

**CALIFICACIÓN:**

Segunda Emisión de Obligaciones	AA +
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Enero 2020

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
26/06/2015	AA+	SCRL
29/01/2016	AA	CLASS
28/07/2016	AA	CLASS
27/01/2017	AA	CLASS
28/07/2017	AA	CLASS
29/01/2018	AA	CLASS
30/07/2018	AA	CLASS
30/01/2019	AA (+)	GlobalRatings
30/07/2019	AA (+)	GlobalRatings
30/01/2020	AA (+)	GlobalRatings

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

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

**CONTACTO**

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

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

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA+ para a la Segunda Emisión de Obligaciones de EUROFISH S.A. en comité No.227-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de julio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha mayo de 2020. (Resolución SCVS.INMV. DNAR.16.0000043 del 7 de enero de 2016 y un monto de USD 10.000.000,00).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector acuícola y del atún en específico, a pesar de mayores toneladas pescadas, ha mantenido el precio del atún a la baja en los últimos años, debido a una sobre oferta de atún en el mercado mundial. El sector acuícola es el sector de producción de alimentos de mayor crecimiento y representa el 50% de los productos pesqueros destinados a la alimentación. El Ecuador es el segundo mayor exportador de atún en el mundo, por atrás de Tailandia.
- EUROFISH S.A. cuenta con una sólida experiencia en el sector en el que se desenvuelve, con una trayectoria de 21 años en la pesca, faenamiento, almacenamiento, procesamiento, comercialización y exportación de toda clase de productos marinos, principalmente atún. La compañía innova continuamente su catálogo de productos, ampliando su portafolio. La empresa fabrica diferentes productos de atún de primera calidad que viajan alrededor del mundo a través de distintos canales de distribución, con el fin de llegar a los consumidores más exigentes de Europa, América del Norte y América del Sur.
- En el contexto de la emergencia actual, EUROFISH S.A. mantiene abiertas y en operación todas las áreas que se necesitan para la producción de atún, sin embargo, redujo su capacidad instalada de TM de producción diaria. Para mayo de 2020 la compañía empezó a producir al total capacidad, teniendo resultados económicos muy buenos. En cuanto a los protocolos para las actividades y retorno del personal se han cumplido todas las normas de seguridad, manteniendo sus actividades de manera regular.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

Los ingresos de EUROFISH S.A. provienen de la venta de atún y productos derivados de este como enlatados, flakes, pouch, inclusive incursionando en la línea de alimentos para mascotas "Pet Food", además de exportar a países de Latinoamérica, USA, Europa y Asia. La compañía presentó altos niveles de ventas durante el periodo analizado (2017 – 2019) con variaciones marginales influenciados en gran medida por las variaciones de mercado del atún. El comparativo interanual a mayo de 2020, aun cuando las actividades económicas a nivel nacional se vieron restringidas por la emergencia sanitaria la empresa demuestra crecimiento en sus ingresos. La compañía ha mantenido una constante optimización del costo de ventas, tanto por la dinámica de precios de mercado de sus principales líneas de productos como por una adecuada gestión de costos.

La compañía presentó una robusta propiedad, planta y equipo dado el propio giro de negocio, la cual no ha presentado fuertes incrementos, sin embargo, para el año 2020 se espera que EUROFISH S.A. realice una fuerte inversión para la adquisición de una nueva línea de producción enfocada al mercado retail, para reemplazar la línea de producción para el mercado "horeca" (hoteles, restaurantes y catering) que ha sido afectada por el cambio del comportamiento del consumidor producto de la pandemia. Adicionalmente a lo mencionado, la compañía ha presentado un incremento controlado de su cartera y sus inventarios. Sus niveles de rentabilidad se mantuvieron positivos y la deuda neta se mantuvo dentro de niveles controlados. El rendimiento sobre el patrimonio fue satisfactorio y los niveles de apalancamiento que superan la unidad para el 2019 han presentado una disminución gradual.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	136.431	150.297	127.922	133.065	138.415	53.847	55.421
Utilidad operativa	11.019	9.106	7.320	10.392	12.080	824	4.819
Utilidad neta	5.499	2.983	2.240	5.384	6.561	430	4.443
EBITDA	13.119	11.274	10.573	13.645	15.332	2.096	6.240
Deuda Neta	44.838	48.543	43.939	33.709	23.646	48.730	42.820
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	7.269	1.130	4.653	11.393	10.552	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	28.365	30.635	27.626	28.352	30.277	38.020	35.344
Servicio de Deuda (SD)	2.642	23.290	36.646	35.592	28.158	3.157	40.228
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,96	0,48	0,29	0,38	0,54	0,66	0,16
Capital de Trabajo	16.237	7.012	6.150	10.901	19.691	5.760	10.368
ROE	10,73%	5,59%	4,10%	9,08%	10,08%	1,92%	18,04%
Apalancamiento	1,45	1,41	1,26	1,04	0,80	1,38	1,16
Z de Altman Comercio y Servicios	2,190	1,723	1,763	2,425	3,472	1,290	1,917

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de EUROFISH S.A. para el periodo 2020 - 2021 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. En este caso, igual que en todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que EUROFISH S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta un incremento moderado de las ventas respecto de 2019 (4%) el cual se espera se mantenga en el año siguiente. Es importante mencionar que al manejar niveles de ingresos sumamente grandes las variaciones son marginales en cuanto a porcentajes. En lo que respecta al del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas del 86,25% para los años siguientes. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En el escenario descrito, la compañía presenta niveles de venta incrementales, muy buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio que alcanza el 9,60% en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima bajarán progresivamente en el futuro. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, con un capital de trabajo en constante ascenso, un óptimo apalancamiento y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones e incrementar la planta y equipo si la compañía lo estimara necesario.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

## FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan

cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado sus políticas de crédito para prevenir el riesgo de crédito en sus operaciones con los clientes.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son cuentas por cobrar con clientes locales y del exterior, además de anticipos a proveedores. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene.
- Los anticipos a proveedores podrían estar expuesta a que el proveedor una vez realizada la transacción, no pueda entregar el producto a tiempo, lo que repercutiría sobre las operaciones y abastecimiento de inventarios de la compañía. Este riesgo se mitiga a través de controles de despacho de los proveedores garantizando la entrega oportuna de la mercadería en las bodegas de la compañía.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene EUROFISH S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 10,30 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 43,80% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 8,08% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es medianamente representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

**INSTRUMENTO**

<b>SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>					
	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>
Características	6.000.000 4.000.000	1.800 días 2.160 días	8,00% 8,25%	Trimestral Trimestral	Trimestral Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Destino de los recursos	El destino de la presente emisión de obligaciones es mejorar la posición financiera de la compañía para sustentar su operación en el corto y mediano plazo, destinando el 70% para reestructuración de pasivos con instituciones financieras nacionales y 30% para capital de trabajo específicamente compra de materia prima.				
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.</li> </ul>				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con costo de largo plazo sobre patrimonio por debajo de 2,5 veces en todo momento mientras esté vigente la emisión.</li> </ul>				

**Tabla 2:** Resumen instrumento.

**Fuente:** Silvercross S.A. Cada de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos Inicial de la Segunda Emisión de Obligaciones EUROFISH S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

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

**PERFIL EXTERNO**

**ENTORNO MACROECONÓMICO**

**EXPECTATIVAS DE RECESIÓN**

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales<sup>1</sup> con respecto a las previsiones presentadas en abril<sup>2</sup>. Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

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

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

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

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020<sup>1</sup>, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo<sup>3</sup>. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities<sup>4</sup>. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva<sup>5</sup>. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento<sup>6</sup>. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia<sup>4</sup>.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

<sup>3</sup> Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

<sup>4</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

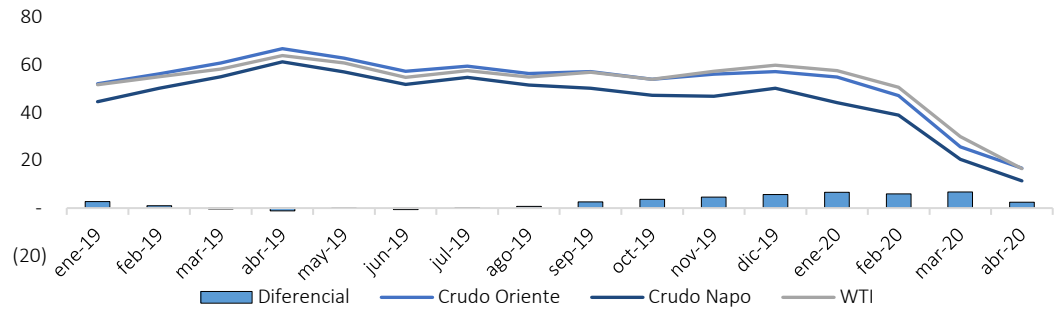
<sup>5</sup> Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

<sup>6</sup> El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

**PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO**

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril<sup>7</sup>. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.



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

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo<sup>8</sup>. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales<sup>8</sup>. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril<sup>9</sup>.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional<sup>10</sup>, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones<sup>11</sup>.

**CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA**

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

<sup>7</sup> BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

<sup>8</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Mayo 2020.*

<sup>9</sup> El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

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

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

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

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



Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a mayo de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos<sup>14</sup>. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año<sup>15</sup>.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para mayo de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020<sup>16</sup>. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo tentativo con los tenedores de bonos, con el que se pretende reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 2020	41.564,92	6,36%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

### PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria<sup>17</sup>. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020.

<sup>14</sup> El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

<sup>15</sup> El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

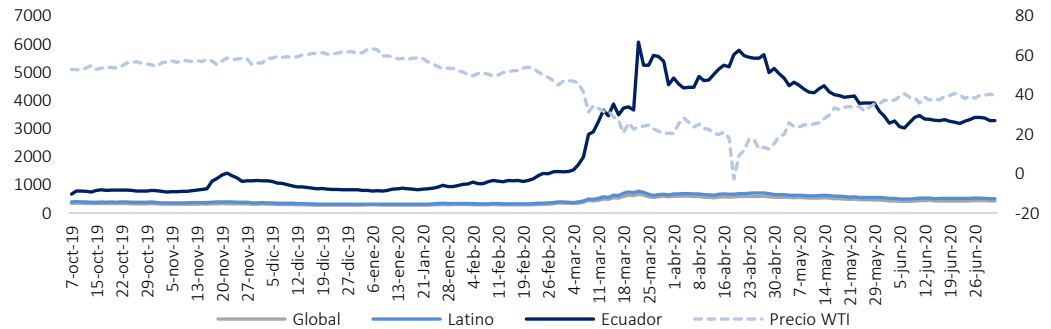
<sup>16</sup> El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

[https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs\\_s](https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s)

<sup>17</sup> El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente<sup>18</sup>.



**Gráfico 2:** Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018<sup>19</sup>.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

**Tabla 5:** Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

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

### PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza<sup>3</sup>.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

**Tabla 6:** Indicadores laborales Ecuador.

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

<sup>18</sup> Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

<sup>19</sup> Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.



Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno<sup>20</sup>. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social<sup>21</sup>. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo<sup>1</sup>. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021<sup>2</sup>, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	MAYO 2019	MAYO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

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

Fuente: INEC; Elaboración: GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud<sup>22</sup>. La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021<sup>2</sup>. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021<sup>23</sup>.

#### LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina<sup>23</sup>. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro<sup>23</sup>.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

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

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

<sup>20</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

<sup>21</sup> Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/iess-possible-presion-financiera-seguro-desempleo/>

<sup>22</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

<sup>23</sup> Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en mayo de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central<sup>8</sup>.

#### SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>ENE-ABR 2019</b>	<b>ENE-ABR 2020</b>
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

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

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

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

## SECTOR ACUÍCOLA

La acuicultura se refiere al cultivo de organismos acuáticos, tanto en zonas costeras como del interior, que implica intervenciones en el proceso de cría para aumentar la producción. De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, la acuicultura es el sector de producción de alimentos de más rápido crecimiento, y representa cerca del 50% de los productos pesqueros destinado a la alimentación a nivel mundial. Existen alrededor de 580 especies acuáticas que se cultivan actualmente en todo el mundo, y dadas las condiciones de la pesca de cultura, es probable que el crecimiento del sector pesquero derive de la acuicultura. Dada la reducción de la pesca de captura y el comportamiento dinámico del sector durante los últimos 30 años, es posible que la acuicultura tome mayor fuerza dentro del mercado<sup>24</sup>.

