

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	agosto 2023

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	ago-23	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Obligaciones de EXPOTUNA S.A. en comité No. 047-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de febrero de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022 estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre de 2023 (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros bajo resolución No. SCVS-INMVDNAR-2023-00042525 con fecha 15 de septiembre de 2023 por un monto de hasta USD 5.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- A pesar de que el sector pesca y acuicultura creció en los primeros dos trimestres de 2023, se registró un decrecimiento de 8,51% en el tercer trimestre del año ante la caída del precio del camarón y la crisis de inseguridad. Este sector, en promedio, ha mostrado un desempeño superior al promedio de la economía nacional en los últimos años, convirtiéndolo en uno de gran importancia y relevancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado, posicionando al Ecuador como el primer país productor y exportador de camarón. La inseguridad, la disminución de precios y el dinamismo de las exportaciones a los principales países destino como China, son algunos factores importantes para considerar de cara a 2024.
- EXPOTUNA S.A. mantiene 18 años de experiencia en el mercado ecuatoriano y forma parte de un Grupo Corporativo que, en conjunto con Frigorífico y Laboratorio San Mateo, es dueño de la marca Alimesa. Esta marca se dedica a comercializar productos del mar con una calidad de exportación en el país, con el objetivo de satisfacer la demanda.
- En los últimos años, EXPOTUNA S.A. ha ampliado su enfoque comercial para incluir la venta de camarón, además de sus operaciones de venta de pescado, tanto en el mercado nacional como en el internacional. El camarón se ha posicionado como el principal artículo de exportación no petrolera de Ecuador por lo que la compañía experimentó un aumento significativo en las ventas en los últimos 4 años, en particular aumentando las exportaciones. Las ventas alcanzaron su pico más alto en 2023 (USD 117 millones), impulsando el crecimiento de la utilidad operativa y por lo tanto del EBITDA, que cubrió los gastos financieros durante todo el periodo analizado. Se espera que se mantenga la tendencia creciente en los años proyectados.
- Durante el periodo de estudio la empresa ha experimentado un incremento importante en su operación, el que ha sido respaldado mediante financiamiento externo principalmente con entidades financieras, lo que se refleja en un flujo de financiamiento positivo. Adicionalmente, por efecto del aumento en las actividades, la empresa ha efectuado inversiones en propiedad, planta y equipo, que de igual manera han sido financiadas mediante crédito bancario a corto plazo y desde 2023, a través de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores.
- La emisión bajo análisis permitiría financiar el crecimiento de la compañía en los próximos años, tomando en cuenta también una renovación de las obligaciones con entidades financieras, aunque en menor medida debido al flujo operativo positivo que permitiría reducir paulatinamente los niveles de deuda. En base a las proyecciones de ventas realizadas, EXPOTUNA S.A. estaría en condición de cumplir con cierta holgura los resguardos de la presente emisión manteniendo montos de efectivo altos y generando flujos suficientes para cumplir las obligaciones.
- La emisión de obligaciones bajo análisis cumple con los resguardos de ley y está amparada por Garantía General. Cuenta con un límite de endeudamiento que consiste en mantener semestralmente un nivel de endeudamiento referente a pasivos al pago de intereses bancarios equivalente hasta el setenta por ciento (70%) de los activos.
- La presente Emisión de Obligaciones cuenta con Garantía Específica consistente en una prenda comercial ordinaria rotativa de cartera comercial que cubre 50% del valor de la Emisión. A diciembre de 2023, cubre en un 51,64% el monto total de la emisión.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Desde 2019, EXPOTUNA S.A. ha ampliado su enfoque comercial para incluir la venta de camarón, además de sus operaciones de venta de pescado, tanto en el mercado nacional como en el internacional. En el transcurso del año 2021, el camarón emergió como el principal artículo de exportación no petrolera de Ecuador, superando al banano, lo que permitió un aumento significativo de 74,21% en las ventas en ese año, en particular logrando un incremento en ventas al extranjero. La tendencia creciente se mantuvo constante en 2022 y 2023, evidenciada por un aumento de 39,53% y de 15,83% en los ingresos, respectivamente.

Entre 2020 - 2023 el costo de ventas promedio fue de 86%, y únicamente en 2023 fue de 88%, compuesto principalmente por costo de ventas internacional del camarón y costos de fletes de exportación.

