB³⁴ superando significativamente el límite del 40% del PIB.³⁵

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no registrará el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal³⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 6.590,86 millones en enero de 2021. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** al 31 de enero de 2021³⁷ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. El acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa "altamente especulativa".

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

EMPACALLE S.A., fue constituida mediante escritura pública celebrada ante la Notaria Trigésimo Séptima del cantón Guayaquil, el 15 de septiembre de 2017 e inscrita en el Registro Mercantil el 10 de octubre de 2017. Posee un plazo de duración de 50 años contados a partir de la inscripción en el Registro Mercantil.

El objeto social de EMPACALLE S.A. es dedicarse a la comercialización, venta, asesoramiento, distribución, explotación, almacenamiento capacitación y promoción de alimentos preparados en restaurantes, cevicherías, picanterías, cafeterías, incluido comida para llevar; restaurantes de comida rápida, elaboración y venta de empanadas, puestos de refrigerio y establecimientos que ofrecen comida para llevar, reparto de pizza; heladerías, fuentes de soda; preparación y suministro de comidas para su consumo inmediato de manera ambulante, mediante un vehículo motorizado o carro no motorizado, vendedores de helados en carros móviles,

³² <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-remesas-banco-central-emergencia.html>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/PresentacionC3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-agosto-21.10.2019.pdf>

³⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2020/12/PresentacionC3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-Pu%C3%BAblica-Noviembre-2020.pdf>

³⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/PresentacionC3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-junio-2019-19.07.2019.pdf>

³⁷ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

carritos ambulantes de comida incluye la preparación de comida en puestos de mercados; servicios de restaurantes y bares en conexión con transporte cuando son proporcionadas por unidades independientes: bares del aeropuerto, bares terminales terrestres; actividades de preparación y servicio de bebidas para su consumo inmediato en: bares, tabernas, coctelerías, discotecas (con suministro predominante de bebidas) cervecerías; actividades de preparación y servicio de bebidas para su consumo inmediato en: cafés, tiendas de jugos de fruta, vendedores ambulantes de bebidas. Para cumplir con su objeto social podrá comprar, permutar por cuenta propia, acciones de compañías anónimas y participaciones de compañías limitadas; además la compañía podrá ejercer toda actividad, comercial y de inversión relacionadas con su objeto, realizar todos los actos y contratos permitidos por la Ley, así como asociarse con otras instituciones u organizaciones públicas o privadas, personas naturales y jurídicas, inclusive con otras compañías

EMPACALLE S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de empanadas fritas y en ciertos locales se ofrece empanadas al horno; además, cuenta con 6 años de experiencia en el mercado local. Y aunque ahora cuenta con 37 locales distribuidos a nivel nacional, tienen previsto llevar a cabo la implementación de franquicias con el objetivo de poder crecer aún más a nivel nacional e inclusive internacionalmente. Así mismo es importante mencionar la variabilidad de la oferta de la cadena, puesto que ponen a disposición de los consumidores empanadas de masa de trigo, maíz y verde. Determinando finalmente que las empanadas elaboradas representan el 90,00% de las ventas de la empresa, mientras que los jugos naturales representan el 10,00% restante de las ventas de la compañía.

La compañía posee una planta de producción, misma que está ubicada en la ciudad de Guayaquil, en donde se receptan todas las compras, dicha planta está conformada con cámaras de frío y de congelación, maquinarias, adicionalmente posee un camión y 2 vehículos pequeños refrigerados para la distribución de sus productos.

Según información remitida por la empresa, EMPACALLE S.A. tiene la capacidad de producción de 72.000 empanadas por mes y se comercializa un promedio de 46.0000 empanadas por mes, siendo así su capacidad utilizada del 64%.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de EMPACALLE S.A., al 31 de enero de 2021, ascendió a USD 800,00, el cual estuvo conformado por acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 1,00 cada una. Cabe mencionar que el 90,00% de las acciones se concentran en uno de sus accionistas, tal como se evidencia a continuación:

