

**CALIFICACIÓN:**

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de Calificación	Valores de Deuda
Fecha última calificación	agosto 2023

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen 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.

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.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA	feb-2019	Class
AA	ago-2019	Class
AA	feb-2020	Class
AA	ago-2020	Class
AA (+)	feb-2021	Class
AA (+)	ago-2021	Class
AA (+)	feb-2022	GlobalRatings
AA	ago-2022	GlobalRatings
AA	feb-2023	GlobalRatings
AA	ago-2023	GlobalRatings

**CONTACTO**

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA para la Segunda Emisión de Obligaciones de PF GROUP S.A. en comité No.050-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de febrero de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre 2023 (Aprobado por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00002418, con fecha 22 de marzo de 2019, por un monto de hasta USD 5.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- En los últimos años, la industria manufacturera de productos alimenticios tuvo una participación promedio de 6,48%, y la manufactura de productos no alimenticios de 5,73%. Estas cifras conjuntas convierten al sector manufacturero uno de los más representativos en cuanto a la producción de bienes y servicios. Sin embargo, estas actividades han mostrado variaciones anuales negativas con respecto al crecimiento del PIB al terminar 2023. Los acuerdos comerciales que deben ser aprobados por la Asamblea Nacional, podrían ser una oportunidad de mejora para el sector. PF GROUP S.A. se mantiene como referente dentro del sector en el cual opera con presencia a nivel nacional e internacional, a través de sus diferentes sedes.
- PF GROUP S.A. cuenta con una larga trayectoria del sector de manufactura y comercialización de productos químicos, plásticos, textiles, entre otros, tanto para la industria general como para el consumo directo. Actualmente la empresa no cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo definidas en sus estatutos, sin embargo, las directrices de su operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración.
- La liquidez corriente de PF GROUP S.A. conservó una tendencia positiva durante 2020 y 2021, situación que se revirtió en 2022y se mantuvo durante 2023 producto de disminuciones en inventarios y cuentas por cobrar. Una adecuada reprogramación de pasivos generó un índice de liquidez cercano a la unidad al cierre de 2023, sin embargo, con un servicio de deuda importante.
- La compañía mantiene una alta dependencia de las variaciones en los costos de las materias primas utilizadas, las cuales se adquieren principalmente en el exterior. En este sentido, el costo de ventas ha tenido incrementos en su participación desde 2020 lo que generó disminuciones en la utilidad operativa en 2021 y pérdidas operativas a partir de 2022. No obstante, un descenso en estos costos, y estrategias aplicadas para rentabilizar los inventarios, se proyectan pérdidas en montos menores a las actuales para este año.
- La empresa llevó a cabo un férreo control de inventarios, cuenta que tuvo una importante disminución en 2023 con lo que el volumen de activos corrientes decreció lo que junto a aumentos en la deuda de corto plazo tuvo como consecuencia un índice de liquidez inferior a la unidad. Una adecuada reprogramación de pasivos permitiría proyectar un capital de trabajo positivo para próximos ejercicios. Otro efecto de estas reducciones fue una generación de flujos operativos positiva en 2023, que se ha mantenido en el periodo histórico, lo que permitió financiar las inversiones realizadas en el activo fijo y la cancelación de un monto importante de la deuda con costo. Aunque en menor proporción, esta situación se proyecta dentro de los mismos parámetros en 2024.
- Los resguardos de Ley que respaldan la Emisión se han cumplido cabalmente, incluido el límite de endeudamiento, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con los compromisos financieros puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas. A la fecha de este informe, el saldo por cancelar de la emisión calificada ha disminuido de manera importante y la cancelación total se producirá en 2024. La proyección realizada permite suponer que PF GROUP S.A. producirá los flujos suficientes para cumplir con los pagos derivados de esta obligación.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de PF GROUP S.A. se generan mediante la venta de productos de sus 5 divisiones y un catálogo que abarca más de 1.400 ítems en diversos sectores como textil, comercial y químico. Aunque la empresa experimentó un crecimiento en las ventas durante el año 2021, estas cifras disminuyeron en los años 2022 y 2023. A pesar de las condiciones económicas nacionales en recuperación debido a la emergencia sanitaria, la empresa logró mantener niveles de ingresos superiores incluso a los de 2020, que fue un año de crecimiento histórico en ventas. La variación en los precios de las materias primas y la situación competitiva en países con alta devaluación provocaron una desaceleración en la segunda mitad de 2021, extendiéndose a lo largo de 2022 y 2023. Al cierre de diciembre de 2023, los ingresos alcanzaron USD 12,47 millones, reflejando una disminución de USD 4,10 millones en comparación con diciembre de 2022.

En relación con el costo de ventas, este aumentó su proporción sobre las ventas, representando el 84% al cierre de 2021, el 90% en 2022 y el 86% en 2023. Estas variaciones están vinculadas a la dinámica de precios de las principales materias primas utilizadas, lo cual afectó directamente al margen bruto, disminuyendo tanto en términos relativos como monetarios en los últimos 3 años.

Los gastos operativos mantuvieron cierta estabilidad en términos monetarios durante el periodo 2020-2022, pero experimentaron una reducción del 15% en 2023 respecto al cierre de 2022. En términos relativos, la representación de estos gastos en las ventas aumentó de 11,51% en 2020 a 14,25% en 2023.

El EBITDA de la compañía, siguiendo la tendencia de la utilidad operativa, mostró fluctuaciones. A pesar de valores favorables en 2020 y 2021, la coyuntura de 2022 impactó negativamente en la generación de EBITDA, sin alcanzar cobertura total sobre los gastos financieros. Hubo cierta mejora para 2023, aunque aún sin lograr una cobertura completa.

La compañía ha demostrado consistentemente su capacidad para generar efectivo mediante sus actividades operativas, a pesar de enfrentar una disminución continua de ingresos en los últimos años, lo cual ha llevado a una contracción general de sus operaciones, contracción del activo. No obstante, esta estrategia ha permitido que la empresa cumpla con sus obligaciones financieras y mantenga inversiones en CAPEX. Este compromiso refleja la capacidad de la empresa para centrar sus esfuerzos en generar un flujo operativo sólido, permitiéndole mantenerse financieramente sólida y continuar con sus inversiones estratégicas a pesar de los desafíos en sus ingresos.

En cuanto al activo, este exhibió un comportamiento decreciente entre 2020 y 2023, con la excepción de 2021. La concentración mayoritaria de activos en el largo plazo, principalmente en propiedad, planta y equipo neto e inversiones en subsidiarias, refleja la naturaleza del negocio de PF GROUP. Los niveles de eficiencia del activo decrecieron a partir de 2020, indicando que la empresa genera pérdidas en relación con sus activos totales.

En los años 2020 y 2021, el capital de trabajo fue positivo y el índice de liquidez superó la unidad, promediando 1,46. Sin embargo, esta situación se revirtió a partir de 2022, generando un capital de trabajo negativo y un índice de liquidez promedio inferior a la unidad, 0,87.

La rotación de la cartera se mantuvo estable en 68 días entre 2020 y 2021, pero disminuyó a 56 días en diciembre de 2022 debido a una disminución en las ventas. Al cierre de 2023, los días de cartera incrementaron a 76 días debido al deterioro de la cartera y la disminución de ventas.

En cuanto a los inventarios, representaron en promedio el 20% de los activos totales durante el periodo analizado. En 2023, la disminución de inventarios en aproximadamente USD 1,42 millones favoreció la posición de liquidez y la generación operativa, reduciendo los días de inventario de 148 a 110 entre 2020 y 2023.

La propiedad, planta y equipo experimentó un crecimiento entre 2020 y 2023, impulsado por el mantenimiento de operaciones y la construcción de instalaciones para una nueva línea de negocio en 2023.

PF GROUP S.A. financia sus operaciones a través de crédito de proveedores, emisiones de obligaciones en el Mercado de Valores y adquisición de obligaciones financieras. Las obligaciones con costo fueron la principal fuente de financiamiento, representando el 73% promedio del pasivo total durante el periodo analizado.

El indicador de deuda neta, consecuente con el aumento de la deuda financiera total en 2021, pasó de USD 12,97 millones en 2020 a USD 14,81 millones al cierre de 2021. Durante 2022, la compañía reestructuró la deuda bancaria, reduciendo la deuda neta en 8,74%, manteniendo un comportamiento similar al cierre de 2023, con una reducción de la deuda neta del 25%.

Finalmente, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 32% de los activos en 2020 a financiar el 29% al cierre de 2023. La cuenta más representativa fue el capital social, que representó el 68% al cierre del 2023, totalizando USD 4,34 millones y manteniéndose sin variaciones significativas durante el periodo analizado.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024
	REAL			PRELIMINAR	PROYECTADO
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	17.609	21.209	16.568	12.469	13.093
Utilidad operativa (miles USD)	1.913	1.056	(473)	(59)	33
Utilidad neta (miles USD)	692	(252)	(1.532)	(992)	(535)
EBITDA (miles USD)	2.777,35	1.920	298	645	771
Deuda neta (miles USD)	12.977	14.810	13.515	10.111	10.018
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.377	199	2.671	3.038	319
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	6.988	7.395	4.114	1.433	1.349
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	6.691	4.350	6.746	9.485	2.501
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,42	0,44	-	-	0,31
Capital de trabajo (miles USD)	4.538	2.400	(3.109)	(25)	(536)
ROE	8,35%	-3,13%	-23,09%	-15,59%	-9,02%
Apalancamiento	2,12	2,57	2,76	2,45	2,68

Fuente: Estado Financieros Auditados 2020 - 2022 e internos 2023

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis financiero del Emisor, PF GROUP S.A., se centra en las premisas proyectadas para el periodo de vigencia de la Emisión, basándose en resultados reales y comportamientos históricos. La situación actual está afectada por el encarecimiento de las materias primas, que impactó negativamente en las ventas de 2022 y 2023.

En cuanto a las ventas, se espera un crecimiento del 5% en 2024, reflejando mejores condiciones del entorno. La proyección estima un costo de ventas del 86% sobre las ventas, considerando posibles reducciones en los precios de materias primas y estrategias aplicadas por la compañía. Los gastos operativos fluctuarán según el comportamiento de las ventas, y los financieros responderán a la amortización de créditos bancarios y del Mercado de Valores.

La proyección del EBITDA muestra un crecimiento futuro, impulsado por una mayor utilidad operativa y niveles de depreciación incrementales. Se espera un aumento en las depreciaciones debido a la finalización de una construcción en el primer semestre de 2023. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantendrá superior a la unidad, y los años de pago con EBITDA serán decrecientes, representando aproximadamente 13 años para 2024.

En términos de liquidez, se proyectan 79 días de cartera y 120 días de pago, lo que favorecerá la operatividad y reducirá la necesidad de financiamiento. La estabilización de los inventarios en 105 días en 2024 mejorará el flujo de efectivo para necesidades operativas.

La deuda neta se mantendrá estable en 2024 debido a la necesidad de obtener financiación a través de entidades financieras. Finalmente, el servicio de la deuda se proyecta en alrededor de USD 2.5 millones para 2024, una significativa reducción con respecto al cierre de 2023, gracias al refinanciamiento realizado durante 2022 y 2023.

A pesar de proyectarse una recuperación en los niveles de activos, la empresa mantendría firme su capacidad para generar flujo operativo. Esta estrategia se presentaría fundamental incluso en un contexto proyectado de aumento en los activos, a pesar de las circunstancias que indicarían un crecimiento constante de los ingresos. A través de esta orientación estratégica, la compañía no solo aseguraría la continuidad de sus operaciones sino que también se posicionaría para cumplir con sus compromisos financieros y sostener inversiones significativas en CAPEX. La destacada capacidad para generar efectivo mediante las actividades operativas sigue siendo el pilar clave de la fortaleza financiera de la empresa en el escenario proyectado.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad

participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.

- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

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

- Los avances tecnológicos afectan a la industria manufacturera del Ecuador al exigir una actualización constante de maquinaria y procesos para mantenerse competitiva. Las empresas que no adopten tecnologías modernas pueden limitar su crecimiento y participación en el mercado.
- Los costos de producción representan un factor de riesgo para la industria, ya que aumentos en los costos de materias primas, energía y mano de obra pueden afectar la rentabilidad y competitividad de las empresas.
- Interrupciones en la cadena de suministro generan riesgos en el sector, dificultando el acceso a materias primas y componentes esenciales, impactando la producción y la capacidad de cumplir con los plazos de entrega.

- Los acuerdos comerciales pueden afectar positiva o negativamente a las empresas del sector, ya que aumentan o disminuyen la competitividad de los productos y la oportunidad de exportar varios de ellos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. 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 y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es recuperable dentro de los plazos pactados y para mitigar el riesgo le da un seguimiento continuo y cercano.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que mantiene sobre los activos contratada con Seguros Equinoccial S.A., que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones y adecuaciones.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PF GROUP S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 40 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,18% del total de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos no se tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa.

## INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	1.000.000	1.800	8,00%	Trimestral con periodo de gracia de 540 días	Trimestral
	B	2.000.000	1.800	8,00%		Trimestral
	C	2.000.000	1.800	8,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación (diciembre 2024)	Clase A: USD 214.286 Clase B: USD 200.000 Clase C: USD 300.000					
Garantía general	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	El 60% para financiar nuevas inversiones y hasta un 40% para reestructurar pasivos financieros.					
Estructurador financiero	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <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> </ul>					

**SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1,25.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Adicionalmente, la emisora se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión una relación de pasivos financieros sobre patrimonio menor o igual a 3,65 veces.</li> </ul>

**Fuente:** Prospecto de Oferta Pública.

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones PF GROUP 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 Msc.**  
Presidente Ejecutivo