Los gastos operacionales son aquellos necesarios para el funcionamiento de la empresa, en el caso de EXPOTUNA S.A. el gasto principal corresponde a "CIF aplicado", lo que se refiere a la implementación de los términos comerciales "*Cost, Insurance, and Freight*" (Costo, Seguro y Flete) en transacciones internacionales. Este término indica que el precio de un producto incluye su costo, así como los gastos de seguro y flete hasta el puerto de destino. EN promedio fueron de 11% de los ingresos, aunque es importante mencionar que en 2023 hubo una mayor eficiencia, alcanzando una participación de 9%.

Globalmente, el aumento de ventas junto con una mayor eficiencia operativa permitió que la utilidad neta de la empresa pase de pérdida en 2020 a su valor máximo de USD 859 mil en 2023, incrementando los índices de rentabilidad. De la misma manera, la utilidad operativa creciente permitió un crecimiento en el nivel de EBITDA, que presentó una cobertura sobre gastos financieros de en torno a 2 veces desde 2021.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023
	REAL			PRELIMINAR
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	41.717	72.674	101.399	117.451
Utilidad operativa (miles USD)	570	1.391	2.750	3.276
Utilidad neta (miles USD)	(311)	161	487	859
EBITDA (miles USD)	569,55	1.918	3.420	4.196
Deuda neta (miles USD)	11.861	12.907	14.977	17.355
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.974)	1.059	(2.366)	2.492
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	5.842	9.089	10.979	12.029
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	265	4.975	9.070	10.935
Razón de cobertura de deuda DSCRC	2,15	0,39	0,38	0,38
Capital de trabajo (miles USD)	2.257	47	(1.366)	(3.151)
ROE	-3,63%	1,86%	5,32%	8,59%
Apalancamiento	2,22	3,60	3,57	3,77

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 y Estados Financieros Internos diciembre 2023

Los activos de la compañía experimentaron un comportamiento creciente en los últimos años. En 2020, el valor de los activos fue de USD 27,58 millones, creciendo un 73% en todo el periodo hacia USD 47,72 millones en 2023. Coherente con el giro de negocio, EXPOTUNA S.A. requiere de altos montos de inversión en la propiedad, planta y equipo, por lo que no existe una concentración significativa en los activos corrientes, que en 2023 representaron 53% del activo total.

A pesar del incremento en ventas, la cartera de la compañía mantiene una tendencia a la baja desde 2021, reflejado en días de cartera decrecientes y que se ubicaron en 13 días en 2023. Desde 2022, los días de cobro evidencian un calce adecuado al ser inferiores a los días de pago, algo positivo para los flujos de la compañía. Por otro lado, los inventarios fueron crecientes a lo largo del periodo, coherente con la mayor demanda y el incremento de las ventas y de la actividad operativa de la empresa.

Históricamente los pasivos de la compañía han estado concentrados en el corto plazo, en promedio el pasivo corriente representó 70% del total de los pasivos entre el año 2020 y 2023. El aumento del pasivo total a lo largo de los años fue ocasionada por un incremento en las obligaciones con entidades financieras y en las cuentas por pagar a proveedores, cuentas que permitieron el fondeo de las operaciones en 2020 y 2022, años donde el flujo operativo fue negativo. En el año 2023, el flujo de actividades de operación pasó a ser positivo, pero las inversiones en el activo fijo y la compra de inventario requirieron un mayor financiamiento.

El capital social ha mantenido pasó de USD 200 mil a USD 400 mil en 2023, que junto con las ganancias acumuladas causaron un incremento en el nivel de patrimonio. Sin embargo, el crecimiento del pasivo fue superior y como resultado, el índice de apalancamiento de EXPOTUNA S.A. aumentó de 2,22 en 2020 a 3,77 en 2023.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Considerando los resultados de la empresa hasta diciembre de 2023, se prevé que en el periodo 2024-2026 los ingresos incrementarían 2%, sin embargo, esta cifra podría variar de acuerdo con el comportamiento del sector acuícola, el precio del camarón y la demanda externa; cabe recalcar que en 2024 entraría en vigor el acuerdo comercial con China, lo que podría beneficiar a las exportaciones. La participación del costo de ventas en promedio se ha mantenido alrededor de 86,5%, por lo que, con el fin de estresar las proyecciones, se estima que el costo de venta se mantenga en 88%, la misma participación alcanzada en 2023.