CUADRO 7: ACCIONISTAS

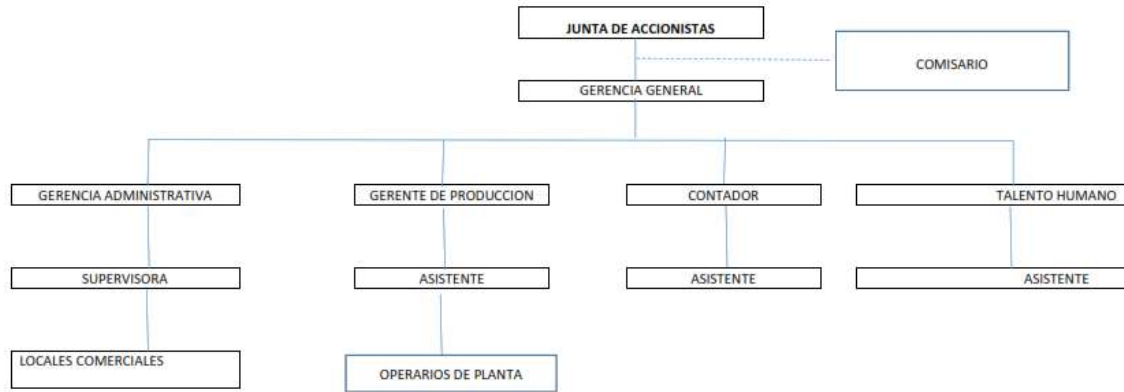
Nombre	Capital (USD)	Participación
COELLO GOMEZ FLOR MARÍA	720,00	90,00%
MEDINA MOLINA JOSÉ ALEJANDRO	80,00	10,00%
Total	800,00	100,00%

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

EMPACALLE S.A., está gobernada por el órgano supremo que es la Junta General de Accionistas. La administración y representación legal de la compañía estará a cargo del Presidente y del Gerente General, quienes gracias a su experiencia han favorecido el desarrollo del negocio³⁸.

³⁸ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: EMPACALLE S.A.

La Plana Gerencial de la compañía se encuentra conformada por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio

CUADRO 8: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Lucila María Pincay Marcillo
Gerente Operaciones	Gianella Marilyn Gaspar Baidal
Gerente Administrativo	Martha Cárdenas
Recursos Humanos	Carlos Rafael Contreras Bonilla

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

EMPACALLE S.A., al 31 de enero de 2021, no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, cuenta con una estructura organizada que le permite comunicar e integrar la dirección de la empresa, además, de cumplir con lo requerido por la normativa en materia de gestión de Juntas de accionistas.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, lo que demuestra que la compañía posee una adecuada transparencia en todos los procesos y una adecuada divulgación de información financiera.

Empleados

Al 31 de enero de 2021, EMPACALLE S.A., presentó una nómina de 81 empleados, distribuidos en las áreas de administración, ventas y producción. Cabe destacar que la compañía mantiene una buena relación con sus colaboradores, además, posee un personal capacitado y calificado.

Es relevante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

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

Empresas vinculadas o relacionadas

Al 31 de enero de 2021, EMPACALLE S.A. no tiene empresas vinculadas o relacionadas.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

EMPACALLE S.A., es una empresa que fabrica y comercializa empanadas, razón por la cual posee una amplia gama de clientes, cabe destacar que las empanadas que comercializa poseen precios competitivos.

EMPACALLE S.A. no posee cuentas por cobrar pues el 100% de sus ventas son en efectivo y están direccionados al consumidor final.

Proveedores

EMPACALLE S.A., posee varios proveedores para su normal operación, entre los que se destacan JOSHUAS PULPAS DE FRUTA-SANDRA JIMENEZ VERA, THE TESALIA SPRINGS COMPANY, INDUSTRIAL MOLINERA C.A., entre otros cuya participación sobre el costo de ventas es inferior al 6,00%.

Cabe mencionar, que la empresa cancela a todos los proveedores de alimentos máximo en 2 días después de emitida la factura; además, cancela a todos los proveedores de materiales plásticos, servilletas y arriendos de locales comerciales máximo 5 días después de emitida la factura; por último, los equipos grandes y las nuevas inversiones de locales se financian a través de crédito directo con los proveedores en un plazo de 90 a 120 días de crédito y que por cuestión de garantías se compran a proveedores locales.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Estrategias

EMPACALLE S.A. ha llevado a cabo una estrategia de extensión de línea, puesto que cuenta con una amplia disponibilidad de productos tanto de sal como las no tradicionales de dulce. Adicionalmente, la empresa emplea una estrategia de distribución masiva, puesto que tratan de llegar a la mayor cantidad de consumidores posibles, ubicándose en sitios de alto tráfico, como son: malls, zonas comerciales y otros. Destacan también por su presencia en redes sociales.

Aparte de la distribución directa, EMPACALLE S.A. cuenta con convenios con empresas de delivery, de tal manera que puedan llegar a sus consumidores actuales o potenciales.