La acuicultura busca incrementar la producción de organismos acuáticos, tales como peces, moluscos, crustáceos, plantas, entre otros, por encima de la capacidad natural del entorno. Debido a la naturaleza de la actividad acuícola, el sector presenta niveles de producción estacionales, dependencia de condiciones climáticas y niveles importantes de inversión necesaria para llevar a cabo la actividad<sup>25</sup>. De acuerdo con el Instituto Nacional de Pesca, la acuicultura en el Ecuador se ha desarrollado en base al cultivo del camarón blanco y la tilapia en la Costa, la trucha en la región Interandina, y la tilapia, cachama, sábalo y paiche en la región Amazónica<sup>26</sup>. A nivel mundial, Ecuador es el décimo quinto productor acuícola más grande, y el cuarto más importante en la industria del camarón específicamente<sup>25</sup>. En la región de América Latina y el Caribe, Ecuador se consolidó como el tercer productor acuícola más grande, antecedido por Chile y Brasil<sup>27</sup>.

Durante la década de 1980, los niveles de producción pesquera superaban a la producción acuícola en aproximadamente 35 millones de toneladas. No obstante, el aumento de la demanda alimenticia relacionado con cambios demográficos y en los hábitos alimenticios estimularon el crecimiento acelerado de la acuicultura<sup>25</sup>. A partir del año 2000, el sector acuícola y de pesca de camarón mantuvo un crecimiento sostenido. Mientras el sector de la pesca decreció entre los años 2007 a 2010, el sector de la acuicultura y pesca de camarón mantuvo un crecimiento promedio de 3,98%, que, a pesar de ser inferior al de años anteriores, impulsó la producción acuícola por encima de otros en la economía nacional. En 2014, el crecimiento acuícola alcanzó un pico de 40,03%, superando los niveles de producción de la pesca de captura. A partir de entonces, el sector ha mantenido niveles de crecimiento volátiles, pero siempre positivos y por encima de los del crecimiento del sector pesquero y de la economía en general. Para el año 2019, se registró un valor agregado bruto de USD 913,49 millones en términos reales, que implica un incremento del 12,12% con respecto al año precedente. El aumento del valor agregado bruto de Acuicultura y Pesca contribuyó con 0,14% a la variación anual del PIB nacional de 2019, siendo la actividad económica con mayor crecimiento<sup>28</sup>.

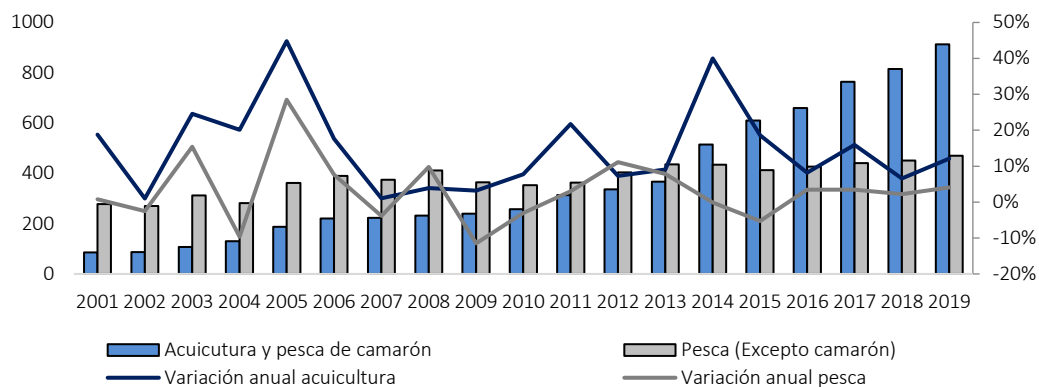
<sup>24</sup> FAO. Acuicultura. <http://www.fao.org/aquaculture/es/>

<sup>25</sup> ESPAE Graduate School of Management de la Escuela Superior Politécnica del Litoral. (2018, enero). *Industria de Acuicultura*. [http://www.espae.espol.edu.ec/wp-content/uploads/2018/01/ei\\_acuicultura.pdf](http://www.espae.espol.edu.ec/wp-content/uploads/2018/01/ei_acuicultura.pdf)

<sup>26</sup> Instituto Nacional de Pesca. *Acuicultura*. <http://www.institutopesca.gob.ec/acuicultura/>

<sup>27</sup> FAO. (2015). *Regional Review on Status and Trends in Aquaculture Development in Latin America and the Caribbean*. <http://www.fao.org/3/a-i6867e.pdf>

<sup>28</sup> Banco Central (2019, diciembre). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No. 110.

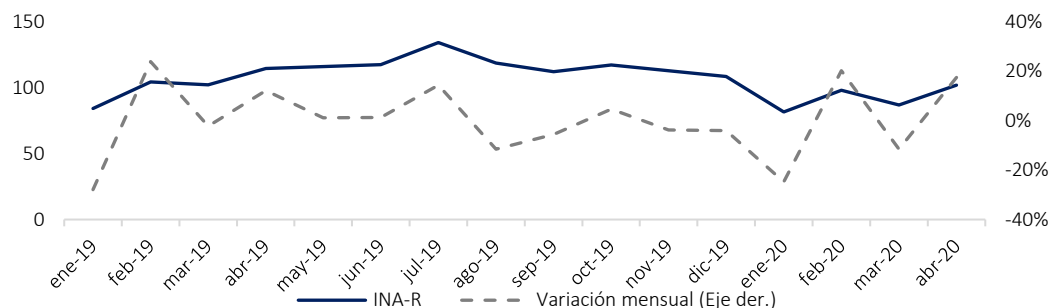


**Gráfico 3:** Evolución del PIB real (USD millones) y tasa de variación anual (%).  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para 2020 se prevé un progreso dentro del sector con la implementación de la Ley Orgánica para el Desarrollo de Acuicultura y Pesca, aprobada el 18 de febrero de 2020. En ella se especifica la creación del Fondo Nacional de Investigación Acuícola y Pesquero que tiene como objetivo facilitar el financiamiento de proyectos de investigación, ciencia, tecnología e innovación, relacionados con el área acuícola y pesquera. De igual manera se busca promover la sostenibilidad de los recursos nacionales eliminando la pesca ilegal, no declarada y no reglamentada, así como promover la pesca artesanal<sup>29</sup>. La ley dispone la programación de dispositivos de monitoreo satelital para determinar si el producto proviene de pesca ilegal o no. Adicionalmente, incluye sanciones con multas de hasta 1.500 salarios básicos unificados para quien incumpla la ley <sup>30</sup>

Debido al comportamiento del PIB del sector acuicultor durante las últimas décadas, su importancia dentro de la economía nacional creció sostenidamente, a diferencia de la del sector pesquero. Específicamente, a inicios de la década del 2000, el sector acuícola representó cerca de 0,19% del PIB Nacional, mientras que el sector pesquero representó el 0,73% del PIB Nacional. En 2014, en respuesta al crecimiento de la producción acuícola, el PIB de este sector pasó a representar el 0,73% del PIB nacional, superando al sector pesquero, que representó el 0,62% del PIB nacional. Al término de 2019, la acuicultura aportó con 1,27% del PIB nacional y la pesca con 0,65% del PIB nacional. Estos valores implican un leve crecimiento con respecto a 2018, cuando la participación de la acuicultura y pesca fue de 1,13% y 0,63%, respectivamente.

El movimiento del sector acuícola se ve reflejado en distintos índices que miden el nivel de actividad económica. Entre estos se encuentra el Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR), que mide el desempeño económico fiscal de los sectores productivos de la economía nacional<sup>31</sup>. El INAR calculado al cierre del año 2019 fue de 108,45 puntos, con una variación tanto mensual como anual negativa de 4,00% y 7,23%, respectivamente. No obstante, se debe considerar que las actividades de acuicultura son altamente estacionales, por lo cual la caída en el desempeño de este sector es coherente con este comportamiento. Para abril de 2020, el INAR de las actividades pesqueras, explotación de criaderos de peces y granjas piscícolas, y demás actividades relacionadas, se ubicó en 102,06 puntos, cifra que constituye una disminución interanual de 10,96%, pero un incremento de 17,49% con respecto a marzo de 2020.



**Gráfico 4:** Índice de nivel de actividad registrada.  
**Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

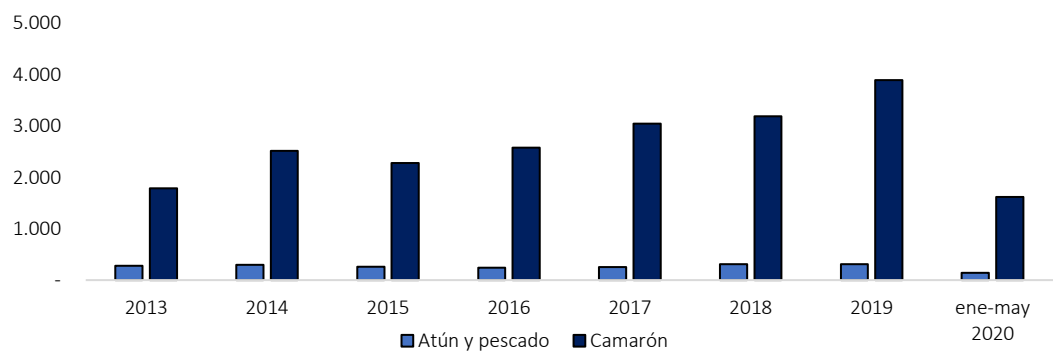
<sup>29</sup> Ministerio de Producción Comercio Exterior, Inversiones y Pesca (2020). *Nueva Ley de Acuicultura y Pesca regulará, impulsará y fomentará el desarrollo de la actividad acuícola y pesquera del país.* <https://www.produccion.gob.ec/nueva-ley-de-acuicultura-y-pesca-regulara-impulsara-y-fomentara-el-desarrollo-de-la-actividad-acuicola-y-pesquera-nacional/>

<sup>30</sup> El Universo. (2020, abril). *Asamblea aprueba nuevas normas de control para la pesca ilegal en Ecuador.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/14/nota/7813848/asamblea-aprueba-nuevas-normas-control-pesca-ilegal>

<sup>31</sup> INEC. *Índice de Nivel de Actividad Registrada.* <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

La industria de la acuicultura en el Ecuador se caracteriza por la elevada calidad de su producto y la baja demanda local. Por este motivo, la mayor parte del producto acuícola ecuatoriano se consume en los mercados internacionales, donde el número de consumidores es elevado. De esta manera, el precio de comercialización se fija en los mercados externos. Por lo tanto, las exportaciones son un importante motor para el sector y generan empleos estables a través de toda la cadena productiva<sup>27</sup>. Específicamente con respecto al camarón, la mejora en la técnica de alimentación de las larvas para optimizar su genética permitió alcanzar en el año 2019 la cifra de exportación más alta en 50 años. Se exportaron 1.397,49 millones de libras, lo cual significa un crecimiento del 25% con respecto a 2018<sup>32</sup>.

Para el mes de mayo de 2020, se exportaron 159,15 millones de libras, con lo cual se totalizaron 644,42 millones de libras en el transcurso del año 2020. Durante el primer trimestre del año, la propagación del coronavirus a nivel internacional y las medidas de contención adoptadas por los diversos países, limitaron el acceso a mercados internacionales y redujeron la demanda de camarón en países como Italia y Estados Unidos. Del total de libras exportadas, el 59% se destinó a Asia, seguido de Europa y Estados Unidos con el 24% y 14%, respectivamente. No obstante, para mayo de 2020 las exportaciones en libras incrementaron en 33,85 millones (+USD 74,12 millones) con respecto a mayo de 2019, lo que señala una reactivación en la actividad del sector. En cuanto al precio promedio anual, se ha registrado una tendencia a la baja desde el año 2014, cuando se alcanzó uno de los precios más altos en la historia (USD 3,75 por libra). La caída del precio promedio llegó a USD 2,62 por libra al final de 2019 y a USD 2,51 en marzo de 2020<sup>33</sup>, en función del debilitamiento de la demanda durante los primeros meses del año. Por su parte, las exportaciones de atún y pescado alcanzaron un total de USD 307,96 millones al cierre de 2019, monto que implica un decrecimiento de 0,05% con respecto a 2018. De enero a mayo de 2020 estas totalizaron USD 143,6 millones, monto que representa una caída de 3% frente al mismo periodo de 2018.