Una participación de gastos operativos de 9,5% permitiría resultados operativos crecientes hacia 2026, lo que beneficiaría la generación de EBITDA y consecuentemente, la cobertura sobre los gastos financieros se proyecta superior a 2 veces en 2024 y superior a 3 a partir de 2025. Esto demuestra que la compañía estaría en capacidad de hacer frente al costo derivado del endeudamiento mediante la generación operativa.

Se estima que la utilidad neta sea de 2024 sea ligeramente inferior a la de 2023 a causa de mayores gastos financieros, aunque presentaría una tendencia creciente en 2025 y 2026, superando USD 1 millón en estos últimos años. Por lo tanto, se proyecta un ROE incremental de 8,6% en promedio.

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	119.800	122.197	124.640
Utilidad operativa (miles USD)	2.995	3.055	3.116
Utilidad neta (miles USD)	748	1.139	1.196
EBITDA (miles USD)	3.934	4.012	4.092
Deuda neta (miles USD)	14.223	12.364	10.426
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	3.521	1.839	1.907
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	10.849	11.066	11.287
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	12.720	7.813	7.857
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,31	0,51	0,52
Capital de trabajo (miles USD)	(209)	(419)	(1.102)
ROE	6,96%	9,58%	9,14%
Apalancamiento	3,35	2,90	2,52

Fuente: GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, por efecto del crecimiento en ventas para el periodo proyectado se estima que la cartera incremente, los días de cartera llegarían a 15. Los días de pago a proveedores alcanzarían los 30 días, permitiendo el financiamiento a través de proveedores mediante un calce adecuado. Además, los inventarios fluctuarían en torno a USD 14 millones, reflejando 50 días de existencias. Se estima inversiones en el activo dijo, manteniendo así la tendencia creciente el la propiedad, planta y equipo necesaria para las actividades productivas.

La empresa mantendría una estructura de financiamiento similar a la del periodo histórico, mantenido la deuda con entidades financieras en su mayoría en el corto plazo, la colocación total de la Primera Emisión de Obligaciones en 2024. A pesar de esto, el flujo operativo positivo permitiría una disminución en los niveles de deuda, que podría llegar a niveles similares a los de 2020 y 2021.

Se ha proyectado que para el 2024 el capital social ascienda a USD 800 mil, los que serían tomados de ganancias acumuladas. Este aumento en el patrimonio, junto con la disminución de deuda financiera permitiría un apalancamiento a la baja a lo largo de los años proyectados.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tendría la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de EXPOTUNA S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. La compañía tiene contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

- La propiedad, planta y equipo puede verse afectada por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros, lo cual generaría pérdidas económicas a la compañía. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro contratadas que cubren riesgos de incendio multirriesgo, rotura de maquinaria y vehículos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsible en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- El fenómeno de El Niño y otros fenómenos climáticos pueden afectar negativamente la producción acuícola al causar alteraciones en las condiciones del agua, incluyendo disminución de oxígeno, proliferación de algas nocivas y cambios en la reproducción y crecimiento de las especies acuícolas.
- Las enfermedades virales representan una amenaza para el sector acuícola al causar disminución de la producción, afectando a especies como camarones, peces y moluscos en granjas acuícolas.
- La inseguridad alrededor de las piscinas acuícolas también puede representar una amenaza al sector, causando graves pérdidas para las empresas del sector, así como también poner en riesgo a sus trabajadores.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica los riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con las aseguradoras Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene EXPOTUNA S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 340 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 0,71% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es poco representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no generaría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Adicionalmente, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza.

INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	5.000.000	1.440	8,00%	Trimestral Con 180 días de gracia	Trimestral
Saldo vigente (diciembre 2023)	USD 1.000.000					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	La presente emisión cuenta con garantía específica consistente en prenda comercial ordinaria rotativa de cartera comercial de clientes extranjeros que cubre 50% del valor de la presente Emisión.					
Destino de los recursos	La Junta General de Accionistas determinó que los recursos provenientes de la emisión serán utilizados en activos fijos (20%) y capital de trabajo (80%) el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos.					
Estructurador financiero	Fiduvvalor Casa de Valores S.A.					

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Agente colocador	Fiduvalor Casa de Valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representante de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ EXPOTUNA S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de la presente Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 70% de los activos de la empresa.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones EXPOTUNA S.A. que ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo