

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO – EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 020/2019, del 31 de enero de 2019
Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2018

Analista: Ing. Masiel Ponce
masiel.ponce@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA es una empresa dedicada a la transformación de productos marinos (atún, camarón, etc.) y de la acuicultura, comprometida con la mejora continua de sus procesos y actividades para satisfacer los requerimientos de sus clientes y ofrecerles una mayor calidad, de forma compatible con una gestión ambiental responsable.

Revisión

Resolución No. SC.INMV.DNAR.14.0029370, del 17 de octubre de 2014.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 020/2019 del 31 de enero de 2019 decidió otorgar la calificación de **"B+" (B más)** a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA por un monto de hasta cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

Categoría B: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

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 Consejo Nacional de Valores (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), 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 de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el sector en el cual se desenvuelve.
- EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA pertenece al Grupo Corporativo Visión GRUPOVISIÓN S.A., el cual posee una importante trayectoria dentro del mercado, y su objetivo principal ha sido impulsar la economía ecuatoriana a través de la innovación de sus diferentes líneas de negocio.

- La compañía no cuenta con políticas de Buen Gobierno Corporativo, no obstante, posee una Junta de Accionistas, que la gobierna; una Plana Gerencial idónea que ejecuta las decisiones de la Junta; y una estructura adecuada, que le ha permitido consolidarse en el mercado.
- EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA es una compañía que continuamente mejora sus procesos, implementando acciones para brindar un mejor producto a sus clientes y de esa manera fortalecer el modelo del negocio.
- Los ingresos operacionales de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA se mostraron fluctuantes durante los periodos bajo análisis, de esta manera se evidenció un importante incremento del 46,22% entre los años 2015-2016, alcanzando en este último periodo un valor de USD 31,41 millones, esta tendencia se revierte, pues los ingresos presentaron una disminución en los periodos siguientes, hasta ubicarse en USD 30,19 millones al año 2017 y USD 29,29 millones al 2018. Estas variaciones obedecen al comportamiento del precio internacional de ciertos productos exportados por la compañía.
- Los ingresos alcanzados por EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA le permitieron cubrir los costos y gastos operacionales, generando un margen operativo positivo y creciente en valores monetarios que pasó de USD 0,91 millones en 2015 a USD 1,67 millones en 2018, mientras que su partición frente a los ingresos operacionales se registró relativamente estable con pequeñas variaciones, con un promedio de 4,50% (2015-2018).
- Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos, los respectivos impuestos y la participación a trabajadores, la compañía generó una utilidad neta positiva para todos los periodos, no obstante, esta se registró variable, pues en el año 2015 se ubicó en USD 40,57 mil (0,19% de los ingresos), descendiendo a USD 32,57 mil (0,10% de los ingresos) en el año 2016, debido al aumento que se registró en la participación a trabajadores y el impuesto a la renta, posteriormente para los dos periodos siguientes la utilidad neta creció al ubicarse en USD 133,76 mil (0,44% de los ingresos) en 2017 y USD 336,22 mil (1,15% de los ingresos) en 2018, gracias al adecuado manejo de los costos y gastos operacionales.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía, registró una tendencia creciente que pasó de USD 1,19 millones (5,53% de los ingresos) en el año 2015 a USD 1,98 millones (6,78% de los ingresos) en 2018, producto de una utilidad operacional que mostró un comportamiento similar, evidenciado que la compañía genera flujos necesarios para cubrir sus gastos financieros.
- Los activos totales de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA presentaron una tendencia creciente durante el periodo 2015-2017, de USD 19,23 millones a USD 27,28 millones, esta situación se revierte al cierre de 2018, pues los activos arrojaron una suma de USD 24,21 millones, debido a que para este último periodo no se contabilizó ningún valor en derecho de cobro (corto y largo plazo).
- Los pasivos totales de la compañía, mostraron una tendencia a la baja en su financiamiento sobre los activos entre los años 2015-2017, pues de 67,09% pasan a financiar el 48,04%, como efecto del crecimiento acelerado de los activos totales. Para diciembre de 2018, los pasivos se ubicaron en USD 15,32 millones y financiaron en 63,27% del total de activos, debido a la adquisición de mayor deuda para su normal operación.
- El patrimonio de la compañía presentó un porcentaje de financiamiento creciente, que se ubicó en 32,91% en 2015 y 51,96% en 2017, no obstante, al 31 de diciembre de 2018 el patrimonio se redujo esta relación a 36,73% de los activos, debido a que ya no se registra ningún valor en la cuenta "Superavit por Reevaluación" al dar de baja los derechos de cobro que no pudieron ser recuperados por la compañía¹.
- EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, mostró un leve deterioro en sus indicadores de liquidez (Razón circulante) durante los periodos bajo análisis, debido a que los activos de corto plazo disminuyen a mayor velocidad que los pasivos del mismo tipo.
- EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA durante todo el periodo analizado ha conservado un nivel de apalancamiento moderado, sin embargo, para diciembre de 2018 este se incrementó, debido a la disminución del patrimonio.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 30 de mayo de 2014, la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, resolvió aprobar el proceso de Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD

¹ Cumpliendo con las Normales Legales contables y societarias vigentes en el país, se registró contablemente el castigo del Derecho de Cobro afectando la cuenta contable patrimonial Pérdidas de años anteriores y Superavit por Reevaluación

- 5,00 millones, mientras que con fecha 08 de agosto de 2014, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA como Emisor conjuntamente con el Representante de los Obligacionistas (VALORACIONES TÉCNICAS VALORATEC S.A.), suscribieron la escritura de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA.
- Con fecha 30 de enero de 2015 PLUSVALORES S.A., Casa de Valores SCCV inició la colocación de valores determinando que hasta el 17 de julio de 2015, colocó el 32,61% (USD 1,63 millones) del total aprobado (USD 5,00 millones), después de la prórroga concedida se colocaron USD 115.000 de la clase A, de esta manera hasta el 17 de abril de 2016 (vencimiento de la autorización de prórroga de oferta pública) el monto colocado totalizó USD 1.745.527.
 - Hasta el 31 de diciembre 2018, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, canceló su décimo quinto dividendo de capital e intereses tanto de la clase A como de la clase B a los inversionistas, determinando que el saldo de capital pendiente por pagar a los mismos ascendió a la suma de USD 0,36 millones.
 - La Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el Emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y
 - b. 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 obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con todos los resguardos listados anteriormente con excepción del indicador de liquidez, sin embargo, la administración señala que el incumplimiento se debió al importante crecimiento en las ventas de su línea de camarón, y en virtud de aprovechar ese escenario favorable a la brevedad posible, ejecutaron algunas inversiones de optimización de planta con dineros a corto plazo, los mismos que se encuentran siendo gestionados para que sean parte de las líneas de crédito a largo plazo.
 - Al 31 de diciembre de 2018, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa por USD 11,56 millones, siendo el 80% de los mismos una suma de USD 9,25 millones. Dicho valor genera una cobertura de 25,79 veces sobre el saldo de capital de la emisión de obligaciones objeto del presente Estudio Técnico, determinando de esta manera que el monto de la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
 - Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que las cifras y resultados esperados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, por diversos factores ocasionados a través del tiempo; sin embargo, los pagos a los inversionistas se han venido realizando con normalidad en las fechas establecidas de acuerdo a la colocación de los valores.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Las posibles variaciones en el precio de los principales productos del mar que ofrece la compañía (wahoo, escolar, blue marlin, dorado, corvina, atún, pez espada calamar, camarón) a nivel internacional

podría ocasionar desajustes en las ventas que la compañía pudiera generar. Con el fin de mitigar este riesgo la empresa tiene la política de comprar la materia prima cuando está asegurada la venta, evitando la compra de producto para tenerlo en inventario.

- Fenómenos naturales, enfermedades o plagas sobre las especies que comercializa la compañía, podrían ocasionar pérdidas para la compañía, al disminuir su disponibilidad para el procesamiento (volumen de pesca) y posterior comercialización.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía internacional podrían afectar la demanda internacional de los productos lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Implementación de políticas gubernamentales impositivas, arancelarias y restrictivas por parte del Gobierno ecuatoriano que pudieran afectar la exportación del producto que comercializa la compañía, podrían afectar su operación y el flujo de la empresa.
- El posible desabastecimiento de la principal materia prima (wahoo, escolar, blue marlin, dorado, corvina, atún, pez espada calamar, camarón), podría afectar de manera importante a la actividad que desarrolla la compañía, no obstante la compañía menciona que en su planta de producción se manejan procedimientos que le han permitido cambiar de manera exitosa e importante el procesos productivo, con el fin de responder a las exigencias de los mercados internacionales.
- La dependencia del mercado internacional hace que factores externos, puedan generar un impacto negativo en el mercado en el cual se desenvuelve la empresa.
- Posibles cambios en las regulaciones pesqueras, emitidas por parte del gobierno de turno, podría afectar de manera significativa el normal desarrollo de las actividades de la compañía.
- Reformas tributarias, laborales e incluso legales que podrían afectar la operatividad de la compañía.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe indicar que para el presente proceso, los activos que respaldan la emisión son los Inventarios, las cuentas por cobrar exterior y la propiedad, plata y equipo (terreno camaronera, piscinas camaronera) libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar exterior que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir sus compromisos adquiridos con la compañía.
- La concentración de las ventas en pocos clientes podría causar complicaciones en el evento de que uno de ellos incumpla en sus pagos. Cabe resaltar que con el fin de mitigar el riesgo mencionado EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, mantiene una diversificación de 10 distintos clientes en los Estados Unidos, además al tratarse de un país que maneja la misma moneda, no está sujeto a la pérdida de capacidad adquisitiva que podría incidir en una disminución de las ventas. Por otra parte, en virtud de la fuerte crisis que ha afectado al mundo, los bajos precios internacionales de materia prima en los últimos años, la empresa ya cuenta ahora con una diversificación más acentuada que en años anteriores, tanto en mercados, como en productos.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Al referirnos al inventario que respalda la emisión, se debe indicar que la falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión. En referencia a la mitigación de este punto de riesgo, la empresa cuenta con todos los equipos industriales necesarios para dar un adecuado tratamiento al inventario que maneja. Además garantiza el cumplimiento de normas de calidad e inocuidad a los que se sujeta la producción. Adicionalmente poseen una póliza de seguro contra todo riesgo cubre también al inventario.

- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con una póliza de seguros, así mismo la compañía realiza estrictos controles de calidad durante cada proceso.
- El total de activos fijos de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, catástrofes naturales, o eventos ajenos y fuera de control de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, como es el caso de incendios, u otros similares, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía posee pólizas de seguros.
- Finalmente las cuentas por cobrar exterior, neto que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependería de que la empresa se encuentre normalmente operando y de que mantenga su sistema de recuperación de cartera y cobranzas adecuado; de modo que la cartera se mantenga operativa, dispersa, y no vencida, mientras que al referirnos a los inventarios, de igual forma estos también presentarían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando y de que se conserven en buen estado los mismos, mientras que en lo que respecta a la propiedad, plata y equipo (terreno camaronera, piscinas camaronera), su liquidación dependería de las condiciones del mercado y su liquidez.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre de 2018 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas por USD 0,26 millones, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos. En referencia a este punto la empresa mitiga el riesgo de no poder recuperar las cuentas por cobrar a empresas vinculadas, mediante los debidos Informes anuales de Precio de Transferencia donde se establece que los valores responden estrictamente a transacciones comerciales transparentes.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA que respaldan la emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA del 30 de mayo de 2014.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017

de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de diciembre de 2018.

- 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.).
- 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.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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 debidamente 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 EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, 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 o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCION

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de la compañía EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, en sesión celebrada el 30 de mayo de 2014, misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas, resolvió autorizar el proceso de Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 5'000.000,00.

Por otro lado con fecha 08 de agosto de 2014, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA como Emisor conjuntamente con el Representante de los Obligacionistas (VALORACIONES TÉCNICAS VALORATEC S.A.), suscribieron la escritura de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA por medio de Escritura Pública celebrada ante el Notario Titular Trigésimo Octavo del Cantón Guayaquil.

A continuación se revelan las principales características y condiciones de la emisión:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA				
Emisor	EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA			
Capital a Emitir	USD 5.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Títulos valores	Serán emitidos en forma Desmaterializada, a un valor mínimo de negociación de USD 1.000,00			
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados, y no serán convertibles en acciones.			
Underwriting	No contempla contrato de Underwriting			
Tipo de Oferta	Pública			
Plazo, Clase y Serie	TIPO DE CLASE	MONTO	PLAZO	
	CLASE A	3.000.000,00	1,440 DÍAS	
	CLASE B	2.000.000,00	1,800 DÍAS	
Tasa de Interés	Clase A: 8,25% fija anual Clase B: 8,75% fija anual			
Amortización Capital	Clase A: 16 cupones, pagaderos trimestralmente. Clase B: 20 cupones, pagaderos trimestralmente.			
Pago de Intereses	Clase A: 16 cupones, pagaderos trimestralmente. Clase B: 20 cupones, pagaderos trimestralmente.			
Estructurador Financiero y Agente Colocador	PLUSVALORES S.A. Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Representante de Obligacionistas	Valoraciones Técnicas Valoratec S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	Serán utilizados en un 50% para compra de materia prima, en un 30% para pago a proveedores y el 20% restante para sustitución de deuda bancaria.			
Fecha de inicio de generación de intereses	El plazo del título correrá a partir de la fecha en que se realice la primera colocación de la emisión.			
Sistema de Colocación	Mercado Bursátil			
Resguardos establecidos en el Libro II, Mercado de Valores, del tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ol style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, 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 obligaciones en mora. <p>Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</p>			
Límite de Endeudamiento	La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. La relación porcentual del 80% establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de obligaciones en circulación. Por lo tanto la empresa limita su endeudamiento en 0,80 de su activo total libre de gravamen.			

Fuente: Contrato de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating S.A.

A continuación se presenta el esquema de la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD) CLASE A

Fecha	Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
3-feb-15					415.000,00
3-may-15	1	25.937,50	8.559,38	34.496,88	389.062,50
3-ago-15	2	25.937,50	8.024,41	33.961,91	363.125,00

3-nov-15	3	25.937,50	7.489,45	33.426,95	337.187,50
3-feb-16	4	25.937,50	6.954,49	32.891,99	311.250,00
3-may-16	5	25.937,50	6.419,53	32.357,03	285.312,50
3-ago-16	6	25.937,50	5.884,57	31.822,07	259.375,00
3-nov-16	7	25.937,50	5.349,61	31.287,11	233.437,50
3-feb-17	8	25.937,50	4.814,65	30.752,15	207.500,00
3-may-17	9	25.937,50	4.279,69	30.217,19	181.562,50
3-ago-17	10	25.937,50	3.744,73	29.682,23	155.625,00
3-nov-17	11	25.937,50	3.209,77	29.147,27	129.687,50
3-feb-18	12	25.937,50	2.674,80	28.612,30	103.750,00
3-may-18	13	25.937,50	2.139,84	28.077,34	77.812,50
3-ago-18	14	25.937,50	1.604,88	27.542,38	51.875,00
3-nov-18	15	25.937,50	1.069,92	27.007,42	25.937,50
3-feb-19	16	25.937,50	534,96	26.472,46	-
		415.000,00	72.754,69	487.754,69	

CUADRO 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD) CLASE B

Fecha	Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
30-ene-15					1.330.527,00
30-abr-15	1	66.526,35	29.105,28	95.631,63	1.264.000,65
30-jul-15	2	66.526,35	27.650,01	94.176,36	1.197.474,30
30-oct-15	3	66.526,35	26.194,75	92.721,10	1.130.947,95
30-ene-16	4	66.526,35	24.739,49	91.265,84	1.064.421,60
30-abr-16	5	66.526,35	23.284,22	89.810,57	997.895,25
30-jul-16	6	66.526,35	21.828,96	88.355,31	931.368,90
30-oct-16	7	66.526,35	20.373,69	86.900,04	864.842,55
30-ene-17	8	66.526,35	18.918,43	85.444,78	798.316,20
30-abr-17	9	66.526,35	17.463,17	83.989,52	731.789,85
30-jul-17	10	66.526,35	16.007,90	82.534,25	665.263,50
30-oct-17	11	66.526,35	14.552,64	81.078,99	598.737,15
30-ene-18	12	66.526,35	13.097,38	79.623,73	532.210,80
30-abr-18	13	66.526,35	11.642,11	78.168,46	465.684,45
30-jul-18	14	66.526,35	10.186,85	76.713,20	399.158,10
30-oct-18	15	66.526,35	8.731,58	75.257,93	332.631,75
30-ene-19	16	66.526,35	7.276,32	73.802,67	266.105,40
30-abr-19	17	66.526,35	5.821,06	72.347,41	199.579,05
30-jul-19	18	66.526,35	4.365,79	70.892,14	133.052,70
30-oct-19	19	66.526,35	2.910,53	69.436,88	66.526,35
30-ene-20	20	66.526,35	1.455,26	67.981,61	(0)
		1.330.527,00	305.605,42	1.636.132,42	

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre de 2018)

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante resolución No SC.INMV.DNAR.14.0029370 con fecha 17 de octubre de 2014, aprobó la emisión de obligaciones de largo plazo por la suma de hasta USD 5'000.000,00, siendo la fecha de vencimiento de su oferta pública el 17 de julio de 2015, al haberse concluido el plazo de la oferta pública y al no haber colocado el 100% de la emisión, la compañía solicitó una prórroga a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, la misma que fue autorizada mediante resolución SCVS.INMV.DNAR.15.0002974 del 20 de agosto de 2015, en la cual resolvió conceder la prórroga de la oferta pública por nueve meses calendario, definiendo que la fecha de vencimiento de la autorización fuese el 17 de abril de 2016.

Colocación de los valores

Con fecha 30 de enero de 2015 PLUSVALORES S.A., Casa de Valores SCCV inició la colocación de valores determinando que hasta el 17 de julio de 2015, colocó el 32,61% (USD 1,63 millones) del total aprobado (USD 5,00 millones), después de la prórroga concedida se colocaron USD 115.000 de la clase A, de esta manera hasta el 17 de abril de 2016 (vencimiento de la autorización de prórroga de oferta pública) el monto colocado totalizó USD 1.745.527.

Saldo de Capital

Al referirnos al saldo de capital de la Emisión de Obligaciones, se debe mencionar que hasta el 31 de diciembre de 2018, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, canceló el décimo quinto dividendo tanto de la clase A como de la clase B a los inversionistas, determinando que el saldo de capital pendiente por pagar a los mismos asciende a la suma de USD 0,36 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b) 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 obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con todos los resguardos listados anteriormente con excepción del indicador de liquidez, sin embargo, la administración señala que el incumplimiento se debió al importante crecimiento en las ventas de su línea de camarón, y en virtud de aprovechar ese escenario favorable a la brevedad posible, ejecutaron algunas inversiones de optimización de planta con dineros a corto plazo, los mismos que se encuentran siendo gestionados para que sean parte de las líneas de crédito a largo plazo.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 4: RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	dic-18	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a (1)	El indicador de liquidez promedio para el semestre de abr-18 a sep-18 0,93 veces	No
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a uno (1)	1,44 veces	Si

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de octubre de 2014, el promedio se calculará en semestres octubre-marzo y abril-septiembre, según corresponda.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ

	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	PROMEDIO
Activos corrientes(USD)	12.452.105	12.311.826	13.155.227	12.868.101	13.452.920	14.111.104	
Pasivos corrientes (USD)	13.343.957	13.224.483	14.312.301	14.031.176	14.590.514	15.208.090	
Índice Liquidez (Veces)	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92	0,93	0,93

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa, es así que al 31 de diciembre de 2018, presentó un total de activos de USD 24,21 millones, de los cuales USD 12,86 millones corresponden a activos libres de todo gravamen. A continuación, el detalle de lo mencionado:

CUADRO 6: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (DICIEMBRE 2018)

Activos	Libres	%
Disponibles	442.394	3,44%
Exigibles	1.726.769	13,43%
Realizables	4.767.064	37,08%
Propiedad Planta y Equipo	2.803.154	21,80%
Otros activos	3.116.605	24,24%
TOTAL	12.855.986	100,00%

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias².