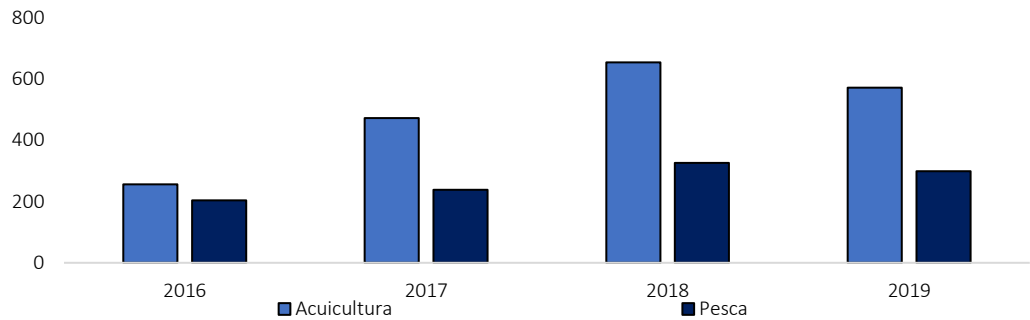
**Gráfico 5:** Evolución de las exportaciones (millones USD FOB)  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con respecto a la necesidad de financiamiento del sector, la creciente inversión en tecnologías para aumentar la producción ha generado un incremento en la demanda de crédito para las actividades de acuicultura. Por esta razón, el monto de crédito colocado para actividades de esta índole mantuvo una tendencia creciente durante los últimos años. En 2019 el Banco de Desarrollo de América Latina anunció la entrega de un crédito de USD 200 millones al sector acuícola con la finalidad de que se refuercen las líneas eléctricas beneficiando así a más de 55.000 hectáreas de cultivo de camarón. Con ello se quiere fomentar la innovación y el desarrollo tecnológico en la industria<sup>34</sup>. Al finalizar el año se concedió un total de USD 572,53 millones para actividades acuícolas y USD 299,61 para actividades pesqueras. A pesar de los esfuerzos para inyectar liquidez dentro del sector la variación anual de la colocación de créditos tanto en el área acuícola como pesquera fue negativa, con un decrecimiento de 12,6% y 8,32%, respectivamente.

<sup>32</sup> El Comercio (2020, enero). *El camarón alcanzó cifra récord en el 2019 en el Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/camaron-record-ecuador-exportacion-economia.html>

<sup>33</sup> Cámara Nacional de Acuicultura (2020, marzo). *Estadísticas CNA, Análisis de las Exportaciones de CAMARÓN*. <http://www.cna-ecuador.com/estadisticas/>

<sup>34</sup> El Universo (2019). *\$200 millones para financiar proyecto de acuicultores*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/07/10/nota/7418691/200-millones-financiar-proyecto-acuicultores>



**Gráfico 6:** Volumen de crédito colocado (millones USD).

**Fuente:** Superintendencia de Bancos; **Elaboración:** Global Ratings.

En cuanto a la generación de empleo, el sector de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca es el mayor generador de empleo en el país, con un 29,41% de la población ocupada a nivel nacional desempeñándose en actividades de este sector para diciembre de 2019<sup>35</sup>. Específicamente los cultivos de camarón generan más de 200.000 fuentes de empleo directo e indirecto. De igual manera, el Ministerio del Trabajo se relaciona activamente con el sector para generar y garantizar empleos en los procesos de integración de la cadena productiva acuícola.

La industria de la acuicultura ecuatoriana afronta el desafío de potenciar el crecimiento y la producción de especies distintas al camarón, que constituye la mayor parte de producción acuícola a nivel nacional. Para esto, se requiere una mejora en temas como el marco legal, la gestión de los recursos acuícolas, la extensión y acceso tecnológico, la consolidación y ampliación de mercados para los productos locales, entre otros<sup>25</sup>. De acuerdo con la FAO, una estrategia para el desarrollo sostenible de la agricultura a futuro debe incluir una recompensa justa para los acuicultores y una distribución justa de los ingresos y los costos de producción, una adecuada promoción y creación de riqueza y empleo adecuado, una buena gestión del medio ambiente y los recursos acuáticos para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo, entre otras.

La industria pesquera se ha visto afectada por la propagación de la pandemia del coronavirus. Las plantas de Manta destinadas al procesamiento de atún redujeron su actividad entre un 20% y 30%, y pasaron de procesar aproximadamente 1.000 toneladas diarias a 700-800 toneladas diarias. De igual forma, las plantas procesadoras ya no dan abasto porque se siguen llenando con la gran cantidad de pescado que hay en altamar y no se ha podido transportar el producto a los recibidores. Como consecuencia de la sobreoferta, el precio por tonelada de atún descendió de USD 1.500 a USD 1.100<sup>36</sup>.

Pese a los problemas de liquidez y ruptura de pagos, el sector camaronero sigue sosteniendo a 261.000 empleos directos e indirectos en la cadena de producción. La producción camaronera continúa bajo estrictas medidas de bioseguridad e higiene y se ha promocionado al producto como un gran complemento saludable que fortalece al sistema inmunológico<sup>37</sup>. Las exportaciones dentro de la actividad económica han sido afectadas en primera instancia porque no se han realizado las colocaciones a los mayores compradores internacionales. Italia, que fue uno de los países más contaminados por el virus, representan el 30% de las exportaciones a la Unión Europea, que en 2019 alcanzaron USD 176 millones.

De igual manera el mercado tiene gran dependencia en las exportaciones hacia China. La industria nacional incrementó su volumen de exportación en 26% en 2019, debido a la creciente demanda por parte del país asiático. Hasta inicios de 2020 China fue el mayor comprador del camarón ecuatoriano, no obstante, el largo periodo de recuperación ante la pandemia por parte de ambos países desestabilizó a la industria, por lo cual se redireccionó el producto a Estados Unidos, lo que permitió incrementar las exportaciones en 22% para enero de 2020. Lamentablemente no se espera el mismo crecimiento para los próximos meses por los acontecimientos asociados con la propagación del virus. De hecho, las autoridades estadounidenses ratificaron las restricciones de entrada del producto como medida de control ante el COVID-19.<sup>38</sup>

<sup>35</sup> INEC. (2019). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2019*.

<sup>36</sup> El Universo. (2020, abril). *Producción y precios del atún, a la baja por crisis provocada por el COVID-19*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/24/nota/7821573/atun-decrecimiento-produccion-covid-19-camara-ecuatoriana>

<sup>37</sup> Cámara Nacional de Acuicultura (2020, abril). *Revista Acuicultura, edición# 134*. <http://www.cna-ecuador.com/revista-acuicultura/>

<sup>38</sup> Cámara Nacional de Acuicultura. (2020, marzo). *Sector Camaronero Ecuatoriano Monitorea sus Destinos de Exportación*. <https://www.cna-ecuador.com/sector-camaronero-ecuatoriano-monitorea-sus-destinos-de-exportacion/>



El sector de la acuicultura y la pesca tiene importantes barreras de entrada que limitan la amenaza de nuevos competidores para las empresas que operan en el mercado. En primer lugar, el sector requiere de un elevado capital inicial para los equipos y adecuación de piscinas, así como tecnologías avanzadas, que permitan producir un volumen competitivo en el mercado<sup>25</sup>. La industria se encuentra segmentada en competidores industriales y otros de menor escala, siendo los primeros los que controlan la mayor parte de la producción y las exportaciones. La cadena de valor se encuentra altamente integrada de manera horizontal, siendo las mismas empresas quienes controlan el proceso productivo, desde el cultivo de las especies, hasta su procesamiento y venta. Además, el sector es altamente dependiente de condiciones geográficas y climáticas.

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

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

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene un posicionamiento adecuado dentro del segmento de mercado en el que opera.

**PERFIL INTERNO**

**GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN**

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones EUROFISH S.A. como empresa dedicada al ejercicio de la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, incluyendo la captura, investigación, conservación, procesamiento, o transformación y comercialización, tanto interna como externa de productos derivados de la pesca, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



Gráfico 7: Historia de la compañía

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EUROFISH S.A., fue constituida 12 de Julio de 1998, con el objeto de dedicarse al ejercicio de la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, incluyendo la captura, investigación, conservación, procesamiento, o transformación y comercialización, tanto interna como externa de productos derivados de la pesca.

EUROFISH S.A., se ha convertido en una de las empresas líderes en la exportación de atún a los mercados internacionales, para lo cual se mantiene en constante innovación de productos y servicios fiables en la industria de alimentos logrando rentabilidad, posicionamiento y diferenciación de sus marcas y productos en el ámbito mundial con diversidad de clientes.

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 26.601.100, con acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente.

EUROFISH S.A.		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Industrial Pesquera Iberoamericana S.A. IBEROPESCA		Ecuador	10.622.407	39,93%
Perotti Coello Gian Sandro		Ecuador	9.180.330	34,51%
Negocios Campo Grande S.A. CAMPOGRANSA		Ecuador	6.798.363	25,56%
<b>Total</b>			<b>26.601.100</b>	<b>100,00%</b>
Industrial Pesquera Iberoamericana S.A. IBEROPESCA		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Díaz García Ángel		Ecuador	945.380	31,62%
Díaz García José		Ecuador	945.380	31,62%
Díaz García Rocío		Ecuador	945.380	31,62%
García Rodríguez Rogelia		España	153.860	5,15%
<b>Total</b>			<b>2.990.000</b>	<b>100,00%</b>
Negocios Campo Grande S.A. CAMPOGRANSA		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Industrial Pesquera Iberoamericana S.A. IBEROPESCA		Ecuador	654.555	50%
Perotti Coello Gian Sandro		Ecuador	654.555	50%
<b>Total</b>			<b>1.309.110</b>	<b>100%</b>

Tabla 10: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

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

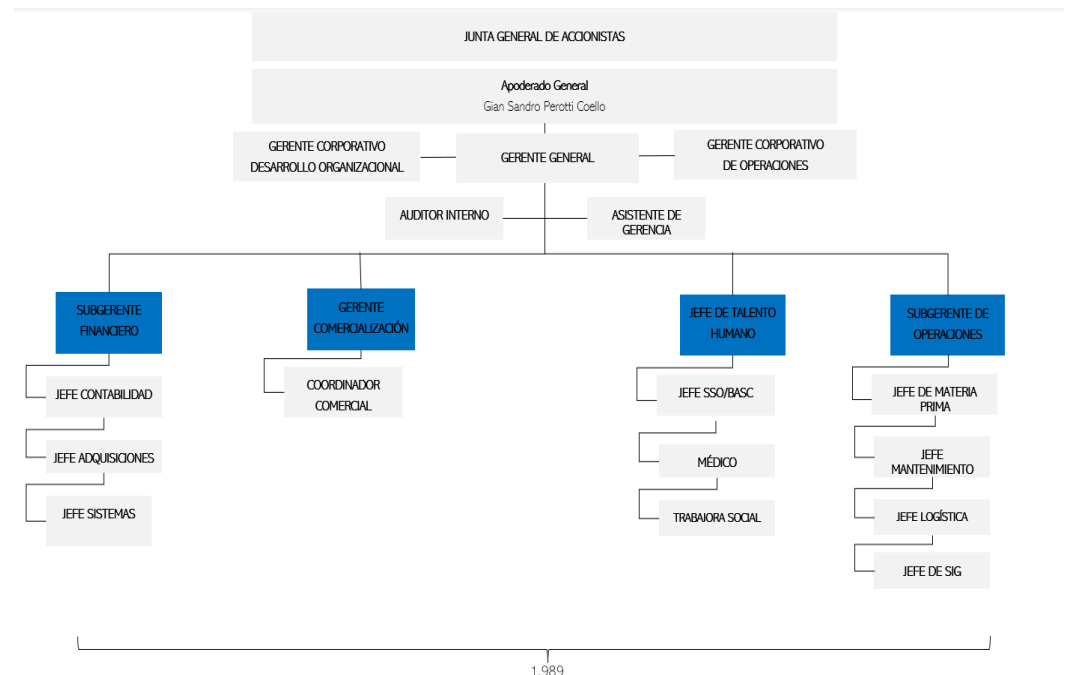
COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
CONSERVIGESA Construcciones y Servicios Generales S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado	
Cultivo de Peces S.A. CULTIPESCA	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
El Cercado S.A. CERCADOSA	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado	Activa
Cacao del Alto S.A. CADEALTO	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado	Activa
Marine Protein MARPROT S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado	
Dirección Empresarial S.A. DIRECSA	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado/Administración	
Inmofresh S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado	
Transmarina C.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado	
Holding del Pacífico S.A. HOLPAC	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado	Activa
	Díaz García José	Administración	
	Díaz García Ángel	Administración	
Elvayka Kyoei S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
Inmobiliaria Terra Paraiso S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado/Administración	Activa
	Díaz García José	Accionariado/Administración	
Tadel S.A.	Díaz García Ángel	Accionariado y Administración	Activa
	Díaz García Ángel	Accionariado y Administración	
Talleres Iberia TALLIN Cia. Ltda.	Díaz García José	Accionariado y Administración	Activa
	Díaz García Rocío	Accionariado	
	García Rodríguez Rogelia	Accionariado	
Luning Overseas del Ecuador S.A. LUNINGSA	Díaz García Ángel	Accionariado	Cancelación
	Díaz García Ángel	Accionariado	
Fishmar S.A.	Díaz García Ángel	Accionariado	Activa
	Díaz García José	Accionariado	
Sardinas del Pacífico S.A. SARDIPAC	Díaz García Ángel	Accionariado	Activa

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Propezmanta S.A.	Díaz García Ángel	Accionariado	Activa
Megavatos S.A.	Díaz García José	Accionariado y Administración	Disolución
Dipermanta S.A.	Díaz García José	Accionariado	Activa
Inver-Aurea S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Accionariado	Activa
Torremarítima S.A.	Perotti Coello Gian Sandro	Administración	Activa
Pesquera Doñamaruja S.A.	Díaz García Ángel	Administración	Activa
Pesquerarocio S.A.	Díaz García Ángel	Administración	Activa
Pesquera Doñaroge S.A.	Díaz García Ángel	Administración	Activa
Pesquera Donbartolo S.A.	Díaz García Ángel	Administración	Activa
Pesquera Atunes del Pacífico S.A. ATUNPACIFICOSA	Díaz García Ángel	Administración	Activa

**Tabla 11:** Compañías relacionadas por administración y/o accionariado  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

EUROFISH S.A. se encuentra gobernada por la Junta General, quién constituye el órgano supremo para el gobierno de ésta. Orgánicamente, la compañía es administrada por la Junta de Accionistas y la Plana Gerencial, de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas a cada uno de ellos, las cuales están señaladas en los Estatutos de la empresa. EUROFISH S.A. no cuenta con la implementación de un “Buen Gobierno Corporativo”, ya que sus socios son propietarios de acciones de varias empresas y estas son consideradas por el SRI como Grupo Económico, razón por la cual la compañía está diseñando una estructura corporativa, con estrategias y planeación como grupo y está en camino de aplicar y definir las normas éticas y procedimentales para el gobierno del grupo de empresas.

A la fecha del presente informe EUROFISH S.A. cuenta con 1.989 en las diferentes áreas de la empresa, además mantiene 62 empleados con capacidades especiales. Adicionalmente, los empleados mantienen un sindicato desde octubre del 2015. El 10 de agosto de 2016 la empresa suscribe el primer contrato colectivo entre la empresa EURORFISH y la Asociación de Trabajadores denominada ASOEURO. Además, la empresa informa que no se han reportado huelgas ni acciones que impidan el desarrollo normal de las operaciones.



**Gráfico 8:** Organigrama

**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

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



**Gráfico 9:** Planificación estratégica

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EUROFISH S.A., no es solo una empresa que se compromete con el desarrollo económico y social del país, también se preocupa por el medio ambiente, ya que promueve una política de responsabilidad social y empresarial que se caracteriza por la transparencia en un sistema integrado de gestión.

De esta manera responde a las crecientes demandas sociales y actúa en beneficio de los derechos humanos, de la integración con sus empleados y del respeto con la realidad social y medio ambiental donde desarrolla su actividad. Permanentemente está haciendo campañas para la familia de los trabajadores como para los habitantes del sector donde se ubica.

Con respecto del medio ambiente la compañía está comprometida con el bienestar de sus colaboradores, vecinos y el medio ambiente. Su operación incluye procesos de producción más limpios, que son evaluados de forma periódica por autoridades, técnicos independientes y clientes.

EUROFISH, tiene identificado los impactos ambientales generados por sus operaciones, mismos que son controlados y monitoreados dentro del Plan de Manejo Ambiental, para cumplir con las más altas exigencias de autoridades y clientes internacionales. Cuenta con una Planta de Tratamiento de Aguas Residuales Industriales, en constante perfeccionamiento, cuyos resultados son reportados semana a semana a las autoridades ambientales y su calidad es monitoreada trimestralmente.

Dentro de su Plan de Compensación Ambiental la empresa monitorea sus emisiones gaseosas y de ruido de forma periódica. Adicionalmente, siembran árboles periódicamente junto al río dentro de los límites de la empresa.

De igual manera, la compañía mantiene un plan de reconocimiento a sus empleados mensual para la creación de un ambiente laboral adecuado, además, la compañía les brinda capacitación, integraciones y charlas de seguridad y salud.

EUROFISH S.A. cuenta con certificaciones tanto nacionales como internacionales algunas de estos son: ISO 9001, KOSHER, IFS, BRC, EII DOLPHIN SAFE, HALAL, entre otros las cuales están asociadas a la más alta calidad dentro de sus procesos y altos estándares de seguridad industrial y sustentabilidad de sus procesos. Además de estas certificaciones, la compañía mantiene permisos para exportar a Argentina y Brasil dentro de Sudamérica y en Europa donde se encuentra el mayor porcentaje de sus exportaciones. Adicional a estas, la compañía cumple con normativas nacionales e internacionales como las Buenas Prácticas de Manufactura, Guía de Control y Peligros de Pescados y Productos de Pesca de la FDA, Regulaciones de la Unión Europea, normativas de laboratorio y normativas de cada país al que la compañía exporte sus productos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, y un certificado del buró de crédito. Con el Servicio de Rentas Internas mantiene deudas impugnadas por USD 1.095.350,77. Con esto se evidenció que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal a, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## NEGOCIO

EUROFISH S.A. tiene como objeto social el dedicarse al ejercicio de la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, incluyendo la captura, investigación, conservación, procesamiento, o transformación y comercialización, tanto interna como externa de productos derivados de la pesca.

La empresa se encuentra estratégicamente ubicada en la ciudad de Manta, que es una de las ciudades que más ha influido en el crecimiento económico del país por el desarrollo industrial que posee. Manta es conocida como la capital mundial del atún, cuenta con grandes empresas dedicadas al proceso y comercialización. EUROFISH, inicia sus actividades cuando un grupo de armadores pesqueros establecen la empresa en esta ciudad en 1998 con el objetivo de darle valor agregado a la materia prima, la cual hasta ese momento solo se capturaba y comercializaba, para luego ser procesada y envasada en el exterior.

EUROFISH S.A. es una de las empresas más exitosas en la exportación de atún y productos derivados de este como enlatados, flakes, etc. A través de una constante innovación de productos y fabricación de calidad EUROFISH S.A. ha logrado posicionarse fuertemente en el mercado de exportaciones de atún en mercados internacionales recibiendo reconocimientos varios por sus diferentes procesos operativos y pesca responsable.

La empresa maneja una gran diversidad de procesos de producción para ajustarse a la necesidad del cliente, así como altos estándares de calidad y garantía de abastecimiento de materia prima ganándose una alta reputación dentro del mercado nacional e internacional. En la actualidad la oferta productiva va dirigida en mayor proporción al internacional, es decir exportaciones, alrededor de un 85%, mientras que el 15% restante es para el consumo local, un importante factor diferenciador con respecto a su competencia.

La principal estrategia del emisor en los últimos años ha sido la mejora continua en las instalaciones y procesos de la compañía, lo cual se ve reflejado desde inicios de la empresa, cuando en 1999 construyeron sus instalaciones industriales y posteriormente en el año 2011, se invirtió en la ampliación de los equipos de almacenamiento, descongelado, cocción de atún, limpieza y congelación de lomos.

EUROFISH S.A. dada las condiciones de mercado, ha dedicado todos sus esfuerzos a potenciar la expansión del mercado internacional de la empresa, para ello, la estrategia ha sido producir de acuerdo a las especificaciones y necesidades de los clientes por lo cual no ha desarrollado una marca, sino que ha aprovechado las marcas registradas y muchas de ellas consolidadas. Con este fin establecieron para los siguientes años incrementar una presentación y/o línea de producción por año, permitiéndoles crecer a través de la innovación de productos y consolidar su posición en los productos de mayor valor añadido.

De igual manera, para años venideros la compañía planifica mejorar tecnológicamente en los procesos industriales mediante la inversión, es así que:

- La compañía busca constantemente la inversión en automatización que reduzcan costos.
- Capacitación y profesionalización de la mano de obra para mejorar la eficiencia. Adicionalmente para completar sus estrategias EUROFISH S.A. cuenta con una flota de pesca asociada, lo que le permite asegurar el abastecimiento de su materia prima.

## POLÍTICAS PRINCIPALES

Dentro de sus políticas principales, EUROFISH S.A. cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones, adicionalmente de responsabilidad civil, fidelidad y transporte por un monto total asegurado de USD 104 millones.

ASEGURADORA	RAMO	MONTO (USD)	VIGENCIA	
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Incendio	80.724.250	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Lucro cesante	10.028.000	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Robo	85.000	22/9/2019	22/9/2020

ASEGURADORA	RAMO	MONTO (USD)	VIGENCIA	
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Rotura de máquina	12.095.223	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Equipo electrónico	456.992	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Fidelidad	100.000	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Responsabilidad civil	200.000	22/9/2019	22/9/2020
Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.	Transporte de dinero	60.000	22/9/2019	22/9/2020

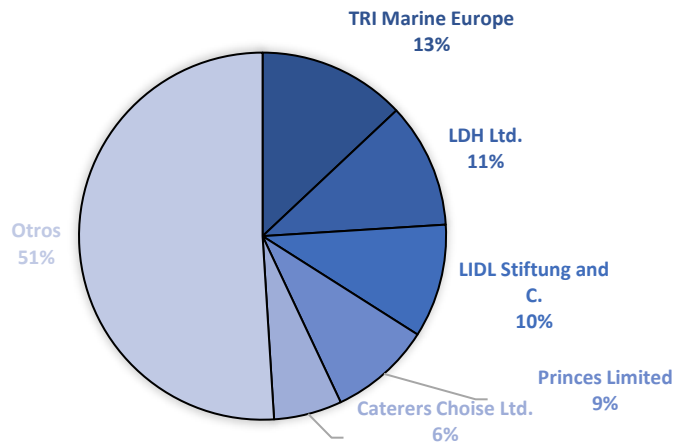
**Tabla 12:** Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

### CLIENTES

EUROFISH S.A. cuenta con clientes principalmente del exterior, siendo lo más grandes Tri Marine Europe (13%), LDH LTD (11%), LIDL Stiftung and C. (10%).

Dentro de sus políticas de cobro, las cuales son aplicadas para las transacciones clasificadas como cuentas por cobrar originadas por la venta de sus productos en todos sus canales de distribución. Los plazos de créditos otorgados por EUROFISH S.A. depende del volumen de venta y con respecto al análisis de cada cliente sujeto de crédito, estos van de pagos al contado hasta los 120 días.



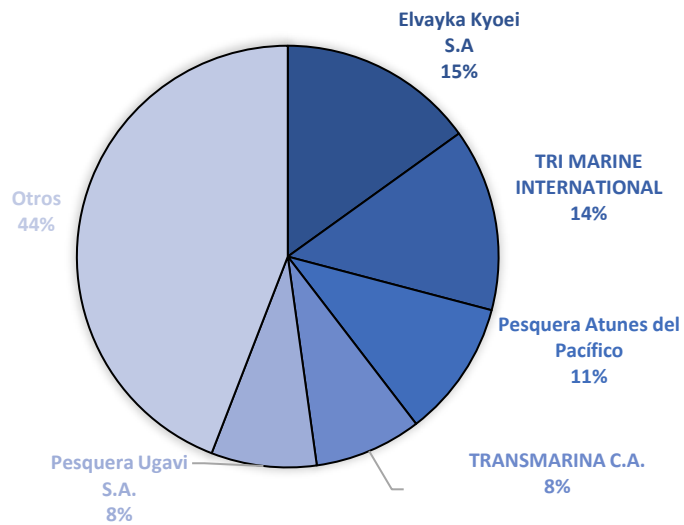
**Gráfico 10:** Principales clientes

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

### CADENA DE SUMINISTROS

Entre sus principales proveedores se encuentran tanto compañías locales como extranjeras. Sus principales proveedores son Elvayka Kyoei S.A. y Tri Marine International con un 10%, seguido por Pesquera Atunes del Pacífico con un 7%, Transmarina C.A. 6% y Pesquera Ugavi S.A. con 6%.





**Gráfico 11:** Principales proveedores  
**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Además, la empresa busca incrementar el desempeño de sus proveedores mediante la recopilación, clasificación y evaluación de información. Se realizan evaluaciones internas una vez al año a todos los proveedores en donde se mide el desempeño en base a un indicador llamado BCAT (bien, completo, y a tiempo), el cual se obtiene por un porcentaje de cumplimiento por el proveedor y solo tiene validación después de la calificación realizada por un tercero.

#### POLÍTICAS DE FINANCIAMIENTO

Un importante agente financiador de la es el patrimonio, que la empresa ha capitalizado en los últimos años parte de sus utilidades. Adicionalmente, la empresa tiene líneas de crédito aprobadas con varios bancos que son utilizadas para financiar el capital de trabajo y adquisición de equipos.

#### POLÍTICAS DE INVERSIÓN

En cuanto a la estrategia de inversiones que maneja la compañía se ha caracterizado por invertir continuamente en las instalaciones y procesos, teniendo planificado invertir en tecnología para mejorar los procesos industriales en los próximos años.

#### POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva de la compañía dentro del sector en el cual desarrolla sus actividades, EUROFISH S.A. se mantiene como líder del mercado de productos masivos en diversas líneas, adicionalmente y con la representación exclusiva de marcas internacionales mantiene un alcance de mercado a nivel nacional, inclusive con participación internacional por la exportación de productos a países como China, España, Suiza, Italia, Estados Unidos, México, Panamá, Honduras, El Salvador, Cuba, Jamaica, Colombia, Perú.

Según las actividades que realiza la compañía, que es la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases; se ha clasificado a la competencia de acuerdo con la participación de mercado.

COMPAÑÍA	FOB
Salica del Ecuador S.A.	135.641.592
Galapesca S.A.	126.348.090
Negocios Industriales Real N.I.R.S.A. S.A.	120.530.654
Técnica y Comercio de la Pesca C.A. TECOPECA	111.159.172
EUROFISH S.A.	107.159.203
SEAFMAN Sociedad Ecuatoriana de Alimentos y Frigoríficos Manta C.A.	94.653.895
Marbelize S.A.	86.396.908
Conservas Isabel Ecuatoriana S.A.	82.274.678
ASISERVY S.A.	50.970.460

**Tabla 13:** Ranking de empresas por ingresos (USD).  
**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS**

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de su amplio catálogo de productos de atún y sus derivados que se los comercializa en las principales cadenas de supermercados del país, adicionalmente de la exportación de sus productos tanto de materia prima como productos terminados. Entre 2017 y 2019 las ventas mantuvieron un comportamiento con tendencia decreciente, con variaciones marginales, a pesar del incremento de los ingresos para el 2018, al pasar de USD 136,43 millones en 2017 a USD 127,92 millones en 2019, lo cual constituye una baja del 6,24% durante el periodo analizado. Cabe resaltar que las variaciones monetarias en cuanto a los ingresos se dan principalmente por la dinámica de precios, en donde el volumen vendido se presenta superior, sin embargo, ante la baja en precios de mercado del atún, estos se ven afectados.

Entre 2017 y 2018, las ventas de la compañía incrementaron en 10,16% (USD 13,87 millones), alcanzando un monto de USD 150,30 millones al cierre del año, evidenciando las constantes variaciones de precios del mercado, que a pesar de vender volúmenes similares la diferenciación se da en cuanto a los precios de venta, siendo el año 2018 aquel del precio más alto del atún en los últimos 5 años. Al cierre de 2019, las ventas de la compañía disminuyeron a USD 127,92 millones (-14,89%), monto que se redujo en USD 22,38 millones, ante una caída importante en los precios de mercado del atún por una sobre oferta en el mercado mundial. Cabe mencionar que el mercado crece en volumen, pero con una caída de precios, en el mismo sentido que los ingresos de la compañía.

La composición de las ventas mantuvo variaciones en las principales líneas de producto durante el periodo analizado. Es importante destacar el incremento constante de líneas como pouch, sardina y pet food, siendo estas las más recientes en formar parte del catálogo de productos de la compañía y por la cual esta ha dedicado una importante inversión presentando buenos resultados en el corto y mediano plazo. Cabe resaltar que, a pesar de que la concentración de ingresos en la categorías de productos enlatados es superior al 53%, existe un amplio portafolio de productos comercializados bajo cada una de las categorías antes señaladas, lo cual reduce el riesgo de concentración.

TIPO	2017	2018	may-19	2019	may-20
Enlatados	64.937.967	70.529.015	24.949.853	67.397.484	27.493.929
Lomo	43.423.239	30.691.378	8.947.709	18.827.510	14.697.518
Pouch	15.432.159	22.102.497	10.385.618	23.201.462	5.153.418
Pescado congelado	6.493.221	19.025.928	5.803.937	9.263.954	3.978.274
Desperdicios	3.570.304	3.942.942	1.614.018	4.010.188	1.938.212
Flake	1.561.805	705.430	41.648	181.217	236.050
Sangacho	403.356	756.455	225.958	448.537	127.426
Sardina	325.517	1.695.018	1.501.402	3.626.687	1.296.880
Pet food	250.047	696.174	376.699	964.837	499.402
Maquila	33.808	152.151	-	-	-
<b>Total</b>	<b>136.431.423</b>	<b>150.296.988</b>	<b>53.846.841</b>	<b>127.921.876</b>	<b>55.421.108</b>

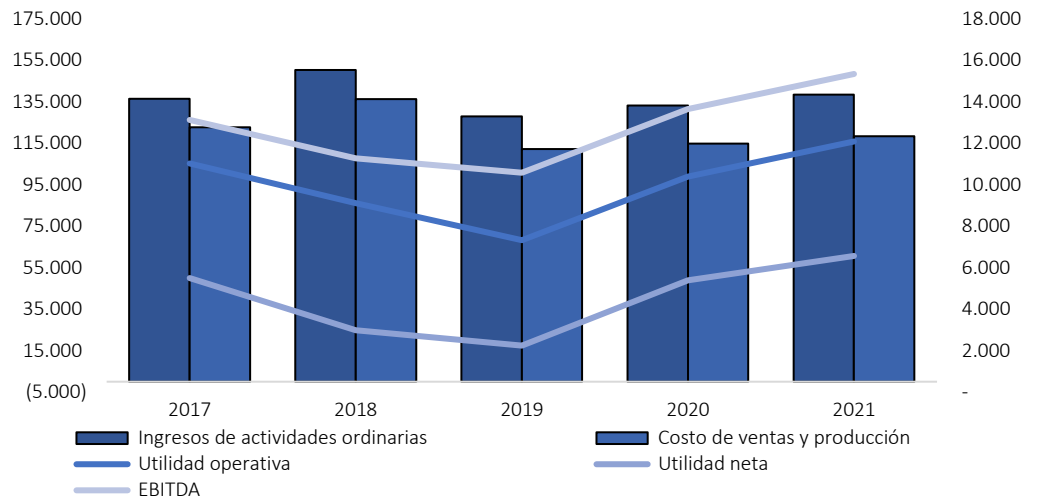
Tabla 14: Composición de ventas (miles USD).

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Las proyecciones de ingresos estiman un incremento moderado en las ventas de 2020 (4%), en función de las condiciones de mercado actuales. Debe considerarse que en la generalidad de las empresas ecuatorianas se proyecta una disminución de ventas para 2020, pero en el caso de EUROFISH S.A. al pertenecer a un sector que no se ha visto afectado por la situación actual del país, la situación es diferente. Para el 2021 se proyecta el mismo crecimiento del 2020, avizorando que la dinámica de precios se mantenga constante, tomando en cuenta la sobre demanda del 2020. La compañía ha mantenido sus operaciones activas durante el periodo de emergencia, despachando sus productos con normalidad en supermercados y las exportaciones, de esta manera los ingresos de la compañía presentaron un incremento marginal del 2,92% en el comparativo interanual, al pasar de USD 53,85 millones en mayo de 2019 a USD 55,42 millones en mayo de 2020, a pesar de que el precio del atún se mantiene bajo.

En cuanto al costo de ventas, presentó una reducción continua en la participación de los costos de ventas pasando de 89,84% en 2017 a 87,66% en 2019. Este comportamiento producido por la optimización continua por parte de la compañía de sus costos y la eficiencia de los procesos de producción, le ha permitido mejorar

sus márgenes continuamente. Otro factor influyente en la disminución observada fue la dinámica de los precios del mercado. Este comportamiento se mantuvo en el comparativo interanual, donde la participación del costo de ventas bajó de 92,51% en mayo de 2019 a 85,39% en mayo de 2020. En función de lo anterior, y bajo un escenario estresado, se estima que durante el periodo de vigencia de la emisión el costo de ventas presentará una participación promedio del 86,25% sobre los ingresos por ventas.



**Gráfico 12:** Estado de Resultados.  
**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

#### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La consecuencia directa de la disminución en la participación del costo de ventas fue la presencia de un margen bruto creciente, que pasó de 10,16% en 2017 a 12,34% en 2019, a pesar de las variaciones en las ventas de las distintas líneas de negocio, pero con la optimización de costos asociados durante el periodo. Consecuentemente, la utilidad bruta presentó una tendencia creciente durante el periodo, alcanzando los USD 15,78 millones al cierre de 2019. Para mayo de 2020 el margen bruto fue de 14,61%. En esa línea, la proyección mantiene un alza constante del margen bruto.

En todas las líneas de negocio la compañía mantiene una contribución de ganancia creciente en el periodo de análisis. La estrategia de la compañía es maximizar el precio de venta de sus productos junto con un plan para optimización del costo tomando en cuenta tanto ámbitos internos como externos a la empresa. En ese sentido, EUROFISH S.A. trabaja constantemente en los procesos de producción de su catálogo de productos volviéndolos más eficientes y apostando fuertemente por la economía a escala.

Los gastos operativos se venían incrementando entre 2017 y 2019, en función del crecimiento del negocio y de la mayor actividad de la compañía, por lo que la participación de este rubro sobre las ventas incrementó de 5,11% en 2017 a 7,34% en 2019, impulsada por otros gastos menores. Para 2020, se proyecta una estabilidad con los gastos operativos, coherente con la situación actual del país y para los años sucesivos se espera un crecimiento coherente con el incremento en ventas proyectado.

Producto de lo anterior, la utilidad operativa que presentó un descenso entre 2017 y 2019 debido básicamente al aumento de gastos operativos y menores ingresos operacionales, se proyecta con un constante aumento para los años siguientes. Debido a montos similares de la deuda con costo, los gastos financieros tuvieron una estabilidad en el periodo 2017 - 2019, tendencia que tiene su punto de inflexión a partir de 2020, acentuado por la cancelación paulatina de deuda financiera y la cancelación de dividendos con respecto a la deuda con el mercado de valores. Históricamente la compañía se ha financiado en mayor medida con instituciones financieras, siendo el porcentaje de deuda con el mercado de valores bajo. Por efecto de los cambios en la utilidad operativa y en menor medida de las variaciones en las depreciaciones, el EBITDA, presentó un descenso hacia el 2019, sin embargo, con una tendencia al alza en el periodo proyectado por la mejora de la utilidad operativa, lo que trae como consecuencia una notable mejoría en el índice que

mide la cobertura del gasto financiero y una disminución progresiva en los años requeridos para la cancelación de la deuda con este parámetro.

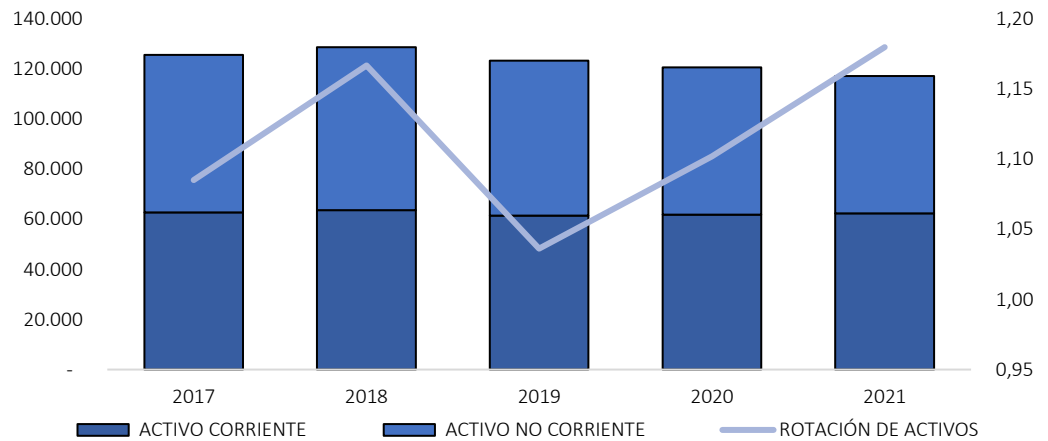
Como se indica en párrafos anteriores, EUROFISH S.A. tuvo una evolución de la proporción de su deuda con costo de aquella contratada a través de emisiones frente a la contraída con entidades financieras. En este sentido, en 2019 la deuda con el mercado de valores era del 3,27% del total de la deuda con costo y el 2021 se proyecta que este parámetro desaparezca al darse por cancelada la presente Emisión de Obligaciones en análisis, siendo la única vigente. Lo mencionado redundante en la estrategia de la compañía tener un apalancamiento superior con instituciones bancarias y tomando en cuenta la cancelación casi en su totalidad con el mercado de valores.

Como lógica consecuencia de lo indicado, la utilidad neta del periodo bajo análisis fue siempre positiva. La proyección estima que estos resultados tendrán una tendencia al alza en los próximos años como una respuesta a la presencia de la empresa en los mercados de su ámbito y a una eficiente gestión operativa.

#### CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, las cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta, a los tipos de clientes y a las políticas de crédito, y los inventarios cuya rotación se basa en las características del producto y responde a la estrategia de producción de la compañía. Al 31 de mayo de 2020, el 81% del activo total se condensó en estos tres rubros. En lo que respecta a la propiedad, la proyección no supone una inversión comparable al monto de depreciación. Evidentemente cualquier inversión en este sentido requeriría de mayores niveles de financiamiento y la proyección supone un nivel de efectivo y sus equivalentes que permitirían un crecimiento moderado a este respecto. Por otra parte, las cuentas por cobrar mantienen un incremento sostenido. Los inventarios crecen coherentemente con las ventas, manteniendo los niveles históricos que la compañía ha mantenido, con una cartera sana y un nivel de inventarios controlado

El nivel de activos corrientes mantuvo estabilidad 2017 y 2019 y se proyecta que tal comportamiento seguirá en los años siguientes con una tendencia creciente debido a los ya indicados crecimientos del nivel de efectivo, las cuentas por cobrar y el inventario. Para 2019 el activo corriente presentó una disminución marginal con respecto al 2018 ante la baja de inventarios principalmente. Tal situación, junto al reseñado comportamiento en el activo fijo, componente principal del activo no corriente, produce un capital de trabajo positivo e incremental de acuerdo a la proyección. Los niveles del índice de rotación del activo tuvieron una tendencia a la baja desde 2017 a 2019, con un repunte para 2018 por el fuerte incremento de las ventas, causados por la disminución de los ingresos, ante los factores ya mencionados en la sección de evolución de ingresos y costos. Tal tendencia se revierte teniendo como punto de inflexión el 2020 para estabilizarse hacia el final de período proyectado. Este nivel se compara favorablemente con la industria y refleja eficiencia en la gestión de activos.



**Gráfico 13:** Evolución del activo.  
Fuente: EUROFISH S.A.; ELABORACIÓN: GlobalRatings

En línea a lo señalado, el total de activos tuvo un decrecimiento entre 2017 y 2019, pasando de USD 125,72 millones a USD 123,44 millones, a pesar del incremento para el 2018 en donde alcanzó activos por USD 128,78 millones. Tal disminución se debió principalmente a la baja en las cuentas por cobrar comerciales (USD 2,98 millones), inventarios, sin tomar importaciones en tránsito, (USD 2,08 millones) y anticipo a proveedores (USD 1,44 millones). Por su parte, presentaron un incremento las cuentas por cobrar con compañías relacionadas y las mercaderías en tránsito. Estos últimos señalados son coherentes con la estrategia de la empresa de aumentar o mantener sus ingresos los que se han evidenciado en el lapso señalado. La proyección augura un crecimiento sostenido del total de activos empujado básicamente por un aumento del nivel de efectivo, el que podría utilizarse para expandir las instalaciones y/o la presencia de la empresa en el mercado y las cuentas por cobrar y el inventario, en línea con el ya comentado incremento en ventas. Como quedó establecido, la proyección no supone un crecimiento de las instalaciones en el corto plazo.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento decreciente entre 2017 y 2019 pasando de USD 15,45 millones a USD 12,47 millones. Tal comportamiento obedece principalmente a la dinámica de precios del sector atunero, los cuales se encuentran a la baja disminuyendo el valor monetario de las transacciones, a pesar de volúmenes de venta incrementales, adicionalmente de una mejora en la cobrabilidad de la compañía. El porcentaje de 2019 de la cartera respecto de las ventas se mantiene en la proyección, sin que se proyecten crecimientos explosivos y manteniendo una estabilidad tomando en cuenta que la estrategia de la empresa es la mejora continua de cobrabilidad. Por efecto de lo anterior, el periodo promedio de recuperación de cartera pasó de 41 días el 2017 a 35 días el 2019. La proyección supone que este promedio se mantenga en esos rangos, lo que compara favorablemente con el mercado. La provisión para cuentas de dudoso cobro alcanzó el 0,61% del total de cartera el 2019 nivel que se consideró aceptable dada la buena calidad de los clientes y se mantuvo en la proyección. El detalle de la cartera agrupa las cuentas por cobrar comerciales junto con otros documentos por cobrar por servicios en específico. Para mayo de 2020 el detalle de la antigüedad de la cartera toma en cuenta las cuentas por cobrar con empresas relacionadas. La cartera por vencer agrupó el 53,26% (60,93% al cierre de 2019) y vencida de 1 a 90 días el 17,69%, manteniendo estas un mínimo riesgo de incobrabilidad agrupando el 71% del total evidenciando una cartera saludable. Por su parte, la cartera vencida superior a los 91 días compuesta en su gran mayoría por compañías relacionadas representó el 29,46% del total, sin embargo, estas no representan un riesgo de cobrabilidad, sin embargo, la administración determinó el mantener una provisión de incobrables marginal sobre el total, al presentar sus cartera clientes un mínimo riesgo de cobro. Para años anteriores, la compañía no presentó una provisión de cuentas incobrables.

ANTIGÜEDAD CARTERA	2019	PARTICIPACIÓN	may-20	PARTICIPACIÓN
Por vencer	7.551.043	60,93%	9.820.833	53,26%
Vencida				
1 a 90 días	2.249.386	18,15%	3.261.390	17,69%
Más de 91 días	2.669.255	21,54%	5.433.138	29,46%
(-) Provisión incobrables	-75.875	-0,61%	-75.875	-0,41%

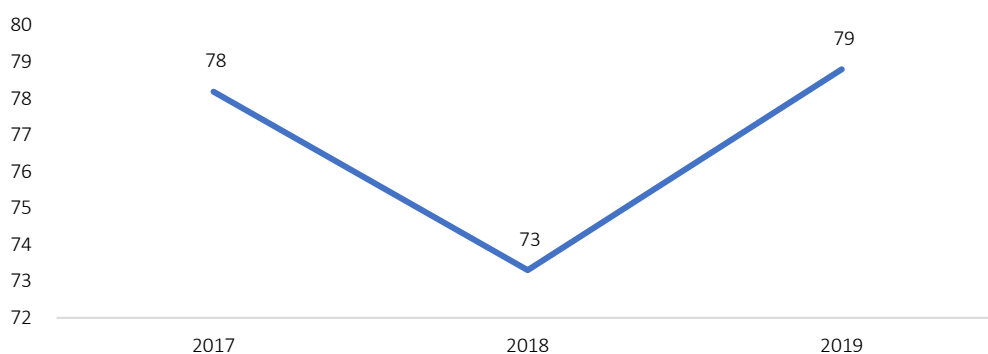
ANTIGÜEDAD CARTERA	2019	PARTICIPACIÓN	may-20	PARTICIPACIÓN
Total	12.393.809	100%	18.439.486	100%

**Tabla 15:** Antigüedad de cartera (mayo 2020).

**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por su parte, las cuentas por cobrar con compañía relacionadas presentaron un fuerte incremento para el año 2019, fruto de transacciones comerciales principalmente realizados a compañías relacionadas de EUROFISH S.A. Adicional a estas, en menor medida la compañía presenta un rubro de préstamos a empresas relacionadas los cuales mantienen una tasa fija de interés anual de acuerdo al mercado y plazos hasta los 3 años, todos estos se los realiza para el capital de trabajo en específico para las empresas del grupo empresarial que resultan favorables para el propio giro de negocio de EUROFISH S.A. al ser proveedores de materia prima y otros servicios relacionados a las embarcaciones.

Los inventarios de la compañía responden a los procesos de producción de la industria, y parte fundamental de ellos lo constituyen las materias primas, la mano de obra directa, los gastos indirectos de fabricación basados en una capacidad operativa normal y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios. Se incluye como parte del costo de los inventarios el impuesto a la salida de divisas, coherente con el giro de negocio de la empresa. La compañía mantuvo 79 días de inventario el 2019, valor que se mantuvo estable desde los 78 días que hubo en 2017. La estimación para los años siguientes mantuvo estos días en 80 y 81 respectivamente, lo que se considera apropiado para la actividad de EUROFISH S.A.


**Gráfico 14:** Días de inventarios.

**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La principal disminución para 2019 en los inventarios se dan en materia prima, ante un menor costo por los precios del mercado, situación que se reversa para mayo del 2020 donde este rubro presenta un incremento importante, a pesar de mantenerse precios de mercado bajos, pero ante una mayor demanda de productos derivados del atún por la situación actual mundial, donde la industria alimenticia es una de las más beneficiadas y más aún si se habla de conservas de atún siendo un producto altamente requerido para el confinamiento.

INVENTARIOS	2017	2018	2019	may-20
Materia prima	17.780.721	16.472.857	14.302.621	17.299.301
Materiales e insumos	2.040.777	2.294.041	1.792.086	1.907.395
Producto terminado	5.288.270	6.645.908	6.037.209	7.012.295
Inventario en general	1.672.991	2.476.378	2.575.037	4.107.641
Importaciones en tránsito	1.695.221	4.692.128	4.571.282	3.365.128
(-) Provisión deterioro	(162.277)	(162.277)	(162.277)	(162.277)
<b>Total</b>	<b>28.315.703</b>	<b>32.419.035</b>	<b>29.115.958</b>	<b>33.529.483</b>

**Tabla 16:** Detalle de inventarios (USD).

**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

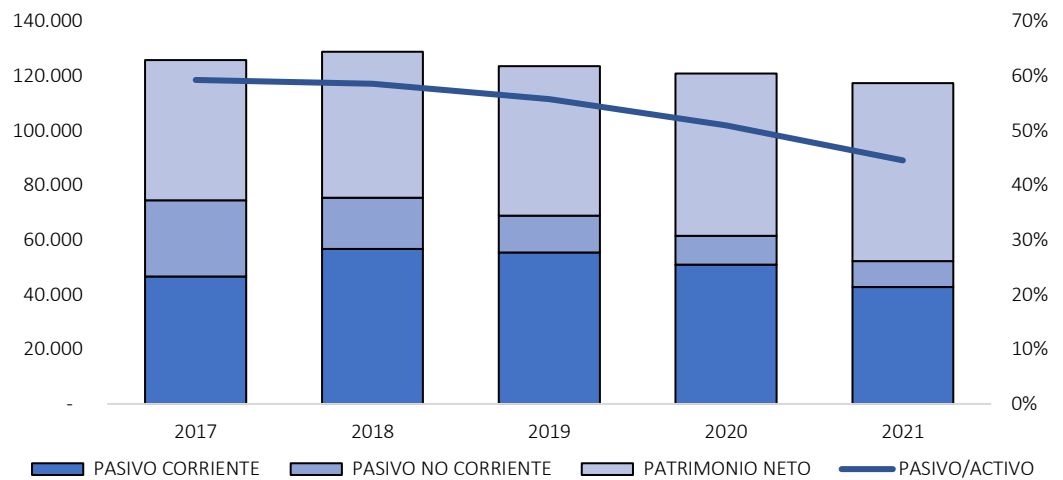
Adicionalmente, los anticipos a proveedores, los cuales presentaron una disminución de USD 5,70 millones en 2017 a USD 4,27 millones en 2019, corresponden principalmente a la compra de materia prima a proveedores tanto locales como del exterior. La reducción de este rubro se da por niveles inferiores de materia prima comprada.



Debido a la naturaleza del giro del negocio, las compañías pesqueras e industriales, como es el caso de EUROFISH S.A., requieren altos montos de inversión en propiedad, planta y equipos, que constituyen el principal activo de la compañía. La compañía realiza inversiones constantes en activos fijos para incrementar la capacidad productiva y mejorar los niveles de eficiencia en la planta de producción, lo que le ha permitido incrementar su volumen de producción y, consecuentemente, sus volúmenes de venta. Por lo tanto, la propiedad, planta y equipo, sin tomar en cuenta la depreciación acumulada, exhibió un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, al pasar de USD 62,21 millones a USD 74,79 millones. El principal factor para su aumento fueron las adiciones en maquinaria industrial y otros equipos, además de, barcos pesqueros. Como ya se destacó, la proyección no supone un incremento en este rubro, aunque los pasivos con el mercado de valores analizados permiten un remanente de efectivo que puede utilizarse en una expansión mayor a tasas de interés fijas y relativamente bajas, así como los créditos otorgados por instituciones financieras.

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

La actividad creciente de la compañía ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, EUROFISH S.A. ha financiado sus operaciones mediante tres fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de materia prima e insumos y otros bienes utilizados en las actividades productivas y comerciales de la compañía, créditos otorgados por varias entidades financieras y en menor medida las obligaciones con el mercado de valores. La proyección supone la tendencia histórica de la compañía donde las obligaciones financieras con bancos mantienen el porcentaje más alto de financiamiento. Cabe destacar que la proyección supone financiamiento con proveedores en los mismos rangos de 2019, año en el que disminuyó alrededor del 6% respecto de 2018. Este financiamiento refleja la buena relación de la empresa con sus proveedores y no tiene costo financiero. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el corto plazo, con una participación promedio de 72,75%, participación que incrementa al 82,37% promedio en la proyección ante la no renovación de los pasivos de largo plazo en cuanto a obligaciones financieras.

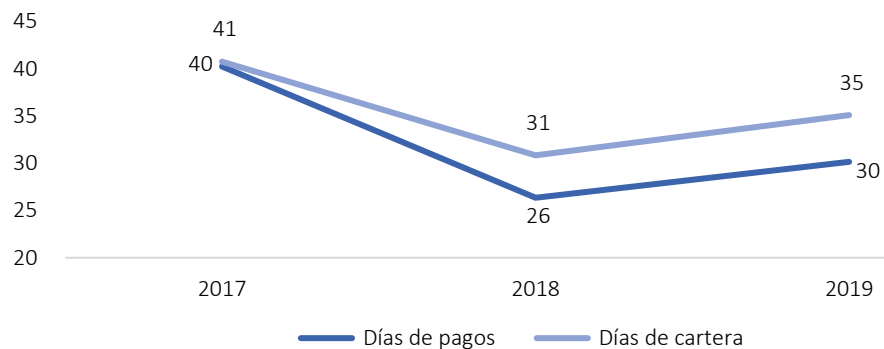


**Gráfico 15:** Estructura de financiamiento (miles USD).  
Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2017 y 2019, el pasivo total se redujo en 7,62% (USD 5,67 millones), producto principalmente de la disminución de la cancelación de la deuda con el mercado de valores (USD 6,75 millones) y la baja de las cuentas por pagar comerciales (USD 4,31 millones). Sin embargo, la compañía incrementó su financiamiento con instituciones financieras pasando de un porcentaje del 52,87% del pasivo total en 2017 al 65,24% en 2019. Tal incremento permitió fundear adecuadamente el crecimiento de la planta y equipo ya reseñado, además de la compra de inventarios. La proyección supone una disminución paulatina del total de pasivos producto del vencimiento de los pasivos con entidades financieras y con el mercado de valores y la menor contratación de nuevas deudas. Como consecuencia, la deuda neta de la empresa disminuye progresivamente de acuerdo a la proyección.

Como se indicó, el nivel de apalancamiento operativo se evidencia en el crecimiento de las obligaciones financieras durante el periodo y la baja continua de las cuentas por pagar a proveedores y con el mercado de

valores. Las cuentas por pagar a proveedores disminuyeron un 31,48% en el periodo de análisis, coherente la dinámica de precios del sector atunero. La compañía mantiene relaciones óptimas con los proveedores, lo cual le permite financiar una parte importante de sus operaciones mediante recursos que no le generan un costo financiero, adicionalmente, la empresa presentó un importante porcentaje de cuentas por pagar a compañías relacionadas correspondiente a la compra de materia prima. Estas pasaron del 6,43% en 2017 al 7,26% en 2019. Los días promedio de pago a proveedores (30) al cierre de 2019 y de 37 en la proyección corresponden a las políticas establecidas por la compañía, que cumple puntualmente con el pago de cuentas por pagar. Dado el giro de negocio de EUROFISH S.A., el periodo de recuperación de cartera es superior al periodo de pago a proveedores, debido a que un gran porcentaje de las ventas de la compañía las realiza a clientes del exterior brindando un mayor plazo de crédito, mientras que el mayor porcentaje de proveedores son locales en donde los plazos de pagos se presentan inferiores, sin embargo, la compañía mantiene flujos suficientes para hacer frente a las obligaciones no financieras, a pesar de un pequeño margen superior de recuperación de cartera.



**Gráfico 16:** Días de cartera vs. días de pago.  
**Fuente:** EUROFISH S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 40,78% de los activos en 2017 a financiar el 44,28% de los activos en 2019 y el 54,90% en la proyección. El patrimonio se incrementa debido a los buenos resultados de la compañía y al reparto de dividendos moderado durante el período bajo análisis. Tal política se mantuvo en la proyección lo que, junto al descenso en el pasivo por el ya comentado vencimiento de las obligaciones, provoca que se incremente la financiación del activo con recursos de los accionistas.

**PRESENCIA BURSÁTIL**

Hasta la fecha del presente informe EUROFISH S.A. mantiene vigente la Segunda Emisión de Obligaciones en el mercado bursátil, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO	ESTADO
Primer Programa de Papel Comercial EUROFISH S.A.	2013	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-848	USD 5.000.000	Cancelada
Primera Emisión de obligaciones EUROFISH S.A.	2013	SC.IMV.DJMV. DAYR.G.13.0000828	USD 10.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de obligaciones EUROFISH S.A.	2015	SCVS.INMV. DNAR.15.0000286	USD 10.000.000	Vigente

**Tabla 17:** Presencia Bursátil  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

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

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primer Programa de Papel Comercial EUROFISH S.A.	N/A	N/A	USD 5.000.000
Primera Emisión de obligaciones EUROFISH S.A.	81	10	USD 10.000.000
Segunda Emisión de obligaciones EUROFISH S.A.	337	11	USD 9.253.000

**Tabla 18:** Liquidez de presencia bursátil  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

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

**INSTRUMENTO**

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EUROFISH S.A., en sesión celebrada el 10 de noviembre de 2014, resolvió autorizar el proceso de Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 10'000.000,00. Siendo relevante mencionar que dicha Junta estuvo conformada por el 100% de sus accionistas.

La presente emisión de obligaciones fue autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 03 de febrero 2015, bajo la Resolución No. SCVS.INMV. DNAR.15.0000286, mientras que con fecha 4 de febrero de 2015 fue inscrita en el Catastro Público Mercado de Valores. Es relevante señalar que la oferta pública presentó un plazo de vigencia de nueve meses calendario contados a partir de la fecha de resolución aprobatoria, es decir hasta el 3 de noviembre de 2015, al haberse concluido el plazo de la oferta pública la compañía solicitó una prórroga a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, la misma que fue autorizada mediante resolución SCVS.INMV.DNAR.16.0000043 del 7 de enero de 2016, en la cual resuelve conceder la prórroga de la oferta pública por nueve meses calendario, por lo tanto la fecha de vencimiento de la autorización fue el 3 de agosto de 2016.

SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV., con fecha 24 de febrero de 2015, inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones EUROFISH S.A., entre diferentes inversionistas, llegando a colocar hasta el 27 de abril del 2015 el 97,40% de la clase C y hasta el 27 de enero del 2016 el 85,23% de la clase D.

<b>SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>					
Monto Emisión	USD 10.000.000,00				
Características	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>
	6.000.000	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	4.000.000	2.160 días	8,25%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Destino de los recursos	El destino de la presente emisión de obligaciones es mejorar la posición financiera de la compañía para sustentar su operación en el corto y mediano plazo, destinando el 70% para reestructuración de pasivos con instituciones financieras nacionales y 30% para capital de trabajo específicamente compra de materia prima.				
Valor nominal	USD 1,00				
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.				
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.</li> </ul>				
	Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con costo de largo plazo sobre patrimonio por debajo de 2,5 veces en todo momento mientras esté vigente la emisión.</li> </ul>			

**Tabla 19:** Características del instrumento

**Fuente:** Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 31 de mayo de 2020 fue de USD 464.864, compuesto por:

- Clase C: Cancelada
- Clase D: USD 464.864

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
24/5/2015	5.844	-	117	117	5.844
24/8/2015	5.844	-	117	117	5.844
24/11/2015	5.844	325	117	442	5.519
24/2/2016	5.519	325	110	435	5.195
24/5/2016	5.195	325	104	429	4.870
24/8/2016	4.870	325	97	422	4.545
24/11/2016	4.545	325	91	416	4.221
24/2/2017	4.221	325	84	409	3.896
24/5/2017	3.896	325	78	403	3.571
24/8/2017	3.571	325	71	396	3.247
24/11/2017	3.247	325	65	390	2.922
24/2/2018	2.922	325	58	383	2.597
24/5/2018	2.597	325	52	377	2.273
24/8/2018	2.273	325	45	370	1.948
24/11/2018	1.948	325	39	364	1.623
24/2/2019	1.623	325	32	357	1.299
24/5/2019	1.299	325	26	351	974
24/8/2019	974	325	19	344	649
24/11/2019	649	325	13	338	325
24/2/2020	325	325	6	331	-

**Tabla 20:** Amortización Clase C (miles USD))

**Fuente:** Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
24/5/2015	3.409	-	70	70	3.409
24/8/2015	3.409	-	70	70	3.409
24/11/2015	3.409	155	70	225	3.254
24/2/2016	3.254	155	67	222	3.099
24/5/2016	3.099	155	64	219	2.944
24/8/2016	2.944	155	61	216	2.789
24/11/2016	2.789	155	58	212	2.634
24/2/2017	2.634	155	54	209	2.479
24/5/2017	2.479	155	51	206	2.324
24/8/2017	2.324	155	48	203	2.169
24/11/2017	2.169	155	45	200	2.014
24/2/2018	2.014	155	42	197	1.859
24/5/2018	1.859	155	38	193	1.705
24/8/2018	1.705	155	35	190	1.550
24/11/2018	1.550	155	32	187	1.395
24/2/2019	1.395	155	29	184	1.240
24/5/2019	1.240	155	26	181	1.085
24/8/2019	1.085	155	22	177	930
24/11/2019	930	155	19	174	775
24/2/2020	775	155	16	171	620
24/5/2020	620	155	13	168	465
24/8/2020	465	155	10	165	310
24/11/2020	310	155	6	161	155
24/2/2021	155	155	3	158	-

**Tabla 21:** Amortización Clase D (miles USD))

**Fuente:** Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 92,53%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y el límite de endeudamiento correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones. 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, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado del monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 31 de mayo de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos depurados, esto es: “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; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de las emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de EUROFISH S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 28,24% del 200% del patrimonio al 31 de mayo de 2020 y el 56,58% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	MONTO
	USD
<b>Patrimonio</b>	<b>134.162.505</b>
200% patrimonio	268.325.010
Saldo Titularización de Flujos en circulación	3.449.543
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	72.323.750
Nueva Emisión de Obligaciones	-
Total emisiones	75.773.293
<b>Total emisiones/200% patrimonio</b>	<b>28,24%</b>

Tabla 22: 200% patrimonio (USD)

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

## PERFIL FINANCIERO

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

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

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

## PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que

se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de EUROFISH S.A. así como de todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que EUROFISH S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta un incremento moderado de las ventas respecto de 2019 (4%) manteniéndose estable en los años siguientes. En lo que respecta al del costo de ventas, esta variable tuvo una tendencia decreciente entre 2017 (89,84%) y 2019 (87,66%), para mayo de 2020 de 85,39%. Evidentemente esta baja obedece en parte a las condiciones del mercado, pero es indudable que buena parte del descenso señalado corresponde a una adecuada gestión por parte de la compañía. En línea con lo anterior, se proyecta un costo de ventas del 86,25% para los años siguientes. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantendrá en la misma proporción de ventas que alcanzó en 2019 sin que se estime un deterioro mayor al histórico debido que al tratarse de alimentos es poco probable que los clientes arriesguen sus suministros. Los inventarios aumentarán consistentemente con las ventas y no se estima una inversión mayor en activos fijos a pesar de que la proyección deja una cantidad de efectivo que podría utilizarse para este propósito. De producirse dicha utilización, el total del activo no variará mayormente. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con el mercado de valores y con una deuda neta que disminuirá paulatinamente en los años siguientes.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	CRITERIO
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	
Ingresos de actividades ordinarias	136.431	150.297	127.922	4%	4%	
Costo de ventas y producción	90%	91%	88%	86%	86%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	11%	9%	10%	11%	11%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	0%	0%	1%	1%	1%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	22%	20%	22%	22%	23%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	11%	7%	8%	10%	10%	Porcentaje sobre Costo Ventas

