

CALIFICACIÓN:

Cuarta Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente 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 inmediata 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, del respectivo Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Cuarta Emisión de Obligaciones de REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA en comité No. 230-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de agosto de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha julio 2023 y 2024. (Aprobado por Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas el 7 de agosto de 2024 por un monto de hasta USD 1.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de la agricultura y ganadería en el Ecuador es fundamental para la economía del país, representando una fuente clave de empleo y sustento para muchas comunidades rurales. Durante los últimos tres años, la variación anual del PIB del sector ha sido en promedio positiva. Durante 2023 se registró crecimiento durante los primeros tres trimestres, sin embargo, al cuarto trimestre se registró una variación negativa del PIB del sector debido a factores que incluyen la crisis de seguridad y la inestabilidad política del momento. Al primer trimestre del año 2024, la situación se revirtió cuando se registró una variación positiva del 2,43% en el sector con respecto al mismo trimestre en 2023. Así mismo, las ventas del sector han aumentado en los últimos tres años, mostrando tendencia positiva.
- REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA presenta una estructura de gobierno y administración que, aunque no formalizada en términos de gobierno corporativo, muestra características positivas en términos de experiencia, compromiso de los accionistas, y una administración capacitada y estable. La empresa forma parte del grupo empresarial ADILISA Holding Group. Además, la compañía ha demostrado solidez en la gestión y ha implementado prácticas de administración que aseguran el cumplimiento de obligaciones y la mejora continua en sus operaciones. Las inversiones en tecnología y capacitación, junto con un sistema de gestión robusto, contribuyen a su buen desempeño en el mercado.
- La empresa ha demostrado una tendencia de crecimiento constante en sus ingresos durante el período 2021-2023, con un aumento del 21,46% en el total de ventas. Esta capacidad para incrementar sus ingresos a pesar de las fluctuaciones en el mercado es un indicador positivo de su posición competitiva y de demanda en el sector alimenticio. Aunque el costo de ventas ha fluctuado debido a cambios en los precios de las materias primas, la empresa ha mostrado capacidad para manejar estos costos de manera efectiva. La utilidad operativa, a pesar de una disminución en 2022, mostró una recuperación en 2023, alcanzando un incremento significativo del 49,11%. El EBITDA ha fluctuado, pero ha mostrado una recuperación en 2023, alcanzando USD 596 mil, un 37,56% más que el año previo, reflejando la capacidad de la empresa para generar ganancias operativas. A julio de 2024, el EBITDA aumentó un 16,98% respecto a julio de 2023, cubriendo los gastos financieros 1,37 veces.
- La empresa mantiene una estructura de activos sólida con un enfoque en activos fijos y un capital de trabajo positivo. El índice de liquidez ha sido siempre superior a 1, lo que indica una capacidad adecuada para cubrir sus obligaciones a corto plazo. La empresa ha manejado de manera efectiva sus inventarios y activos biológicos, con un crecimiento constante en los inventarios biológicos, lo que es consistente con el aumento de ventas y la demanda en el sector. El patrimonio ha sido consistente y fortalecido a través de ganancias acumuladas. Aunque el capital social se ha mantenido constante, el patrimonio total se ha incrementado, financiando una proporción significativa de los activos de la empresa. La empresa ha diversificado sus fuentes de financiamiento, con una combinación de deuda a corto y largo plazo que le permite ajustar sus recursos según las necesidades operativas y de inversión. A pesar del aumento en el pasivo total, la deuda está bien gestionada y respaldada por activos y flujos de caja robustos.
- La emisión de obligaciones bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada con resguardos de Ley y está amparada por garantía general. Mantiene un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa. Adicionalmente cuenta con dos garantías específicas que consiste en una fianza solidaria otorgada por la compañía Avícola del Pacífico S.A. AVICOPAC, por un valor de USD 500.000 y fianza solidaria otorgada por parte del accionista J L Susá Talenti, por un valor de USD 500.000.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. (REPROECSA) provienen principalmente de dos líneas de negocio: la venta de aves, que representa 99% de sus ingresos (incluyendo Pollos BB y otras aves), y la venta de huevos, que contribuye con menos del 1%. Durante el periodo 2021-2023, las ventas de la empresa mostraron una tendencia creciente, aumentando de USD 3,14 millones a USD 3,81 millones. Este incremento del 21,46% en el periodo analizado fue impulsado en 2023, año en el que los ingresos por actividad es ordinarias aumentaron un 20,51% en comparación con 2022, efecto de una normalización del sector.

El costo de ventas mostró una tendencia variable durante el período de 2021 a 2023. El principal componente de este costo es la materia prima y los materiales utilizados, seguido por los costos de mano de obra directa. En 2021, el costo de ventas representó el 77,24% de las ventas, con un total de USD 2,42 millones, a pesar de un incremento de USD 180 mil respecto al año anterior. En 2022, debido al aumento en el precio de la materia prima, que afectó a la agroindustria del país, el costo de ventas aumentó hasta representar el 81,91% de las ventas. Este porcentaje se mantuvo relativamente estable en diciembre de 2023, con un 81,11% de las ventas. No obstante, el costo monetario se incrementó en USD 500 mil, debido a un mayor uso de materia prima y materiales.

Los gastos operacionales disminuyeron como porcentaje de las ventas, pasando del 16,77% en 2021 al 15,09% en 2023. Sin embargo, en términos monetarios, estos gastos crecieron hasta alcanzar USD 575 mil. Este aumento se debe principalmente a mayores gastos en depreciación, sueldos, salarios, honorarios profesionales, movilización, mantenimiento y otros conceptos, en línea con el incremento en el nivel de ventas cada año. Históricamente, los gastos de administración han superado a los gastos de venta, representando el 89% de los gastos operativos en cada año.