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2018, presentó un monto Total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 11,56 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 9,25 millones. Dicho valor genera una cobertura de 25,79 veces sobre el saldo capital de la emisión de obligaciones, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

² “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

CUADRO 7: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (DICIEMBRE 2018)

Descripción	USD
Total Activos	24.210.784
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	11.354.798
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	49.552
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	-
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ⁴	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁵	1.245.394
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	11.561.040
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	9.248.832
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	358.569
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	32,24
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	25,79

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con 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 0,75 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de la emisión de obligaciones representa el 2,02% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2018 y el 4,03% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 8: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (DICIEMBRE 2018)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	8.893.131
200% del Patrimonio (USD)	17.786.263
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	358.569
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	2,02%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	4,03%

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor:

Las proyecciones financieras para el período 2016-2019, arrojan las cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2019, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA reflejará una utilidad neta igual a USD 1,50 millones.

CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2016	2017	2018	2019
Ventas netas	42.854.470	43.711.560	44.585.791	45.477.507
Costo de ventas	37.009.563	37.749.755	38.504.750	39.274.845
Utilidad bruta	5.844.907	5.961.805	6.081.041	6.202.662

3 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

4 En los que el Emisor haya actuado como Originador.

5 Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

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

7 (Total Activos Deducidos – Emisiones) / (Total Pasivo-emisiones en circulación)

Gastos administrativos y ventas	2.792.663	2.859.983	2.928.961	2.999.635
Utilidad operativa	3.052.244	3.101.822	3.152.080	3.203.027
Gastos financieros	950.934	867.776	784.893	740.961
Otros gastos	72.389	73.837	75.314	76.820
Utilidad antes de impuestos	2.028.921	2.160.209	2.291.873	2.385.246
Impuestos	446.363	475.246	504.212	524.754
Participación empleados	304.338	324.031	343.781	357.787
Utilidad neta	1.278.220	1.360.932	1.443.880	1.502.705

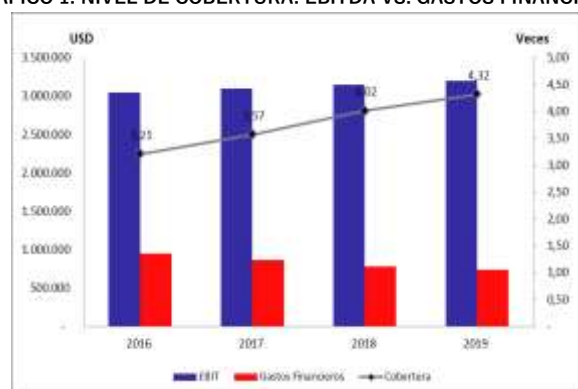
Fuente: PLUSVALORES Casa de Valores S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Los supuestos utilizados establecieron un incremento en ventas del 2,00% para los periodos 2017 – 2019. En cuanto a los costos de ventas se estableció un porcentaje de participación del 86,36% en promedio sobre sus ventas (2017-2019). Por su parte en relación a los gastos operativos, representarían el 26,22% de los ingresos.

Para la proyección realizada que abarca el periodo 2016-2019, se consideró el promedio de la participación histórica sobre las ventas de los gastos financieros, otros ingresos y otros gastos, es así que a partir del año 2016 estos significarían el 1,90% de los ingresos (incluyen el valor de los intereses generados por la presente Emisión de Obligaciones) y el 0,17% de los ingresos.

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 correspondientes a la presente emisión, en base a los valores determinados como se explicó con anterioridad. En este sentido, de acuerdo a como se refleja en el gráfico a continuación, existiría conforme a las proyecciones, una cobertura positiva por parte del EBIT⁸ frente a los gastos financieros, la misma que pasaría de 3,21 veces en el año 2016 a 4,32 veces en el año 2019, denotándose que el Emisor gozaría en los próximos 3 años de una capacidad de pago razonable de los gastos ya señalados, en vista de que sus fondos propios tienen un comportamiento claramente al alza mientras que los gastos financieros presentan una clara tendencia decreciente.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, respecto al flujo de caja, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, presentará según las proyecciones financieras, un flujo operativo positivo, llegando a USD 1,32 millones al finalizar el período de la proyección (año 2019), tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 10: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

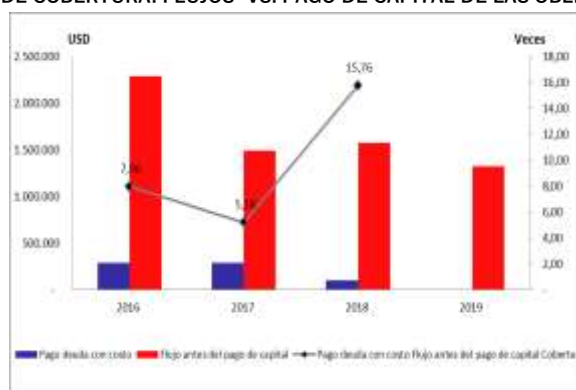
Descripción	2016	2017	2018	2019
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN				
Recibido de clientes	10.654.509	10.867.599	11.483.835	11.306.650
Pagos a proveedores y a empleados	10.283.743	10.677.789	10.365.280	10.578.690
Intereses Pagados	(6.055)	(6.055)	(6.055)	(2.188)
Otros Ingresos (gastos), neto	-	-	-	-

⁸ No se considera un EBITDA debido a que los gastos de depreciación y amortización no se encuentran desglosados en las proyecciones del estado de resultados.

Participación Trabajadores	304.338	324.031	343.781	357.787
Impuesto a la Renta corriente	446363	475246	504212	524754
Impuesto a la Renta diferido	-	-	-	-
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	(373.880)	(603.412)	276.617	(152.393)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN				
Adquisición de propiedad, planta y equipo	88.033	92.069	96.289	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	88.033	92.069	96.289	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO				
Préstamos Financieros	-	-	-	-
Capital Emisión de Obligaciones	(287.500)	(287.500)	(100.000)	-
Capital Pagado	-	-	-	-
Otros Ingresos (gastos), neto	(287.500)	(287.500)	(100.000)	-
FLUJO DE EFECTIVO NETO				
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	(573.347)	(798.843)	272.906	(152.393)
SALDO INICIAL	2.574.828	2.001.481	1.202.638	1.475.544
SALDOS AL FIN DEL AÑO	2.001.481	1.202.638	1.475.544	1.323.151

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES A EMITIR



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado inicialmente

El análisis comparativo a diciembre de 2018, se lo realizó versus lo proyectado al cuarto trimestre de 2018; por lo mencionado, se pudo evidenciar que las ventas llegaron a registrar un cumplimiento de apenas el 65,69%, no obstante, estas fueron suficientes para cubrir sus costos y gastos operativos, logrando que la compañía alcance un margen operativo positivo pero con un cumplimiento de tan solo el 52,99%.

Al descontar gastos financieros y otros egresos, la utilidad neta del periodo se ubicó en USD 0,34 millones alcanzando un cumplimiento de apenas el 23,29%.

CUADRO 11: COMPARATIVO RESULTADOS PROYECTADOS (USD)

Rubro	Proyectado 2018	Real Dic-18	Cumplimiento
Ventas netas	44.585.791	29.287.277	65,69%
Costo de ventas	38.504.750	25.553.933	66,37%
Utilidad bruta	6.081.041	3.733.344	61,39%
Gastos administrativos y ventas	2.928.961	2.063.122	70,44%
Utilidad operativa	3.152.080	1.670.222	52,99%
Gastos financieros	784.893	1.065.407	135,74%
Otros gastos	75.314	-	0,00%
Utilidad antes de impuestos	2.291.873	604.814	26,39%
Impuestos	504.212	177.872	35,28%
Participación empleados	343.781	90.722	26,39%

⁹ (*)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.

Utilidad neta	1.443.880	336.221	23,29%
----------------------	------------------	----------------	---------------

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A.. / Elaboración: Class International Rating

En lo que respecta al análisis del flujo de efectivo, se puede evidenciar que, a diciembre de 2018, el flujo de efectivo final alcanzó un cumplimiento de 29,98% frente a lo proyectado, no obstante, la compañía ha cumplido con todas sus obligaciones en los tiempos requeridos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado 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 fueron 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 de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. 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 del Artículo 19, 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**

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas¹⁰.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la restricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019¹¹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la

¹⁰ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

inversión pública¹². Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹³. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹⁴. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹⁵. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹⁶.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 12: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre- 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre - 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 - enero - 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁷. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹⁸.

Durante enero a noviembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20.415,04 millones, siendo superior en 17,76% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 17.335,57 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,2%), bienes de consumo (15,5%), bienes de capital (13,2%), materias primas (12,1%) y productos diversos (49,3%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y noviembre de 2018 alcanzaron USD 19.900,24 millones, siendo superiores en 14,63% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 17.360,05 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,7%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 31,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 44,2 durante enero-octubre 2017 a USD 60,8 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-noviembre de 2018 crecieron en 5,28% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 11.675,03 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁹, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

¹² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real> y <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-ajuste-fiscal-segun-banco-central>.

¹³ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

¹⁴ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁶ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

¹⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo²⁰. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país²¹. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios²².

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)²³ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones²⁴.

La **inflación** anual en diciembre de 2018 fue de 0,27%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,10%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de recreación y cultura; transporte; y, bienes y servicios diversos.

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26²⁵; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00²⁶. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,08 a diciembre 2018²⁷. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16²⁸, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60

²⁰ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

²¹ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

²² <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

²³ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²⁴ <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

²⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²⁷ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3)%²⁹. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral³⁰.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. 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 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente³¹.

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 mensual fue de 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%³².

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda³³.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)³⁴.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros³⁵.

²⁹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

³⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

³¹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB³⁶, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB³⁷, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁸.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 11 de enero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.626,81 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁹. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país⁴⁰. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda⁴¹.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios⁴², la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴³, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴⁴. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017⁴⁵.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

En Manta, con fecha 30 de diciembre de 1993, fue constituida la compañía bajo la denominación EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, determinando un plazo de duración hasta el 31 de diciembre 2043.