Política de Financiamiento

Tal como se muestra en los estados financieros de la compañía, EMPACALLE S.A. no posee apalancamiento bancario, no obstante, se financia con sus proveedores, mismos que a diciembre de 2020 significaron el 44,30% de los activos (42,18% de los activos en enero de 2021).

Política de Inversiones

Como políticas de inversión, EMPACALLE S.A. posee las siguientes:

- Las utilidades se reinvierten en la apertura de nuevos locales.
- Durante los últimos tres años no se ha repartido dividendos debido a que se ha reinvertido las utilidades.

Responsabilidad Social y Ambiental

EMPACALLE S.A. no cuenta con un plan de responsabilidad social y ambiental.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

EMPACALLE S.A. es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras.

Riesgo Legal

Al 31 de enero de 2021, conforme información señalada por la empresa, EMPACALLE S.A. no mantiene procesos judiciales en su contra ni como demandante.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO que se negocia a través del REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB EMPACALLE S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de estos títulos, la que será analizada en las siguientes revisiones de la presente calificación.

EMPACALLE S.A. no ha incursionado anteriormente en el Mercado de Valores, siendo ésta su primera participación en el Mercado Bursátil.

Presencia Bursátil

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

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

Al ser la calificación inicial de la presente emisión todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la presencia bursátil de los títulos, lo que será analizado posteriormente en la siguiente revisión.

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

Eventos Importantes

- En el último trimestre, EMPACALLE S.A. apertura nuevos locales en el terminal terrestre, parada de aerovía, Mall del Río Guayaquil y en el Shopping de Santo Domingo.
- EMPACALLE S.A. ha realizado nuevas campañas publicitarias en redes sociales, con la finalidad de atraer a más clientela, adicionalmente, ha promocionado nuevos sabores de empanadas, llegando a 17 opciones.
- En estos últimos 3 meses las restricciones de bioseguridad se han incrementado, lo que ocasionó la restricción en el aforo en los centros comerciales haciendo que las ventas disminuyan.
- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas,

fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos.

Situación del Sector

EMPACALLE S.A. al ser una empresa comercializadora y distribuidora de empanadas, se ubica dentro de la industria gastronómica, teniendo como competencia indirecta a la categoría Fast Food (Comida Rápida). Es importante mencionar que el sector de la comida rápida ha tenido un importante crecimiento a lo largo del tiempo, producto de la variedad de ofertas y accesibilidad en precios de muchos locales.

No obstante, la pandemia del COVID-19 generó afectaciones a este sector, producto del cierre de muchos locales, a causa de la cuarentena obligatoria y al cierre parcial de operaciones de muchos establecimientos, lo cual generó que las ventas disminuyan e incluso a que ciertos locales se vieran forzados a cerrar definitivamente. Sin embargo, muchos locales se vieron obligados a salir adelante, redefiniendo su modelo, desarrollando y fortaleciendo su servicio a domicilio e incrementando su presencia en internet. Otro punto importante para este sector, es la suspensión de la cuarentena dictaminada por el Gobierno, generó la paulatina apertura de locales y una leve recuperación en los niveles de ingresos³⁹.

Además, aunque la pandemia de COVID-19 se encuentra presente en el país, la gente no puede dejar de consumir todo tipo de alimentos, incluyendo el segmento de comida rápida, tanto para las personas que trabajan desde el domicilio como las personas que trabajan de manera presencial.

Por otro lado, en la industria gastronómica hay un ambiente de mucha competencia debido a que muchas personas están emprendiendo negocios de comida, muchos de los negocios a los cuales ahora se llaman cocinas fantasmas debido a que solo funcionan por redes sociales sin tener local donde atender, es la competencia a la cual se enfrenta los negocios tradicionales. La Industria ha crecido mucho a nivel de oferta tanto en precios como en variedad de platos. No obstante, Los negocios tradicionales quienes tienen grandes inversiones tienen la ventaja sobre los nuevos negocios debido a que pueden ofrecer más variedad de platos en un lugar que cumple con todos los protocolos de seguridad debido a la experiencia con la que se cuenta.

Finalmente, se debe indicar que la empresa registra como barreras de entrada la inversión inicial que debe realizar para la adquisición de infraestructura, y, la obtención de personal con experiencia y personal altamente calificado para prestar un servicio de calidad. Por otro lado, el mercado potencial aún es explotable, además existen varios proveedores que pueden satisfacer la demanda de productos, por último, la base de clientes es amplia y existen varios clientes potenciales. Como barreras de salida se considera, la gran cantidad de regulaciones laborales y tributarias del país.

Expectativas

A pesar de la emergencia sanitaria del COVID-19 y sus implicaciones negativas, varios locales de comida rápida han logrado abrir sus locales de manera paulatina, conjuntamente, con el incremento en las entregas a domicilio, las cuales han tomado fuerza durante este periodo y es una nueva forma de captar usuarios, así como, incrementar la demanda de pedidos. Además, varias empresas aseguran que el tránsito de personas ha ido en aumento y que en algunos establecimientos, se ha superado el 50% de lo presupuestado en ventas, por lo cual, varios esperan una reactivación del sector gastronómico en el año 2021⁴⁰.

³⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/08/29/nota/7954963/ventas-comida-rapida-ecuador/>

⁴⁰ <https://www.vistazo.com/seccion/portafolio/cuales-son-las-comidas-mas-pedidas-por-delivery-en-ecuador>

Posición Competitiva de la Empresa

Según información enviada por EMPACALLE S.A., la principal competencia de las “Empanadas de Paco” son las “Empanadas de Nico”, es así que la participación dentro el mercado es la siguiente: “Empanadas de Paco” y “Empanadas de Nico” poseen el 40% del mercado de empanadas; mientras que “Labra que Labra” posee el 10% y por último los otros negocios desconocidos posee el restante 10%. Cabe destacar que EMPACALLE S.A. se encuentra en la categoría Ciiu: I5610.01

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

CUADRO 9: FODA

Fortalezas	Debilidades
EMPACALLE S.A. tiene una planta altamente tecnificada.	No hay sistematización, los locales no trabajan en línea.
Cuenta con personal altamente calificado.	Alta rotación de personal en los locales.
Innovación en las recetas.	
La marca “Empanadas de Paco” es reconocida a nivel nacional	
Puntos de ventas en lugares concurridos.	
Adaptabilidad empresarial ante cambios en las condiciones del mercado y normativa legal.	
Oportunidades	Amenazas
A nivel nacional se han aperturado varios centros comerciales y por el prestigio de la marca reciben invitación para alquilar locales en nuevos centros comerciales.	La creación de cocinas fantasma, que son negocios que solo funcionan por internet y bajan los precios de los productos.
Se han impulsando nuevos productos con la marca “Empanadas de Paco”, por ejemplo: jugos naturales.	Restricciones en los centros comerciales en cuestión de aforo, que limita el número de personas.
Se han aperturado locales de empanadas en ciudades pequeñas donde los costos de arriendos son bajos y las ventas son sostenidas.	Hay distribuidoras de discos que dañan el mercado
Se pueden hacer ventas en supermercados	Informalidad
	Competencia quiere copiar.

Fuente: EMPACALLE S.A./ Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de efectivo previsto por el Emisor, así como la continuidad de la operación en términos generales se encuentran relacionados con procesos internos, sucesos naturales, políticas gubernamentales, relación con los proveedores, fallas humanas, etc.

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

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

Considerando el giro de negocio en el cual está desarrollándose EMPACALLE S.A. su principal riesgo se origina del desabastecimiento que pueda llegar a tener con sus proveedores de materia prima, existiendo problemas en su despacho y tardanzas por parte de la empresa abastecedora. No obstante, para mitigar estos posibles eventos, la compañía posee una gama amplia de proveedores.

Otro factor de incidencia al riesgo es la obsolescencia de la maquinaria ya sea por cambios en procesos tecnológicos o el desuso de las mismas. Adicionalmente se debe precautelar el mantenimiento y funcionamiento adecuado de la planta con las normas de seguridad exigidas por la ley y las normas internas establecidas por la compañía.

Por último, existe el riesgo de rebrote del COVID-19 que obligue a la empresa a cerrar los establecimientos en los centros comerciales.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a EMPACALLE S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales no auditados de los años 2017, 2018, 2019 y 2020 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados internos no auditados cortados al 31 de enero de 2020 y 31 de enero de 2021.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía tuvieron un comportamiento creciente a lo largo del periodo analizado, es así que pasaron de USD 0,79 millones en diciembre de 2017 a USD 1,24 millones al cierre del año 2020, comportamiento que obedece a las estrategias implementadas por la compañía para posicionar de mejor manera su marca "Empanadas de Paco".

Para los periodos interanuales, los ingresos de la compañía registraron un importante incremento (+64,87%), pasando de USD 0,13 millones en enero de 2020 a USD 0,22 millones en enero de 2021, gracias a la apertura de 15 nuevos locales en lugares estratégicos de las diferentes ciudades del Ecuador. Cabe destacar que su principal línea de venta es la comercialización de empanadas fritas y al horno.