**Tabla 23:** Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

## ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

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

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,35	1,12	1,11	1,21	1,46
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,63	0,75	0,81	0,83	0,82
Pasivos Totales / Activos Totales	0,59	0,59	0,56	0,51	0,45
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,64	0,68	0,67	0,59	0,51
Deuda LP / Activos Totales	0,21	0,13	0,09	0,07	0,06
EBITDA / Gastos Financieros	2,91	2,46	2,18	4,63	5,32
Utilidad Operacional / Ventas	0,08	0,06	0,05	0,08	0,09
Margen Bruto / Ventas	0,10	0,09	0,12	0,14	0,15
Utilidad Neta / Patrimonio	0,11	0,06	0,04	0,09	0,10

**Tabla 24:** Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

### LIQUIDEZ

EUROFISH S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo 2017 -2019, con una cierta estabilidad. La proyección da como resultado un índice superior a la unidad debido fundamentalmente a la cancelación de pasivos de corto plazo con entidades financieras y al incremento en

los niveles de efectivo, cuentas por cobrar e inventarios. La disminución progresiva del total de pasivo y los vencimientos de préstamos de largo plazo con entidades financieras hacen que la proporción de pasivos corrientes sobre el total de pasivos suba levemente. La empresa, gracias a un adecuado nivel de efectivo disponible, tanto histórico como proyectado, y a los movimientos anotados, presenta una liquidez óptima para hacer frente a sus obligaciones.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía EUROFISH S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

#### ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y todos los indicadores, tanto históricos como proyectados demuestran una tendencia favorable. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasa del 59% en 2017 a 56% en 2019 con una proyección de 45% el 2021 manteniendo una tendencia a la baja en todos los años analizados, lo que indica el excelente nivel de capitalización de la compañía. Además, la deuda financiera, es decir aquella con costo tuvo un incremento marginal en su porcentaje frente al total de pasivos de forma paulatina, pasando del 64% en 2017 a 67% en 2019 con una proyección del 51% el 2021 destacándose así el apalancamiento en crédito con instituciones bancarias pero con una disminución paulatina. El porcentaje de activos financiados con deuda de largo plazo, índice que disminuye producto de la menor dependencia de la empresa de pasivos en general y la ya anotada disminución de la deuda financiera en el financiamiento se mantiene para la proyección alcanzando el 6% para 2021 (9% en 2019). Todos los índices de solvencia analizados tienen como corolario una cobertura constante en la relación EBITDA sobre gastos financieros, índice que denota una cobertura de este tipo de gastos más que suficiente con el EBITDA disponible, situación que aumenta en todos los años proyectados. Desde el punto de vista de solvencia, la situación de EUROFISH S.A. es muy buena.

#### RENTABILIDAD

EUROFISH S.A. es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos. Los niveles de margen bruto de la compañía se mantuvieron creciendo durante el periodo analizado producto de la disminución del costo de ventas producto de lo cual la utilidad operacional llegó a niveles del 8% sobre las ventas en 2017. Se estima que esta se mantendrá en niveles estables durante el periodo de vigencia de la Emisión, cercano al 8% y 9% de las ventas, lo que le permite retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación. El margen bruto se mantendrá estable en los años proyectados.

El rendimiento sobre el patrimonio evolucionó con una tendencia a la baja pasando de un 11% el 2017 a un 4% el 2019 debido a la reducción del resultado del ejercicios y un incremento constante del patrimonio. La proyección indica que este rendimiento fluctuará entre el 9% y el 10% en el periodo proyectado evidenciando una mejoría que ya se denota durante el 2020. Rendimientos de esa naturaleza son excelentes para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

#### INDICADORES PROYECTADOS

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

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	17.813	30.676	33.773	27.983	19.531	34.071	33.843
Obligaciones emitidas CP	3.412	3.385	1.313	155	-	2.669	466
Obligaciones con entidades financieras LP	21.549	15.468	11.099	8.385	7.354	13.687	9.457
Obligaciones emitidas LP	4.804	1.457	155	-	-	465	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.860	2.185	2.025	2.439	2.864	1.633	747
Activos financieros disponibles para la venta	881	258	375	375	375	528	199
	44.838	48.543	43.939	33.709	23.646	48.730	42.820

Tabla 25: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución variada durante el periodo 2017 – 2019. En 2018 alcanzó su nivel máximo (USD 48,54 millones) empujada por la contratación de deuda con entidades financieras de corto plazo y un menor nivel de efectivo



al finalizar el año. De ahí en adelante, la deuda con entidades financieras de corto plazo baja progresivamente, así como la deuda con el mercado de valores, producto de la cual la proyección resulta en USD 33,71 millones para el 2020 para seguir en vía descendente en el futuro.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	MARZO 2019	MARZO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Deuda Neta	44.838	48.543	43.939	33.709	23.646	48.730	42.820
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	7.269	1.130	4.653	11.393	10.552	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	28.365	30.635	27.626	28.352	30.277	38.020	35.344
Años de Pago con EBITDA (APE)	3,4	4,6	4,4	2,5	1,5	9,7	2,9
Años de Pago con FLE (APF)	6,2	42,9	9,4	3,0	2,2	-	-
Servicio de Deuda (SD)	2.642	23.290	36.646	35.592	28.158	3.157	40.228
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,96	0,45	0,27	0,38	0,54	0,66	0,16

**Tabla 26:** Evolución de indicadores.

Fuente: EUROFISH S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas durante todos los periodos, aún bajo escenarios estresados. Como se explicó anteriormente, EUROFISH S.A. mantiene niveles de deuda medianamente altas que se esperan vayan disminuyendo progresivamente. En consecuencia, los años necesarios para su pago con EBITDA y con Flujo Libre de Efectivo se mantienen a la baja en el periodo de vigencia de la Emisión bajo análisis. El servicio de la deuda que tenía valores de USD 36,65 millones en 2019 con una tendencia creciente por un incremento en las obligaciones financieras de corto plazo, presenta un punto de inflexión para 2020 disminuyendo progresivamente hasta llegar a los USD 28,16 en 2021. La razón de cobertura (utilidades operativas y depreciación sobre el servicio) que siempre se mantuvieron inferior a la unidad dado el alto monto del servicio de la deuda que mantiene la compañía, presentan un incremento en la proyección alcanzando el 0,54 para 2021, ante la disminución del servicio de la deuda y una mejoría de la utilidad operativa.

## FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Bajo un escenario estresado versus las proyecciones de la compañía, y tomando en cuenta las premisas antes mencionadas, LA FABRIL S.A. genera un flujo neto de efectivo positivo y holgado cumpliendo todas sus obligaciones financieras y no financieras durante el periodo de vigencia de la presente Emisión de Obligaciones. Para el cierre del 2020 se proyecta un flujo de efectivo de USD 2,44 millones y para el cierre de 2021 de USD 2,86 millones.

**CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN**

**AA (+)**

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
26/06/2015	AA+	SCRL
29/01/2016	AA	CLASS
28/07/2016	AA	CLASS
27/01/2017	AA	CLASS
28/07/2017	AA	CLASS
29/01/2018	AA	CLASS
30/07/2018	AA	CLASS
30/01/2019	AA (+)	GlobalRatings
30/07/2019	AA (+)	GlobalRatings
30/01/2020	AA (+)	GlobalRatings

**Tabla 27:** Historial de calificación

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

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

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

Atentamente,

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

**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
<b>ACTIVO</b>	<b>125.717</b>	<b>128.782</b>	<b>123.440</b>	<b>120.739</b>	<b>117.292</b>	<b>128.347</b>	<b>127.458</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>62.800</b>	<b>63.669</b>	<b>61.558</b>	<b>61.869</b>	<b>62.438</b>	<b>64.180</b>	<b>66.994</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.860	2.185	2.025	2.439	2.864	1.633	747
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	15.447	12.875	12.470	14.637	15.779	12.530	15.583
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	5.851	5.921	8.352	5.846	4.092	5.531	4.696
Inventarios	26.620	27.727	24.545	25.536	26.628	33.694	30.327
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>62.918</b>	<b>65.113</b>	<b>61.882</b>	<b>58.870</b>	<b>54.855</b>	<b>64.166</b>	<b>60.464</b>
Propiedades, planta y equipo	65.207	72.709	74.787	76.656	78.573	73.249	75.103
Terrenos	12.042	12.087	12.087	12.087	12.087	12.087	12.087
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados LP	6.081	5.608	5.608	5.608	5.048	5.108	5.608
<b>PASIVO</b>	<b>74.451</b>	<b>75.379</b>	<b>68.778</b>	<b>61.469</b>	<b>52.216</b>	<b>74.514</b>	<b>68.353</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>46.563</b>	<b>56.657</b>	<b>55.408</b>	<b>50.968</b>	<b>42.746</b>	<b>58.420</b>	<b>56.625</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	13.702	9.967	9.388	11.821	12.130	8.204	10.566
Obligaciones con entidades financieras CP	17.813	30.676	33.773	27.983	19.531	34.071	33.843
Obligaciones emitidas CP	3.412	3.385	1.313	155	-	2.669	466
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	4.787	5.942	4.996	5.071	5.148	7.100	4.102
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>27.888</b>	<b>18.722</b>	<b>13.370</b>	<b>10.501</b>	<b>9.470</b>	<b>16.094</b>	<b>11.728</b>
Obligaciones con entidades financieras LP	21.549	15.468	11.099	8.385	7.354	13.687	9.457
Obligaciones emitidas LP	4.804	1.457	155	-	-	465	-
Provisiones por beneficios a empleados LP	1.536	1.798	2.116	2.116	2.116	1.942	2.270
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>51.266</b>	<b>53.403</b>	<b>54.662</b>	<b>59.270</b>	<b>65.076</b>	<b>53.832</b>	<b>59.105</b>
Capital suscrito o asignado	26.601	26.601	26.601	26.601	26.601	26.601	26.601
Reserva legal	3.820	4.370	4.668	4.892	5.137	4.668	4.892
Superávit por revaluación	9.118	9.118	9.118	9.118	9.118	9.164	9.184
Ganancias o pérdidas acumuladas	1.193	5.817	7.700	8.940	13.324	7.633	8.649
Ganancia o pérdida neta del periodo	5.499	2.983	2.240	5.384	6.561	430	4.443

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	136.431	150.297	127.922	133.065	138.415	53.847	55.421
Costo de ventas y producción	122.571	136.169	112.138	114.769	118.345	49.815	47.324
<b>Margen bruto</b>	<b>13.861</b>	<b>14.128</b>	<b>15.784</b>	<b>18.296</b>	<b>20.070</b>	<b>4.032</b>	<b>8.097</b>
(-) Gastos de administración	(5.047)	(4.172)	(6.541)	(6.573)	(6.606)	(1.894)	(1.735)
(-) Gastos de ventas	(1.920)	(2.389)	(2.331)	(2.329)	(2.422)	(884)	(964)
(+) Otros ingresos operacionales	4.124	1.539	408	998	1.038	138	160
<b>Utilidad operativa</b>	<b>11.019</b>	<b>9.106</b>	<b>7.320</b>	<b>10.392</b>	<b>12.080</b>	<b>824</b>	<b>4.819</b>
(-) Gastos financieros	(4.502)	(4.249)	(4.610)	(2.946)	(2.885)	(1.996)	(1.765)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	720	614	765	674	701	1.601	1.388
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>7.237</b>	<b>5.471</b>	<b>3.475</b>	<b>8.121</b>	<b>9.896</b>	<b>430</b>	<b>4.443</b>
(-) Participación trabajadores	-	(821)	(521)	(1.218)	(1.484)	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>7.237</b>	<b>4.650</b>	<b>2.954</b>	<b>6.902</b>	<b>8.412</b>	<b>430</b>	<b>4.443</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(1.738)	(1.667)	(714)	(1.519)	(1.851)	-	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>5.499</b>	<b>2.983</b>	<b>2.240</b>	<b>5.384</b>	<b>6.561</b>	<b>430</b>	<b>4.443</b>
EBITDA	13.119	11.274	10.573	13.645	15.332	2.096	6.240

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	7.269	1.130	4.653	11.393	10.552
Flujo Actividades de Inversión	(5.623)	(4.835)	(49)	(462)	190
Flujo Actividades de Financiamiento	(3.132)	3.408	(4.646)	(10.518)	(10.317)
Saldo Inicial de Efectivo	4.226	2.740	2.443	2.025	2.439
Flujo del período	(1.486)	(297)	(42)	414	425
Saldo Final de efectivo	2.740	2.443	2.400	2.439	2.864

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en junio 2020

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

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

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

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