³⁶ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁷ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf

³⁸ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

³⁹ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

⁴⁰ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

⁴¹ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

⁴² <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

⁴⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA es una empresa dedicada a la transformación de productos marinos (atún, camarón, etc.) y de la acuicultura, comprometida con la mejora continua de sus procesos y actividades para satisfacer los requerimientos de sus clientes y ofrecerles una mayor calidad, de forma compatible con una gestión ambiental responsable.

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA pertenece al Grupo Corporativo Visión GRUPOVISIÓN S.A., el cual posee una importante trayectoria dentro del mercado, y su objetivo principal ha sido impulsar la economía ecuatoriana a través de la innovación de sus diferentes líneas de negocio. El Grupo vio la necesidad de formar nuevas empresas para cada una de las actividades que realiza, siendo éstas las siguientes:

CUADRO 13: EMPRESAS DEL GRUPO

Empresas	Líneas de Negocio	Detalle de productos	Empresas	Líneas de Negocio	Detalle de productos
TECOPECA	ALIMENTOS	En la línea de alimentos ofrece productos mar y acuicultura principalmente, la línea de productos abarca congelados, conservas clásicas, albacora, alimentos preparados, camarón, vegetales en conservas, mascotas, harina y aceite	CROPILETTO	INMOBILIARIO Y CONSTRUCCIÓN	Incluye toda promoción inmobiliaria, comercialización, construcción y promoción turística
BILBOSA			IMMOMARINA		
MANCORS			PROCOVILL		
TECOBIL			CONTURCORP		
TECOALCA			CONTURLODGE		
R & L PESCA			INMOCASTELLANA		
EXPOFRUTAS			INMORENAZZO		
Empresas	Líneas de Negocio	Detalle de productos	Empresas	Líneas de Negocio	Detalle de productos
HC GLOBAL	COMUNICACIÓN	Ofertan pautas publicitarias, televisión prepagada y encriptores	PROSUPPLY	TECNOLOGÍA Y OTROS	Ofrece cajeros automáticos, switch transaccional y desarrollo de software para servicios financieros
DIRECT TO HOME			GRUPO VISION		
ENCLAVE			MANATransport		
			PATUASA		

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, al 31 de diciembre de 2018 es de USD 4,99 millones, representado en 4.989.737 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una.

CUADRO 14: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
GRUPO CORPORATIVO VISIÓN GRUPOVISION S.A.	943,00	0,0189%
GRUPOVISION GVHOLDING S.A.	2.763.450,00	55,3827%
HERRERA ANDRADE GUSTAVO	2,00	0,00004%
HERRERA ANDRADE RICARDO	19,00	0,0004%
HERRERA MIRANDA RICARDO JAVIER	2.225.323,00	44,5980%
Total	4.989.737,00	100,00%

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA se encuentra gobernada por la Junta General, quién constituye el órgano supremo para el gobierno y administrada por su Gerencia General, determinando que en los estatutos de la compañía se estipulan sus facultades y atribuciones.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA EMPRESA



Fuente y Elaboración: EMPACADORA BILBO 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. A continuación se evidencia la conformación de la Plana Gerencial:

CUADRO 15: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Presidente	Herrera Miranda Ricardo Javier
Gerente General	Baque Guevara Ronald Antonio
Subgerente General	Acebo Morán Germán David

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Gobierno Corporativo

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, no cuenta con políticas de Buen Gobierno Corporativo, no obstante, posee una Junta de Accionistas, que gobierna la compañía; una Plana Gerencial idónea que ejecuta las decisiones de la Junta; y una estructura adecuada, que le ha permitido consolidarse en el mercado.

Empleados

Al 31 de diciembre 2018, la compañía contó con la colaboración de 456 empleados (443 empleados en mayo de 2018), mismos que se encuentran distribuidos en diferentes áreas del negocio. Adicionalmente, es importante señalar que en la compañía no existen sindicatos de trabajadores o comités de empresas.

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 del Artículo 19, 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

CUADRO 16: EMPRESAS RELACIONADAS

Compañías	Relación accionarial	Relación administración	Relación de operaciones
TECNICA Y COMERCIO DE LA PESCA C.A. TECOPESCA	Accionistas comunes	Controles comunes	Cientes y proveedores
MANABITA DE COMERCIO S.A. MANCORSACOM	Accionistas comunes	Controles comunes	Manabita es cliente de Bilbosa
COMERCIALIZADORA DIRECTA DE CONSUMOS MASIVOS TECOBIL S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Tecobil es clientes de Bilbosa
HERRERA MIRANDA RICARDO JAVIER	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
CROPILETTO S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
INMOCASTELLANA CONSTRUCTORA S.A	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO DE ADMINISTRACION GRUPO VISION	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
ENCLAVE PRODUCCIONES S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
MANATransport S.A.	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
PERONE S.A.	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
WOLFMAXT S. A.	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
PARQUES Y TURISMO ACUATICO S.A. PATUASA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
HERRERA ANDRADE RICARDO ANDRÉS	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
HERRERA ANDRADE GUSTAVO MARTÍN	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MONTE ABRUZZO	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO INMOBILIARIO TOSCANA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MERCANTIL INMOBILIARIO RIVA DI MARE UNO	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
CONSTRUCTORA HALCON S.A	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
COMPAÑIA EXPORTADORA DE FRUTAS EXPORTFRUTAS S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO VERA GUAYASAMIN	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
REPRESENTACIONES Y LINEA DE LA PESCA C.A. RYLPESCA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
DIRECT TO HOME DTHSA TELECOMUNICACIONES S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
EMPRESA TURISTICA CONTUR S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO AUQUI GRANDE	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO INMOBILIARIO VILLANUEVA DEL BOSQUE	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MERCANTIL DE ADMINISTRACION GOLDEN BEACH	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MERCANTIL DE ADMINISTRACION GRUPO CORPORATIVO VISION GCV	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TENENCIA Y ADMINISTRACION DE FLUJOS MONT BLEU	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional

FIDEICOMISO MERCANTIL INMOBILIARIO COSTA DE PLATA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO MERCANTIL RIVADORO	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS TECOPECSA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
GRANJA INDUSTRIAL PORCINA GINPOR S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
GRUPO CORPORATIVO VISION GRUPOVISION S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Grupo Visión es proveedor de servicios
GRUPOVISION GVHOLDING S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
GVHOLDING COMUNICACIONES GVCOMUNIC S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
HELIO AGENCIA DE PUBLICIDAD S.A HELIOPUBLIC	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
HERRERA ANDRADE PEDRO MIGUEL	Ningún tipo de relación	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
PROMOTORA PROCOVILL S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
RENAZZO RHOLDING S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
SISTEMAS GLOBALES DE COMUNICACION HCGLOBAL S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
SOCIEDAD INMOBILIARIA MARINA INMOBILIARIAMARINA S.A.	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional
TECNICA Y COMERCIO DE LOS ALIMENTOS C.A. TECOALCA	Accionistas comunes	Controles comunes	Ningún tipo de relación operacional

Fuente / Elaboración: EMPACADORA BILBO S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

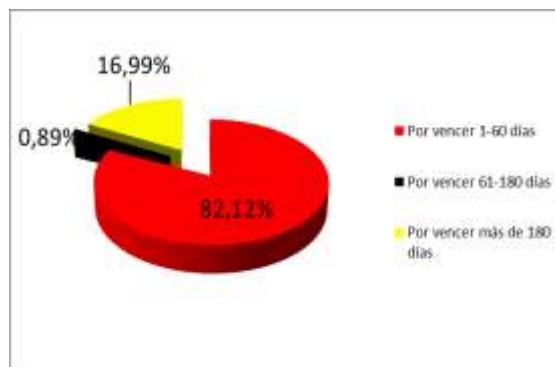
EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA al 31 de diciembre de 2018 presentó un amplio portafolio de clientes, en donde se pudo apreciar que no existe una concentración importante dentro del portafolio. Dentro de los principales clientes, el de más representación sobre el total de ingresos fue MAXFIELD GROUP INC con el 12,21% de las ventas, seguido de PESCANOVA INC con el 10,91%, mientras que en tercer y cuarto lugar se encuentran CI ANTILLANTA S.A. y H&N GROUP con el 6,57% y 4,77% respectivamente. El 65,53% restante se encuentra concentrado entre otros clientes tanto extranjeros como locales.

A continuación un detalle de las políticas de cobro de los principales clientes:

- **E.E.U.U.:** De 15 a 30 días de plazo en el segmento de camarones.
- **Ecuador:** De 60 a 90 días de plazo en su segmento de Atún y de hasta 30 días en el segmento de Camarón.
- **España:** Hasta 30 días tanto en el segmento de Atún como en el de Camarón (cobranza documentaria).
- **Colombia:** Hasta 45 días, tanto para el segmento Atún como del Camarón (cobranza documentaria).
- **Vietnam y demás países de Asia:** Hasta 30 días, tanto para el segmento Atún como del Camarón (cobranza documentaria).
- **Italia:** Hasta 30 días en el segmento Camarón (cobranza documentaria).

En lo que respecta a la antigüedad de la cartera, se debe indicar que a diciembre de 2018, en su totalidad estuvo categorizada dentro del rango por vencer, lo que evidencia un adecuado manejo en sus políticas de cobro. Es así que la cartera por vencer entre 1 a 60 días estuvo representado por el 82,12% (39,93% a diciembre de 2017), mientras que la cartera por vencer entre 61 a 180 días significó el 0,89% de la cartera total (12,45% a diciembre de 2017) y finalmente se encontró la cartera por vencer a más de 181 días representó el 16,99% (47,61% a diciembre de 2017).

GRÁFICO 5: DETALLE CARTERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Proveedores

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA posee un amplio portafolio de proveedores de materiales directos, materia prima, entre otros, determinando que los proveedores de materia prima representaron el 80,00% sobre el total de costos a diciembre de 2018.

Entre sus políticas de pago a proveedores se destacan los siguientes puntos:

Materia Prima Nacional: 50% entregada la MP, 50% 15 días (en el caso del atún); 50% entregada la MP, 50% 8 días (en el caso del camarón).

Materia Prima Exterior: 15 - 120 días para el atún.

Insumos de Producción: Entre 30 – 60 días para el atún y camarón.

Servicios Industriales: 30 días para el atún.

Suministros y Materiales: 30 días para el atún y camarón

Servicios de Seguridad y Otros: 30 días para el atún y camarón

Servicio de transporte: 8 – 15 días para el atún y camarón

Política de Precios

Por ser una empresa principalmente exportadora, se debe acoger a precios internacionales de un commodity como lo es el atún. Los administradores de la empresa señalan que el precio de la materia prima es muy variable, pero el mercado permite ajustar los precios del producto terminado de acuerdo a ello, es por esto que la política de precios es básicamente incluirle a sus costos “fijos” la variabilidad de precios de la materia prima más el margen de utilidad. Así mismo la empresa realiza su proceso acorde a los pedidos en firme que tiene de sus clientes, evitando de esta manera una acumulación extraordinaria de inventario.

Política de Financiamiento

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA se ha financiado a lo largo del tiempo principalmente con recursos de terceros, es así que al 31 de diciembre de 2018 la deuda financiera totalizó USD 11,91 millones, siendo la mayor fuente de financiamiento de los activos totales las obligaciones bancarias (con el Banco Internacional, Banco Pichincha y Banco Pacífico), con el 47,72%, mientras que las obligaciones con el Mercado de Valores lo hicieron en 1,48% entre el corto y largo plazo

GRÁFICO 6: CONFORMACION DEUDA FINANCIERA (DICIEMBRE 2018)



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Política de Inversiones

Empacadora BILBO S.A. BILBOSA durante los últimos años, ha mantenido políticas de inversión y financiamiento orientadas a consolidar su operación y fortalecer su presencia directa en los mercados internacionales.

Es así que las principales inversiones han sido realizadas para mantener y potenciar la capacidad productiva y operativa de la compañía, con una política de financiamiento orientada principalmente a su capital de trabajo.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

La empresa Empacadora BILBO S.A. BILBOSA está sujeta a las siguientes normas de calidad: Sistema Integrado de Gestión de la Calidad, Sistema de gestión de seguridad alimentaria basado en el sistema HACCP y BRC, Sistema de Gestión Ambiental basado en ISO 14001:2004, Control y Seguridad BASC y de Prevención de Riesgos Laborales que se constituya en un elemento integrador y dinamizador de la gestión de la empresa.

Además se encuentra regulada por las normas tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, así tenemos al Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, IESS, Ministerio de Trabajo, Aduanas, entre otros.

Responsabilidad Social y Ambiental

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA pertenece al Grupo Corporativo Visión el cual es conformado por varias empresas de distintas actividades económicas. Actualmente los proyectos de Responsabilidad Social son centralizados por parte de Grupovision S.A. y su oficina de Medios Empresariales.

Riesgo Legal

Al 31 de diciembre de 2018, la Administración de la compañía indica que no presentó ninguna acción legal o proceso judicial en el cual pueda estar involucrada.

Liquidez de los títulos

Al referirnos a la colocación de los títulos valores de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, se puede determinar que éstos no fueron colocados en su totalidad, la clase A fue colocada en un 13,83% y la clase B fue colocada en un 66,53% entre distintos inversionistas de diferentes sectores económicos.

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA no presenta emisiones anteriores en el Mercado de Valores, por lo que la presente Emisión de Obligaciones a Largo Plazo fue su primera participación en esta forma de financiamiento.

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:

$$\text{Presencia Bursátil} = \frac{\text{Número de días Negociados Mes}}{\text{Número de Ruedas Mes}}$$

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo julio 2018 a diciembre 2018 para la Primera Emisión de Obligaciones de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

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 del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- Con fecha 30 de agosto de 2018 el Representante de los Obligacionistas emitió su informe de gestión.
- Con fecha 01 de diciembre de 2017, mediante escritura pública celebrada ante la Notaria Sexta de Manta, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA realizó un aumento de capital social por un monto de USD 2.763.450,00 mediante el aporte en especie de un Lote de terreno y la diferencia de USD 1.070.000,00 mediante aporte de Capitalización de Reserva Legal y capitalización de utilidades de años anteriores; lo que le permitió a la empresa alcanzar un capital social de USD 4.989.737,00.

Situación del Sector

En el sector pesquero las empresas exportadoras están agremiadas en la Asociación de Exportadores de Pesca Blanca del Ecuador –ASOEXPEBLA- que movilizan el 85% de toda la pesca blanca que sale del país.⁴⁶

La oferta exportable del sector de pesca y acuicultura con sus productos insignias como son el camarón y atún en conserva, representan el segundo y tercer rubro más importante del total de las exportaciones no petroleras ecuatorianas. La industria pesquera atunera del país es la segunda más grande y moderna de América; y la calidad y volumen de exportación del camarón ecuatoriano lo ubica al país entre los más grandes exportadores a nivel mundial.⁴⁷ La actividad pesquera abarca todas las provincias costeras del Ecuador. De las provincias de El Oro Manabí, Guayas y Esmeraldas provienen una variedad amplia de productos que se exporta. La flota atunera ecuatoriana lidera las capturas de atún con 144.500 toneladas, seguido por México con 36.864 y Panamá con 23.454 toneladas⁴⁸.

Ecuador cuenta hoy en día con la flota atunera más potente del Pacífico Oriental. Tiene 116 embarcaciones, con una capacidad de arrastre de 93 000 toneladas. Bruno Leone, presidente de la Cámara Nacional de Pesquería (CNP), sostiene que la capacidad de acarreo de la flota ecuatoriana la convierte en la de “mayor potencia” en la región y la segunda a escala mundial, luego de Tailandia. Ecuador tiene derechos registrados y reconocidos a través de la Comisión Interamericana del Atún Tropical (CIAT).

En el mundo, para efectos del control de la pesquería, existen estos organismos regionales de ordenamiento. El país es una de las 23 naciones que integran la CIAT, organismo que establece la cuota de pesca y registra las flotas y su capacidad. El país cuenta con barcos con capacidad de capturar desde 150 hasta 200 toneladas. El más grande, con capacidad de 2 500, pertenece a la empresa Sállica Ecuador, con capital español, que atracó en el muelle privado de Posorja (Guayas). La mayoría de la flota está en Manta. Allí, con la ayuda de grúas externas se extrae la pesca congelada de los barcos hasta carros cisternas que llevan a las plantas procesadoras.

Los principales rubros que mostraron una disminución en sus exportaciones respecto a las cifras registradas en 2017 fueron los lomos precocidos de atún (-17,2%), demás preparaciones de atún (-23,1%), conservas de sardina (-29,4%), harina de pescado y de crustáceos (-34,3%) y grasas y aceites de pescado (31,1%). Por el contrario, las conservas de atún y las exportaciones de pescado fresco, congelado y fileteado mostraron una dinámica positiva.

Por lo que se observa un incremento del 11,0% a las exportaciones pesqueras del país, equivalente a USD 110,86 millones adicionales a lo generado por el sector entre enero y agosto de 2017.⁴⁹

⁴⁶ <http://www.bilaterals.org/?ecuador-los-sectores-que-se-27107&lang=en>

⁴⁷ <http://www.proecuador.gob.ec/compradores/oferta-exportable/fishing-and-aquaculture/>

⁴⁸ <http://camaradepesqueria.com/capturas-atun-2017-enero-mayo/>

⁴⁹ https://issuu.com/cnpecuador/docs/ecuador_pesquero_86_48_web

GRÁFICO 8: EXPORTACIONES, PESCADOS Y CRUSTACEOS, MOLUSCOS Y DEMÁS INVERTEBRADOS ACUÁTICOS ANUAL FOB (2014-OCT-18)⁵⁰



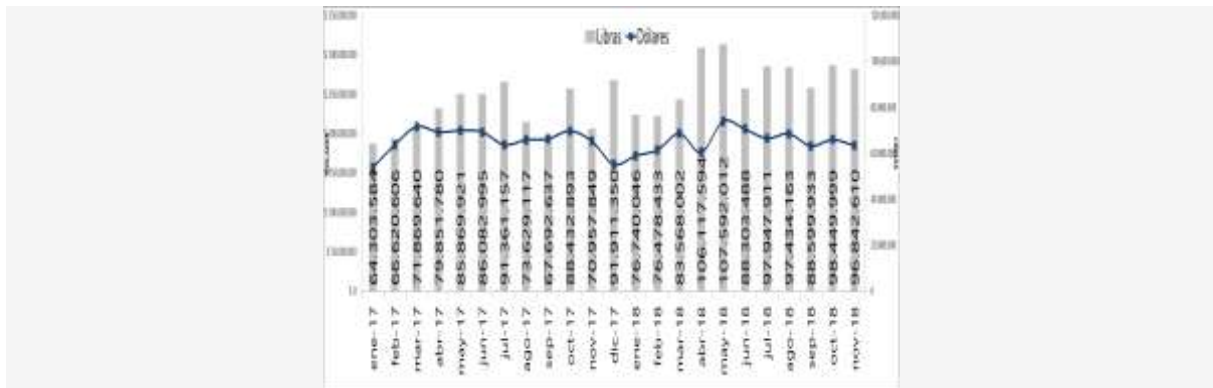
Fuente y Elaboración: TRADE NOSIS.

El sector exportador de camarón terminó el 2018 con la reapertura del mercado de Brasil. Las ventas hacia ese destino se iniciarán este año y permitirá colocar el alto volumen de producción que tiene el país, que en los últimos cuatro años ha crecido un 55%.

José Antonio Camposano, presidente de la Cámara Nacional de Acuicultura (CNA), calcula que el 2018 cerraría con más de 1 200 millones de libras vendidas, lo que marcaría un récord para la industria y significarán USD 3 200 millones.