Por otro lado, los costos de ventas presentaron un comportamiento variable sobre los ingresos, pasando de significar el 93,04% en el año 2017 a 30,67% en 2019 y un 35,66% en diciembre de 2020, en donde el rubro más representativo fue la compra de materia prima para la elaboración de sus productos. Para enero de 2021, los costos de ventas representaron el 45,00% de los ingresos, después de haber significado el 35,33% de los ingresos a enero de 2020. Estos resultados generaron un margen bruto fluctuante, el mismo que significó un 6,96% de los ingresos en el año 2017, un 69,33% de los ingresos en diciembre de 2019 y un 64,34% de los ingresos en diciembre de 2020. Para enero de 2021, el margen bruto representó el 55,00% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en su similar de 2020 (64,67% de los ingresos) debido a la velocidad de crecimiento de sus costos de ventas.

Los gastos operacionales, por su parte significaron el 55,69% de los ingresos en diciembre de 2018, el 67,32% de los ingresos en 2019 y el 58,01% de los ingresos en diciembre 2020, lo que evidencia un manejo aceptable de los recursos de la empresa. Se debe indicar que los gastos operacionales estuvieron conformados en mayor medida por: salarios, arriendo de locales comerciales y servicios prestados.

Respecto a los períodos interanuales, la representación de los gastos operativos sobre los ingresos registró una tendencia ligeramente decreciente, al pasar de 47,80% en enero de 2020 a 42,53% en enero de 2021, como efecto del crecimiento de sus ingresos, más no por una reducción de sus gastos, pues en términos monetarios crecieron en un 46,69%

La compañía cubrió de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que generó un margen operacional positivo, es así que pasó de representar el 0,84% de los ingresos en el año 2017 a un 2,01% los ingresos en diciembre 2019 y un 6,33% de los ingresos en diciembre de 2020. Para los períodos interanuales la utilidad operacional pasó de significar el 16,87% de los ingresos en enero de 2020 a 12,47% de los ingresos en enero de 2021.

GRÁFICO 5: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: EMPACALLE S.A./ Elaboración: Class International Rating

La empresa no registra gastos financieros en ninguno de los periodos analizados, por esta razón después de descontar el impuesto a la renta, la utilidad neta de la compañía representó el 0,57% de los ingresos en 2017 y 1,31% de los ingresos en diciembre de 2019. Para diciembre de 2020, la utilidad antes de impuestos significó el 6,33% de los ingresos (12,47% de los ingresos en enero de 2021).

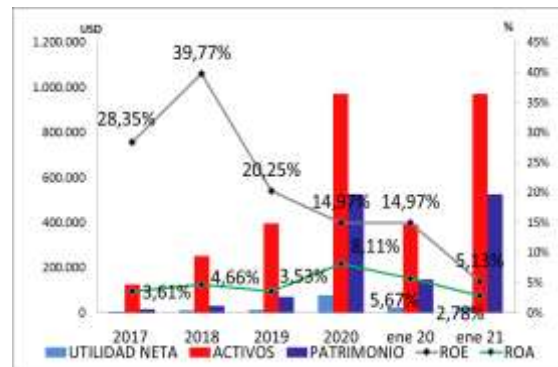
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad demostraron un comportamiento fluctuante pero positivo a lo largo de los ejercicios económicos analizados, lo que obedece básicamente al comportamiento de la utilidad y de las fluctuaciones registradas en su patrimonio y activo. No obstante, estos resultados determinaron que los activos de la compañía generaron rentabilidad por si mismos y que los accionistas percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 10, GRÁFICO 6: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2017	2018	2019	2020
ROA	3,61%	4,66%	3,53%	8,11%
ROE	28,35%	39,77%	20,25%	14,97%

Ítem	ene 20	ene 21
ROA	5,67%	2,78%
ROE	14,97%	5,13%



Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

EMPACALLE S.A., durante el período comprendido entre los años 2017 y 2020 evidenció una aceptable capacidad para generar flujos provenientes de su operación, puesto que su EBITDA (acumulado) creció de USD 0,09 millones (1,14% de los ingresos) en el año 2017 a USD 0,14 millones (11,40% de los ingresos) en diciembre 2020. Para enero de 2021, el EBITDA (acumulado) representó el 14,89% de los ingresos (18,46% enero de 2020).

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales de EMPACALLE S.A. pasaron de registrar una suma de USD 0,13 millones en 2017 a USD 0,97 millones en 2020 (cifra similar se registró en enero de 2021). Dicho crecimiento obedece al comportamiento de su efectivo y equivalentes de efectivo y de la propiedad, instalaciones y equipo neto.

Al ser EMPACALLE S.A. una empresa que se dedica a la producción y venta de empanadas, las únicas cuentas que se registran dentro del activo corriente son las cuentas de efectivo y equivalentes de efectivo e inventario, mismas que significaron en conjunto el 12,17% del total de activos en enero de 2021 (11,57% a diciembre de 2020). Se debe indicar que el 100% de sus ventas se las realiza al contado, por tal motivo no se registran cuentas por cobrar.

Por otro lado, al hacer referencia al activo no corriente, propiedad, instalaciones y equipo neto, se constituye como la única cuenta contable con una participación del 87,83% sobre el activo total al 31 de enero de 2021 (88,43% a diciembre de 2020).

Pasivos

Los pasivos totales de EMPACALLE S.A. en términos monetarios crecieron, sin embargo, su participación sobre el total de activos fue decreciente a partir del año 2018, pasando de 88,28% en ese año a 82,56% en 2019 y 45,85% en diciembre de 2020 (45,84% a enero 2021), como efecto de la mayor velocidad en el crecimiento de los activos.

Al referirnos a su estructura se debe destacar que la compañía ha financiado su operación únicamente con obligaciones de corto plazo, en donde la cuenta más representativa fue la de proveedores, misma que financió un importante 44,30% de los activos a diciembre de 2020 (42,18% a enero de 2021), seguido de lejos por los beneficios sociales con el 1,26% (2,14% a enero de 2021) y pasivos por impuestos corrientes con el 0,28% (1,51% a enero de 2021).

Patrimonio

A diciembre de 2020 el patrimonio de la empresa totalizó USD 0,53 millones (54,15% de los activos), evidenciando un importante incremento frente a diciembre de 2019, cuando registró USD 0,07 millones (17,44% de los activos), gracias al crecimiento de su cuenta aporte para futuras capitalizaciones, así como la utilidad del ejercicio y los resultados acumulados. Para enero de 2021, el patrimonio continua creciendo, pues arrojó una suma de USD 0,53 millones que representó el 54,16% del activo total, gracias al registro de mayores resultados acumulados.

En cuanto a su estructura se debe destacar que, el rubro más significativo fue el aporte para futuras capitalizaciones, el cual financió en enero de 2021 el 42,82% de los activos⁴¹ (42,85%, diciembre de 2020), seguido de lejos por los resultados acumulados con el 7,28% (1,91% a diciembre de 2020).

Cabe destacar que la Junta General dispondrá el reparto de utilidades, amortización de pérdidas y fondo de reservas; sin embargo, las utilidades se reinvierten para la apertura de nuevos locales y según la información remitida por la empresa, en los últimos tres años no se ha repartido dividendos debido a que se han reinvertido las utilidades.

Flexibilidad Financiera

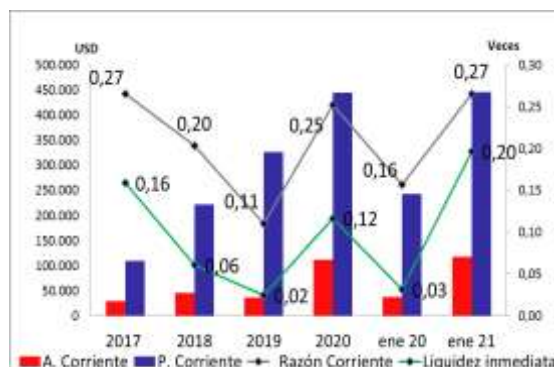
Los indicadores de liquidez (razón circulante) alcanzados por EMPACALLES S.A. se ubicaron por debajo de la unidad durante todos los periodos analizados, lo que generó a su vez resultados negativos en su capital de trabajo, lo que posiblemente indicaría que la empresa no cuenta con los recursos de corto plazo suficientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo.

⁴¹ Se debe indicar que la empresa mantiene USD 0,42 millones como aportes a futuras capitalizaciones desde el año 2020 hasta enero 2021, sin que se concrete ninguna capitalización.

CUADRO 11, GRÁFICO 7: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Ítem	2017	2018	2019	2020
Activo Corriente	29.178	45.280	36.096	112.334
Pasivo Corriente	109.771	222.735	326.967	445.299
Razón Circulante (veces)	0,27	0,20	0,11	0,25
Liquidez Inmediata (veces)	0,16	0,06	0,02	0,12

Ítem	ene 20	ene 21
Activo Corriente	38.051	118.330
Pasivo Corriente	242.723	445.545
Razón Circulante (veces)	0,16	0,27
Liquidez Inmediata (veces)	0,03	0,20



Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

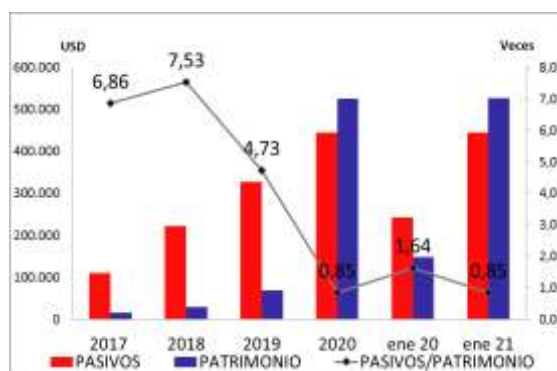
EMPACALLE S.A. al 31 de diciembre de 2020, no presentó periodo de cobros, pues el 100% de sus ventas son en efectivo. Por otro lado, el financiamiento por parte de sus proveedores creció de 117 días en diciembre de 2019 a 354 días en diciembre de 2020, comportamiento que obedece al equipamiento para la apertura de sus nuevos locales para este último periodo.

El indicador de duración de existencias, a diciembre de 2020 registró 50 días, considerándose éste como el tiempo en el cual el inventario pasa en bodega. Finalmente, el Plazo de proveedores menos la Duración de existencias, refleja un descalce de 305 días a diciembre de 2020.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Desde el año 2017 hasta diciembre de 2019, el apalancamiento (pasivo total/patrimonio) reveló que la compañía financia sus actividades básicamente con recursos de terceros. No obstante, para el año 2020 y enero 2021, la tendencia se reinvierte, evidenciando que los recursos propios financiaron en mayor medida la operación de la compañía.

GRÁFICO 8: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado) se ubicó en 3,14 años en diciembre de 2020 (2,98 en enero 2021), siendo este el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones.

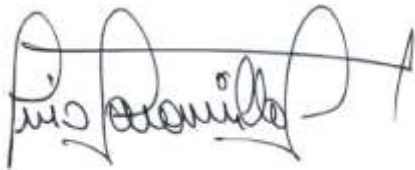
Contingentes

Al 31 de enero de 2021, la compañía no registró operaciones vigentes como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos
Situación del Mercado Bursátil⁴²

En lo que va del año 2021, el Mercado de Valores autorizó cinco Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que dos de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y las tres restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 23,60 millones, valor que representó 45,74% del monto total de los instrumentos autorizados. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,70% y las titularizaciones el 13,57% del total aprobado hasta lo que va del año 2021.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Econ. Roberto Jordán
Analista

⁴² <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2017	2018	2019	ene 20	2020	ene 21
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	17.458	8.127	8.127	7.692	52.071	87.654
Inventarios	11.715	31.723	27.969	30.360	60.262	30.676
Activos por impuestos corrientes	5	5.429	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	29.178	45.280	36.096	38.051	112.334	118.330
Propiedad, instalaciones y equipo neto	96.598	207.035	359.926	352.878	858.941	853.692
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	96.598	207.035	359.926	352.878	858.941	853.692
TOTAL ACTIVOS	125.777	252.314	396.022	390.929	971.275	972.022
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	4.875	17.600	17.600	0	0	0
Proveedores	69.653	136.915	105.714	86.822	430.319	410.039
Otros Pasivos Corrientes	35.243	68.220	203.653	155.901	14.980	35.507
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	109.771	222.735	326.967	242.723	445.299	445.545
Préstamos (Deuda bancaria LP)	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Mercado de Valores	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera	4.875	17.600	17.600	0	0	0
Deuda Financiera C/P	4.875	17.600	17.600	0	0	0
Deuda Financiera L/P	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS	109.771	222.735	326.967	242.723	445.299	445.545
PATRIMONIO						
Capital Social	800	800	800	800	800	800
Reservas	667	2.477	4.733	11.703	11.703	11.703
Aportes futura capitalización	10.000	10.000	45.000	95.000	416.222	416.222
Utilidad neta del ejercicio	4.538	11.763	13.984	22.181	78.729	27.033
Resultados acumulados	-	4.538	4.538	18.522	18.522	70.719
TOTAL PATRIMONIO	16.006	29.579	69.055	148.206	525.976	526.477

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2017	2018	2019	ene 20	2020	ene 21
Ingresos operacionales	794.511	798.228	1.071.010	131.511	1.243.221	216.819
Costo de ventas	739.181	336.646	328.493	46.462	443.298	97.568
MARGEN BRUTO	55.330	461.582	742.517	85.049	799.923	119.250
TOTAL GASTOS	48.656	444.539	721.017	62.868	721.194	92.217
UTILIDAD OPERACIONAL	6.674	17.043	21.500	22.181	78.729	27.033
Gastos Financieros	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos / egresos netos	(667)	(755)	(1.201)	0	0	0
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	6.006	16.288	20.299	22.181	78.729	27.033
Impuesto a la Renta (menos)	1.468	4.524	6.315	0	0	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	4.538	11.763	13.984	22.181	78.729	27.033

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2017	2018	2019	ene 20	2020	ene 21
Gastos Operacionales / Ingresos	6,12%	55,69%	67,32%	47,80%	58,01%	42,53%
Utilidad Operacional / Ingresos	0,84%	2,14%	2,01%	16,87%	6,33%	12,47%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,57%	1,47%	1,31%	16,87%	6,33%	12,47%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	147,06%	144,88%	153,75%	100,00%	100,00%	100,00%
Utilidad Neta / capital permanente	309,27%	358,95%	252,76%	2128,91%	629,69%	2594,58%
Utilidad Operativa / capital permanente	454,81%	520,05%	388,60%	2128,91%	629,69%	2594,58%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-14,71%	-6,42%	-8,59%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	28,35%	39,77%	20,25%	14,97%	14,97%	5,13%
Rentabilidad sobre Activos	3,61%	4,66%	3,53%	5,67%	8,11%	2,78%
Rentabilidad Operacional / Activos Operacionales	5,31%	6,90%	5,43%	5,67%	8,11%	2,78%
Resultados Operativos Medidos / Activos Totales	5,31%	6,75%	5,43%	5,67%	8,11%	2,78%
Liquidez						
Razón Corriente	0,27	0,20	0,11	0,16	0,25	0,27
Liquidez Inmediata	0,16	0,06	0,02	0,03	0,12	0,20
Capital de Trabajo	-80.593	-177.456	-290.871	-204.671	-332.966	-327.215
Capital de Trabajo / Activos Totales	-64,08%	-70,33%	-73,45%	-52,36%	-34,28%	-33,66%
Cobertura						
EBITDA	9.044	32.096	47.915	24.276	141.717	32.282
EBITDA anualizado	9.044	32.096	47.915	291.306	141.717	149.723
Ingresos	794.511	798.228	1.071.010	131.511	1.243.221	216.819
Gastos Financieros	0	0	0	0	0	0
EBITDA / Ingresos	1,14%	4,02%	4,47%	18,46%	11,40%	14,89%
EBITDA/Gastos Financieros	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	1,37	0,97	1,22	0,00	0,00	0,00
EBITDA / Deuda Total	1,86	1,82	2,72	0,00	0,00	0,00
Flujo Libre de Caja / Deuda Total	3,58	0,46	0,46	0,00	0,00	0,00
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,00	0,26	0,27	0,00	0,25	0,27
Gastos de Capital / Depreciación	0,00	10,26	7,76	0,00	8,92	107,07
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	6,86	7,53	4,73	1,64	0,85	0,85
Activo Total / Capital Social	157,22	315,39	495,03	488,66	1.214,09	1.215,03
Pasivo Total / Capital Social	137,21	278,42	408,71	303,40	556,62	556,93
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,54	0,55	0,37	0,00	0,00	0,00
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	12,14	6,94	6,82	0,83	3,14	2,98
Deuda Financiera / Pasivo	4,44%	7,90%	5,38%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Financiera / Patrimonio	30,46%	59,50%	25,49%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo Total / Activo Total	87,27%	88,28%	82,56%	62,09%	45,85%	45,84%
Capital Social / Activo Total	0,64%	0,32%	0,20%	0,20%	0,08%	0,08%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	12,73%	11,72%	17,44%	37,91%	54,15%	54,16%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	-	-	-	-	-	-
Duración de Existencias (días)	6	34	31	20	50	10
Plazo de Proveedores (días)	34	148	117	58	354	130

Fuente: EMPACALLE S.A. / Elaboración: Class International Rating