Entre enero y noviembre pasado se exportaron 1 018 millones de libras, un incremento de 20%, frente al mismo período del 2017 y que equivalen a USD 2 933,8 millones, según las cifras de la CNA. “Con este crecimiento de volumen necesitamos de todos los mercados posibles”. Eso dice Camposano cuando analiza la estrategia comercial para el 2019.

GRÁFICO 7: EXPORTACIONES DE CAMARÓN ECUATORIANO ENERO 2017-NOV 2018⁵¹



Fuente y Elaboración: Cámara Nacional de Acuicultura

Finalmente, se debe indicar que el sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, la necesidad de fuertes inversiones de capital en laboratorios, maquinaria, tecnología, etc., el acceso a proveedores internacionales, altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios de maquinaria, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

⁵⁰ <https://trade.nosis.com/es/Comex/Importacion-Exportacion/Ecuador/pescados-y-crustaceos-moluscos-y-demas-invertebrados-acuaticos/EC/03>

⁵¹ <https://www.cna-ecuador.com/noviembre-2018/>

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, materia prima, fabricación, aranceles, entre otros.

Expectativas

La Ley de Fomento Productivo ha sido una buena iniciativa del Gobierno, pues marca un cambio de rumbo de aquel modelo de hacer crecer la economía por el gasto público a un modelo donde el generador de ese crecimiento económico sea la empresa privada.

El Gobierno envió ese proyecto de ley que finalmente fue aprobado, en el cual se establecen importantes incentivos de orden tributario y otros.

En el caso concreto de la pesca, un beneficio importante adicional es que aquellos barcos que se construyan nuevos (en el exterior porque aquí no hay la capacidad para hacerlo) en el momento que se los nacionalice sean exentos del IVA.

También se aprobó que los insumos y equipos para la producción del sector agrícola, acuícola y pesquero también estén libres del IVA, para lo cual deberá emitirse un Decreto Ejecutivo

De igual manera se pidió una exoneración del ISD por servicios para cuando los barcos tengan que hacer sus reparaciones en astilleros de afuera porque aquí no hay capacidad. Todo eso ha sido muy importante, ahora estamos esperando el reglamento que debe salir pronto.

En la Cámara Nacional de Pesquería están atentos para ver cómo va a funcionar el tema, a fin de servir de facilitador al agremiado pesquero, para guiarlos en el proceso de la elaboración del contrato de inversión o del instrumento que se defina para que puedan acceder a estos beneficios.⁵²

EMPACADORA BILBOSA S.A. se encuentra actualmente predominando en la industria de la exportación de camarón, uno de los principales productos de exportación del sector no petrolero.

Para el último trimestre del año 2018, los precios internacionales del camarón han tenido una leve contracción debido a la sobreproducción de países asiáticos como Tailandia o India. Para el 2019 el escenario se muestra alentador para el camarón ecuatoriano, luego de la confirmación del gobierno brasileño para permitir la entrada de nuestro camarón. Con mucho esfuerzo, EMPACADORA BILBOSA S.A. había conseguido tiempo atrás los permisos respectivos para exportar a Brasil, por lo que en la actualidad se encuentra dentro de las pocas empresas que tienen permisos habilitados para la exportación hacia este destino latinoamericano.

El aprovisionamiento de materia prima en el mediano y largo plazo está dentro de los parámetros esperados, tanto desde el norte de Manabí y la zona sur del país. Para las otras especies marinas, EMPACADORA BILBOSA S.A. logró conseguir contratos de exportación de Merluza hacia Brasil, habiendo realizado la exportación de varios contenedores actualmente, diversificando su presencia en este mercado atractivo, según mencionó la administración de la compañía.

Posición Competitiva de la Empresa

Los mayores productores mundiales de atún se encuentran en Tailandia: Thai Union y Sea Value, estos serían los principales competidores internacionales de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA. En el mismo sector compite con empresas Ecuatorianas como NIRSA, MARBELIZE, SALICA, SEAFMAN, EUROFISH. Así como también con plantas europeas y africanas.

A continuación se presenta un detalle de los principales competidores por segmento de negocio:

- Camarón: Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., Industrial pesquera Santa Priscila S.A., Compañía Empacadora Dufer Cia Ltda., Promarsa.

⁵² https://camaradepesqueria.com/el_entrevistado_dic_2018/

- Pelágicos: Transmarina C.A., Promarsa.
- Atún: Seafman C.A., Eurofish S.A., Asiservy S.A., Marbelize S.A., Nirsa S.A., SALICA S.A.

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

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Personal capacitado y con experiencia.	Marca propia no posicionada en el mercado nacional.
Versatilidad del proceso productivo generando amplio portafolio de productos.	Baja comunicación efectiva a todas las áreas.
Relaciones afianzadas con clientes del exterior.	Ausencia de departamento de Investigación y Desarrollo.
Apoyo empresarial del Grupo Corporativo Visión al cual pertenece.	Limitado poder de negociación con proveedores de materia prima.
Oportunidades	Amenazas
Diversificación de productos y mercados.	Variaciones impredecibles en el precio de materia prima.
Fidelización de nuevos clientes.	Enfermedades del camarón y factores climáticos.
Oportunidades de financiamiento en la banca privada y Mercado de Valores.	Vedas con un tiempo más prolongado.
Acuerdos comerciales con Unión Europea y otras regiones.	Gobiernos y cambios en la legislación.
	Mercado Tailandés con costos de producción más bajos.
	Incurción de proveedores en el sector de procesamiento y exportación.

Fuente / Elaboración: EMPACADORA BILBO S.A.

Riesgo operacional

Los principales riesgos que podrían afectar el flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, entre otros.

Para EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, uno de los principales riesgos se encuentra asociado con la provisión de su materia prima principal (camarón, atún, etc.), pudiendo ser afectada directamente por factores de tipo natural asociados al clima o comportamiento propio de las especie, lo cual podría repercutir la oferta a nivel mundial; no obstante, las autoridades pertinentes trabajan constantemente en promover la sostenibilidad del sector, de modo que las especies no sean afectadas y se pueda disponer de las mismas de forma permanente sin afectar el medio ambiente.

Por otro lado, se debe indicar que la llegada del fenómeno del Niño, no necesariamente ocasionaría escasez de atún, sino que ocasionaría una migración de la especie a zonas frías tanto del norte como al sur, no obstante, el Ecuador posee un importante know how en lo que respecta a importación de atún a nivel regional, razón por la cual esto no constituye una limitante para un abastecimiento mínimo de materias primas de las plantas atuneras en el Ecuador. En el caso de darse el Fenómeno del Niño este provocará una “veda natural” que permitirá que toda la biomasa del atún pueda reproducirse de manera importante garantizando la continuidad de la especie y por consiguiente la sostenibilidad de la industria.

Adicionalmente, es importante mencionar que EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA cuenta con cobertura sobre sus operaciones e instalaciones mediante pólizas de seguros contratadas para todo riesgo (dinero y valores, equipo electrónico, equipo y maquinaria, fidelidad, responsabilidad civil, robo y asalto, todo riesgo, vehículos, almacenamiento mercadería), la misma que tiene vigencia hasta agosto 2019.

Finalmente, respecto al manejo de la información, es importante señalar que EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA cuenta con políticas informáticas que le permiten establecer un plan de recuperación del entorno de producción, en el caso de que algún evento o desastre deje inoperativo el centro informático, garantizando la disponibilidad de una solución alterna que permita restituir rápidamente los sistemas de información de la

entidad ante la eventual presencia de siniestros que los paraliquen parcial o totalmente y así minimizar las pérdidas asociadas a la presencia de un siniestro relacionado con la gestión de los datos.

Adicionalmente, la empresa cuenta con un Plan de Emergencia mismo que tiene como objetivo ofrecer una respuesta adecuada, oportuna y eficiente ante cualquier situación incierta que pueda suceder en las instalaciones de la EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA para reducir al mínimo los efectos que podrían causar, teniendo como misión principal "Salvar vidas humanas, reanudar y mantener la operación normal de la empresa".

El factor de riesgo con la competencia se relaciona con el desarrollo integral de aquellos proveedores que podrían convertirse en exportadores ingresando a los mismos mercados que EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA con la ventaja que tendrían un abastecimiento propio. Este riesgo se mitigaría con valores agregados que vienen funcionando y han fortalecido las relaciones comerciales con los clientes, tales como: aseguramiento en la calidad, legalidad, fidelidad, seriedad, etc.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados del año 2015, 2016 y 2017 así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de diciembre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos operacionales de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA se mostraron fluctuantes durante los periodos bajo análisis, de esta manera se evidenció un importante incremento del 46,22% entre los años 2015-2016, alcanzando en este último periodo un valor de USD 31,41 millones, esta tendencia se revierte, pues los ingresos presentaron una disminución en los periodos siguientes, hasta ubicarse en USD 30,19 millones al año 2017 y USD 29,29 millones al 2018. Estas variaciones obedecen al comportamiento del precio internacional de ciertos productos exportados por la compañía.

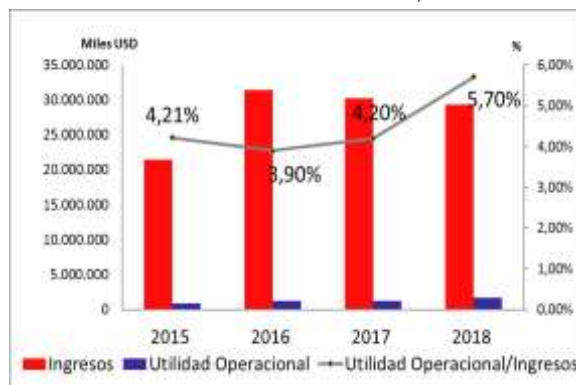
Dentro de las líneas de ingreso de la compañía a diciembre de 2018, se pudo evidenciar que la línea de camarón abarcó el 74,73%, seguido de la línea de atún con el 16,00%, las líneas de merluzas y pelágicos poseen una representación del 3,09% y 0,49% respectivamente. El 5,69% restante corresponde a otros ingresos.

Cabe resaltar que EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA incluye dentro de sus ingresos operacionales a la cuenta de otros ingresos, donde se registran valores correspondientes a ingresos por reembolsos, fletes y transportes realizados a nombre de clientes, descuentos en compras, ingresos por servicios de mantenimiento de cámara, ventas de subproductos y desperdicios, así como también por ventas de chatarras y activos fijos.

El costo de ventas estuvo atado al comportamiento variable que registraron los ingresos operacionales tanto en valores monetarios como en su participación frente a las ventas, es así que pasaron de significar el 85,63% en 2015 a 87,25% en el año 2018, debido a las variaciones de los precios internacionales de los productos comercializados.

Por otro lado, los gastos operacionales mostraron una tendencia relativamente estable sobre los ingresos, pues en promedio (2015-2018) significaron el 7,85%, siendo los gastos administrativos el rubro más representativo dentro de estos. Con estos resultados, la compañía arrojó una utilidad operativa positiva y creciente en valores monetarios que pasó de USD 0,91 millones en 2015 a USD 1,67 millones en 2018, mientras que su participación frente a los ingresos operacionales se registró relativamente estable con pequeñas variaciones, con un promedio de 4,50% (2015-2018).

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL / INGRESOS



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, mismos que se derivan de la deuda con costo vigente tanto con instituciones financieras como con el Mercado de Valores, mantuvieron una representación promedio (2015-2018) de apenas el 3,40% sobre los ingresos ordinarios.

Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos, los respectivos impuestos y la participación a trabajadores, la compañía generó una utilidad neta positiva para todos los periodos, no obstante, esta se registró variable, pues en el año 2015 se ubicó en USD 40,57 mil (0,19% de los ingresos), descendiendo a USD 32,57 mil (0,10% de los ingresos) en el año 2016, debido al aumento que se registró en la participación a trabajadores y el impuesto a la renta, posteriormente para los dos periodos siguientes la utilidad neta creció al ubicarse en USD 133,76 mil (0,44% de los ingresos) en 2017 y USD 336,22 mil (1,15% de los ingresos) en 2018, gracias al adecuado manejo de los costos y gastos operacionales.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

La rentabilidad de la empresa tanto sobre el activo como sobre el patrimonio, presentó ligeras variaciones entre los periodos 2015-2017, pues que en ninguno de ellos superó la unidad, sin embargo, para el año 2018 gracias a los resultados obtenidos se observó una mejora en ambos indicadores.

CUADRO 18 / GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	0,21%	0,14%	0,49%	1,39%
ROE	0,64%	0,29%	0,94%	3,78%

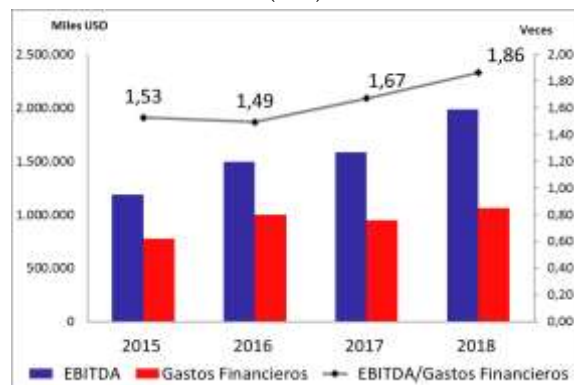


Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía, registró una tendencia creciente que pasó de USD 1,19 millones (5,53% de los ingresos) en el año 2015 a USD 1,98 millones (6,78% de los ingresos) en 2018, producto de una utilidad operacional que mostró un comportamiento similar, evidenciado que la compañía genera flujos necesarios para cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 19, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA GASTOS FINANCIEROS (USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	1.188.005	1.494.166	1.582.351	1.984.290
Gastos Financieros	777.716	1.000.969	946.638	1.065.407
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,53	1,49	1,67	1,86



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Capital Adecuado Activos

Los activos totales de EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA presentaron una tendencia creciente durante el periodo 2015-2017, de USD 19,23 millones a USD 27,28 millones, esta situación se revierte al cierre de 2018, pues los activos arrojaron una suma de USD 24,21 millones, debido a que para este último periodo no se contabilizó ningún valor en derecho de cobro (corto y largo plazo).

Al referirnos a su estructura en el año 2015, los activos totales estuvieron conformados mayormente por activos corriente, mismos que representaron el 62,98%. A partir de dicho periodo éstos pierden relevancia, llegando a significar el 41,06% del total de activos al 31 de diciembre de 2018, estableciendo que entre sus cuentas más relevantes se encuentran los inventarios⁵³, que en este último periodo representaron el 24,52% de los activos totales, un hito importante para EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA es que en el año 2018 a partir del segundo semestre, fue el incremento en su producción de la línea de camarón, pasando de procesar en promedio 600 mil libras mensuales de materia prima, a aproximadamente 1 millón de libras mensuales, según lo indicó la compañía, a este le siguió las cuentas por cobrar a clientes⁵⁴ con el 5,78% sobre el total de activos.

Por otra parte, la compañía registró derechos de cobro (corto y largo plazo) a partir del año 2016, los cuales tuvieron una participación sobre el activo del 24,64% y 21,17% a diciembre de 2017, determinando que consisten en derivados financieros por negociaciones comerciales de cinco pedidos originados desde, el 09 de mayo y hasta el 15 de agosto del 2014, estos representaron 48 contenedores por 1.248 toneladas de lomos pre-cocidos de atún por USD 4.462.124 (corto plazo) y de USD 1.314.112 (largo plazo), del cliente Mediterránea de Alimentos C.A. originaria de Venezuela.⁵⁵ A diciembre de 2018, la administración de la compañía indicó que, las gestiones de cobranza que se venían realizando con el cliente Mediterránea de Alimentos C.A. no pudieron seguir desarrollándose en virtud a que se perdió contacto con la empresa. Extraoficialmente se conoció que las instalaciones industriales del cliente en la República Bolivariana de Venezuela habrían sido incautadas por el gobierno de ese país, por lo que llegaron a la conclusión de que no va a ser posible la recuperación de esos valores. El respaldo técnico para acoger esta decisión se amparó también en la Norma Internacional de Información Financiera 9 (Instrumentos Financieros), la cual introduce un modelo de valuación de los activos financieros, conocida como la pérdida esperada, la cual en resumen exige reconocer como castigo hasta el 100% del activo financiero, de no tener la seguridad absoluta de recuperación de beneficios económicos. Los valores incurridos en el derecho de cobro del cliente Mediterránea de Alimentos C.A., se originaron en periodos fiscales anteriores, por lo que el resultado del presente ejercicio fiscal 2018 no se afectó por esta transacción; y cumpliendo con las Normales Legales, contables y societarias

⁵³ Los inventarios están conformados principalmente por productos terminados, materia prima, suministros y materiales y otras.

⁵⁴ Las cuentas por cobrar clientes estuvieron conformadas en mayor medida por clientes del exterior, siendo éstos la mayor fuente de ingresos para la compañía.

⁵⁵ Informe de auditoría externa con corte 31 de diciembre de 2017.

vigentes en el país, se registró contablemente el castigo del Derecho de Cobro afectando la cuenta contable patrimonial Pérdidas de años anteriores y Superavit por Reevaluación.

Es importante mencionar que la compañía registró cuentas por cobrar a relacionadas a lo largo de los periodos analizados; y a partir del año 2016 marcaron una tendencia decreciente pasando de USD 0,77 millones en ese año a USD 0,26 millones en 2018 (USD 0,57 millones en 2017), estas pertenecen principalmente a la compañía Técnica y Comercio de la Pesca C.A., al Grupo Corporativo Visión GRUPOVISIÓN S.A. y a la Comercializadora Directa de Consumo Masivo.

Los activos no corrientes mostraron una participación creciente que pasó de 37,02% en 2015 a 58,94% al cierre del año 2018, los cuales estuvieron constituidos principalmente por propiedad, planta y equipo con una participación del 21,70% en 2015 y 53,65% en 2018, seguido no muy de cerca por el rubro registrado en el Fideicomiso Mercantil de Administración Grupo Visión que significó el 5,14% del total de activos en 2018.

Pasivos

Los pasivos totales de la compañía, mostraron una tendencia a la baja en su financiamiento sobre los activos entre los años 2015-2017, pues de 67,09% pasan a financiar el 48,04%, como efecto del crecimiento acelerado de los activos totales. Para diciembre de 2018, los pasivos se ubicaron en USD 15,32 millones y financiaron en 63,27% del total de activos, debido a la adquisición de mayor deuda para su normal operación.

Históricamente la mayor fuente de financiamiento de los activos se presentó por parte de los pasivos corrientes, con el 56,88% en 2015 y 45,39% en diciembre de 2018, en este último periodo, fueron las obligaciones bancarias el rubro más representativo con el 33,35% (33,56% en 2017), seguido por proveedores locales y del exterior con el 6,98% (4,84% en 2017).

Por otro lado, los pasivos no corrientes pasaron de financiar al total de activos el 10,20% en 2015 a 4,27% en 2017, mientras que al 31 de diciembre de 2018 estos financiaron un 17,88%, debido principalmente al aumento de las obligaciones financieras que alcanzaron un porcentaje de apalancamiento del 14,37%.

Patrimonio

El patrimonio de la compañía presentó un porcentaje de financiamiento creciente, que se ubicó en 32,91% en 2015 y 51,96% en 2017, no obstante, al 31 de diciembre de 2018 el patrimonio se redujo esta relación a 36,73% de los activos, debido a que ya no se registra ningún valor en la cuenta "Superavit por Reevaluación" al dar de baja los derechos de cobro que no pudieron ser recuperados por la compañía⁵⁶.

La compañía realizó un aumento del capital el 01 de diciembre de 2017, mediante escritura pública celebrada ante la Notaria Sexta de Manta y conforme lo resolvió la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas el 01 de noviembre de 2017, por un monto de USD 2.763.450,00 mediante el aporte en especie de un Lote de terreno y la diferencia de USD 1.070.000,00 mediante aporte de Capitalización de Reserva Legal y capitalización de utilidades de años anteriores; esto le permitió a la empresa alcanzar un capital social de USD 4.989.737,00, monto que financió el 20,61% a diciembre de 2018 (18,29% en 2017).

A partir del año 2016, dentro de la estructura del patrimonio el rubro superávit por revaluación se encontró como el más representativo, sin embargo, para el año 2018 no se registró valores dentro de esta cuenta, debido a las afectaciones descritas en párrafos anteriores, es así que el capital social se registró como el más importante con el 20,61% sobre el financiamiento de los activos totales, seguido por los resultados acumulados con el 14,56%.

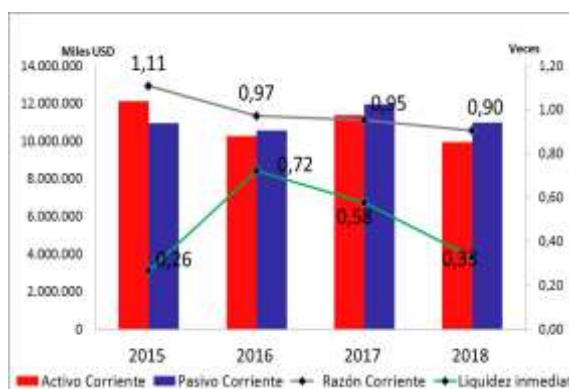
⁵⁶ Cumpliendo con las Normales Legales contables y societarias vigentes en el país, se registró contablemente el castigo del Derecho de Cobro afectando la cuenta contable patrimonial Pérdidas de años anteriores y Superavit por Reevaluación

Flexibilidad Financiera

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, mostró un leve deterioro en sus indicadores de liquidez (Razón circulante) durante los periodos bajo análisis, debido a que los activos de corto plazo disminuyen a mayor velocidad que los pasivos del mismo tipo.

CUADRO 20, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	12.110	10.250	11.358	9.941
Pasivo Corriente	10.938	10.552	11.942	10.988
Razón Circulante (veces)	1,11	0,97	0,95	0,90
Liquidez Inmediata (veces)	0,26	0,72	0,58	0,33



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating

En función de lo anterior, la compañía registró un capital de trabajo negativo, determinando que a diciembre de 2018 se ubicó en USD -1,05 millones y representó el -4,33% de los activos totales.

Indicadores de Eficiencia

Durante los ejercicios económicos analizados (2015-2018), la compañía presentó un periodo de cobro estable, que alcanzó 23 días al cierre del año 2015 a 21 días al 31 de diciembre de 2018, tiempo que se encuentra apegado a las políticas de la compañía en el otorgamiento de crédito a sus clientes.

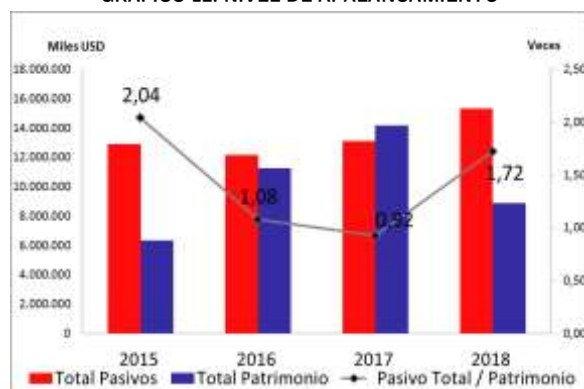
En lo que respecta al indicador de plazo de proveedores, es decir el financiamiento que registró la compañía por parte de sus proveedores, se mostró creciente de 10 días en 2016 a 24 días al 31 de diciembre de 2018, lo que evidenció un descalce de aproximadamente 3 días al 31 de diciembre de 2018 (-1 días a 2017). Por otro lado, el indicador de duración de existencias se presentó fluctuante de 179 días en el año 2015 a 85 días en 2018 (54 días en 2017).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 81 días para diciembre de 2018, lo cual implica que la empresa debe recurrir a otras fuentes de financiamiento, diferentes a proveedores, para cubrir estos días de flujo de la operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA durante todo el periodo analizado ha conservado un nivel de apalancamiento moderado, sin embargo, para diciembre de 2018 este se incrementó, debido a la disminución del patrimonio.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A

La deuda financiera frente a la generación de fondos propios (Deuda Financiera/EBITDA (anualizado)), al 31 de diciembre de 2018 presentó un indicador de 6,00 años, indicativo del tiempo que le tomaría a la empresa cancelar su deuda financiera.

Por otro lado, el pasivo total frente a la generación de fondos propios (Pasivo total/EBITDA (anualizado)), al 31 de diciembre de 2018 presentó un indicador de 7,72 años, indicativo del tiempo que le tomaría a la empresa cancelar la totalidad de sus pasivos.

Contingentes

Al 31 de diciembre de 2018, EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA, no presentó obligaciones como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁷

Durante diciembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Masiel Ponce
Analista

⁵⁷ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	467.585	605.642	433.654	442.394
Cuentas por cobrar clientes	1.094.596	1.269.335	1.366.649	1.398.769
Provisión cuentas incobrables	(5.268)	(198.702)	(386.868)	-
Inventarios	9.024.735	2.336.078	3.985.907	5.937.064
Otros Activos Corrientes	1.528.747	6.237.767	5.958.715	2.162.646
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	12.110.395	10.250.120	11.358.057	9.940.873
Propiedad, planta y equipo neto	4.172.471	9.617.104	12.376.089	12.987.952
Otros Activos No Corrientes	2.945.749	3.575.271	3.549.414	1.281.959
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	7.118.220	13.192.375	15.925.503	14.269.911
TOTAL ACTIVOS	19.228.615	23.442.495	27.283.560	24.210.784
PASIVOS				
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	6.012.708	8.650.597	9.156.517	8.073.199
Proveedores locales y del exterior	3.590.542	801.068	1.320.954	1.689.920
Obligaciones Mercado de Valores	367.750	369.977	369.855	292.043
Otros Pasivos Corrientes	966.811	730.060	1.094.928	932.975
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	10.937.811	10.551.702	11.942.254	10.988.137
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	0	0	0	3.479.598
Pasivos Financieros LP	476.923	338.883	288.883	288.883
Obligaciones Mercado de Valores	1.101.144	728.303	358.570	66.526
Otros Pasivos No Corrientes	384.121	545.533	518.572	494.507
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	1.962.188	1.612.719	1.166.025	4.329.515
Deuda Financiera	7.481.602	9.748.877	9.884.942	11.911.367
Deuda Financiera C/P	6.380.458	9.020.574	9.526.372	8.365.242
Deuda Financiera L/P	1.101.144	728.303	358.570	3.546.125
TOTAL PASIVOS	12.899.999	12.164.421	13.108.279	15.317.652
PATRIMONIO				
Capital Social	1.156.287	1.156.287	4.989.737	4.989.737
Reservas	578.144	578.144	43.144	43.144
Aportes futura capitalización	350.000	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	40.568	32.573	133.756	336.220
Resultados acumulados	4.203.617	4.399.092	3.896.665	3.524.031
Superávit por Revaluación	0	5.111.978	5.111.978	0
TOTAL PATRIMONIO	6.328.616	11.278.074	14.175.280	8.893.131

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
Ventas	21.483.336	31.411.967	30.186.147	29.287.277
Costo de ventas	18.396.360	28.012.406	26.727.599	25.553.933
MARGEN BRUTO	3.086.976	3.399.561	3.458.548	3.733.344
TOTAL GASTOS	2.181.680	2.175.573	2.191.575	2.063.122
UTILIDAD OPERACIONAL	905.296	1.223.988	1.266.973	1.670.222
Gastos Financieros	777.716	1.000.969	946.638	1.065.407
Otros ingresos/egresos no operacionales, netos	(58.781)	(85.995)	9.055	0
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	68.799	137.024	311.280	604.814
Participaciones	10.320	20.554	46.692	90.722
Impuesto a la Renta (menos)	17.911	83.897	130.832	177.872
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	40.568	32.573	133.756	336.221

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	2018
Gastos Operacionales / Ingresos	10,16%	6,93%	7,26%	7,04%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,21%	3,90%	4,20%	5,70%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,19%	0,10%	0,44%	1,15%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	2231,55%	3757,68%	947,23%	496,76%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-144,89%	-264,01%	6,77%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1917,07%	3073,00%	707,73%	316,88%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,64%	0,29%	0,94%	3,78%
Rentabilidad sobre Activos	0,21%	0,14%	0,49%	1,39%
Liquidez				
Razón Corriente	1,11	0,97	0,95	0,90
Liquidez Inmediata	0,26	0,72	0,58	0,33
Capital de Trabajo	1.172.584	-301.582	-584.197	-1.047.264
Capital de Trabajo / Activos Totales	6,10%	-1,29%	-2,14%	-4,33%
Cobertura				
EBITDA	1.188.005	1.494.166	1.582.351	1.984.290
EBITDA anualizado	1.188.005	1.494.166	1.582.351	1.984.290
Ingresos	21.483.336	31.411.967	30.186.147	29.287.277
Gastos Financieros	777.716	1.000.969	946.638	1.065.407
EBITDA / Ingresos	5,53%	4,76%	5,24%	6,78%
EBITDA/Gastos Financieros	1,53	1,49	1,67	1,86
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,12	0,13	0,13	0,14
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,55	2,48	5,09	7,84
Gastos de Capital / Depreciación	1,65	2,23	0,99	0,81
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	2,04	1,08	0,92	1,72
Activo Total / Capital Social	16,63	20,27	5,47	4,85
Pasivo Total / Capital Social	11,16	10,52	2,63	3,07
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	6,30	6,52	6,25	6,00
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	10,86	8,14	8,28	7,72
Deuda Financiera / Pasivo	58,00%	80,14%	75,41%	77,76%
Deuda Financiera / Patrimonio	118,22%	86,44%	69,73%	133,94%
Pasivo Total / Activo Total	67,09%	51,89%	48,04%	63,27%
Capital Social / Activo Total	6,01%	4,93%	18,29%	20,61%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	32,91%	48,11%	51,96%	36,73%
Eficiencia				
Período de Cobros (días)	23	21	19	21
Duración de Existencias (días)	179	30	54	85
Plazo de Proveedores (días)	71	10	18	24

Fuente: EMPACADORA BILBO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.