Como resultado de estos cambios, la utilidad operativa fue de USD 450 mil, equivalente al 14,32% de las ventas en 2021. No obstante, a pesar del aumento en ventas y otros ingresos operativos en 2022, el incremento en los costos de ventas y los gastos operativos provocó una disminución del 40% en la utilidad operativa, que se redujo a USD 270 mil, lo que representó el 8,52% de las ventas. En diciembre de 2023, la utilidad operativa se recuperó, alcanzando USD 402 mil, con un crecimiento del 49,11%, lo que representó el 10,55% de las ventas.

Durante el período analizado, el EBITDA de la empresa fluctuó debido a la variación en la utilidad operativa y al aumento en los gastos por depreciación y amortización, consecuencia de la constante inversión en activos fijos. Al cierre de 2021, el EBITDA totalizó USD 605 mil, destacando la capacidad de la compañía para generar recursos a partir de sus operaciones ordinarias. Sin embargo, en 2022 experimentó una disminución del 28,44%, alcanzando USD 433 mil. En contraste, para 2023 se observó una recuperación significativa, alcanzando USD 596 mil, lo que representa un crecimiento del 37,56% respecto al año anterior.

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, los activos se concentran en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo, que incluye la maquinaria, equipos e instalaciones utilizados en las operaciones productivas; las cuentas por cobrar (tanto comerciales como relacionadas); y los inventarios (incluidos los biológicos), que comprenden animales vivos en producción y en crecimiento, y responden a la estrategia de producción de la compañía. Al 31 de julio de 2024, el 92,30% del activo total se concentró en estos rubros.

Durante el período analizado, el activo estuvo principalmente concentrado en el largo plazo. La participación del activo no corriente sobre el activo total fue del 64,41% en 2021, debido a la alta inversión en activos fijos realizada por la compañía. En 2022, esta participación bajó al 54,60%, principalmente por el aumento de los inventarios en la porción corriente. Para 2023, la participación aumentó al 58,89% debido a un incremento en los activos fijos. Este comportamiento se mantuvo hasta julio de 2024, cuando el activo totalizó USD 6,73 millones, de los cuales el 59,74% fueron activos no corrientes.

Los inventarios estaban compuestos por materia prima como maíz, trigo y soya, utilizados en la preparación del alimento terminado para pollitos, gallos y gallinas ponedoras, así como alimento terminado, vacunas, desinfectantes, insumos y productos agrícolas (principalmente huevos). Estos inventarios han mostrado una tendencia fluctuante durante el período, pasando de USD 449 mil en 2021 a USD 635 mil en 2023, representando el 9,11% del activo en este último año. A julio de 2024, totalizan USD 385 mil, representando el 5,72% del activo.

Los inventarios biológicos, compuestos por animales vivos en crecimiento y en producción, han mostrado una tendencia creciente durante todo el período, en coherencia con los mayores volúmenes de ventas registrados.

Pasaron de USD 615 mil en 2021 a USD 991 mil en 2023, representando siempre más del 10% del activo total. A julio de 2024, el inventario biológico suma USD 1,04 millones, lo que representa el 15,39% del activo.

REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA ha mantenido un índice de liquidez fluctuante, pero siempre superior a 1 durante todo el período analizado. En 2021, el índice fue de 1,53, aumentando a 1,91 en 2022, y disminuyendo a 1,20 en 2023. En el período interanual, el índice fue de 1,18, frente a 1,64 en el período anterior. El capital de trabajo siempre ha sido positivo y alcanzó su máximo en 2022 con un valor de USD 1,37 millones.

El pasivo total creció entre 2021 y 2023, pasando de USD 3,62 millones a USD 5,47 millones, lo que representa un incremento del 51,18% debido a mayores valores en el pasivo no corriente, los rubros de cuentas por pagar, obligaciones con instituciones financieras y obligaciones emitidas crecieron en valor. En 2023, el pasivo total aumentó un 13,24% hasta alcanzar USD 5,47 millones, impulsado por el crecimiento de obligaciones con entidades financieras y obligaciones con el Mercado de Valores, tanto a corto como a largo plazo. A julio de 2024, el nivel de pasivo fue de USD 5,26 millones.

Durante el período analizado, la deuda con costo correspondió a préstamos adquiridos con entidades financieras locales y obligaciones emitidas en el Mercado de Valores. Esto permitió a la compañía acceder a diversas alternativas de financiamiento y obtener recursos adecuados y oportunos para sus necesidades. Entre 2021 y julio de 2024, las obligaciones con entidades financieras a corto plazo aumentaron para apoyar el crecimiento planificado de la empresa, que requiere inversión adicional y compensar la amortización de las obligaciones contraídas con el Mercado de Valores. Por otro lado, las obligaciones con entidades financieras a largo plazo se situaron en USD 169 mil en 2021, pero crecieron a USD 900 mil para diciembre de 2023 y julio de 2024, debido a una mayor necesidad operativa de fondos.

Por su parte, el patrimonio se ha fortalecido durante el período analizado gracias a los constantes aumentos en las ganancias acumuladas. El capital social suscrito se mantiene en USD 500 mil. El patrimonio de la compañía financió el 28% de los activos en 2021 y se mantuvo en el 22% a julio de 2024. El total del patrimonio a julio de 2024 suma USD 1,47 millones.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	JULIO 2023	JULIO 2024
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	3.139	3.164	3.812	4.194	4.403	4.624	4.855	5.097	5.352	2.125	2.351
Utilidad operativa (miles USD)	450	270	402	472	440	464	488	514	542	201	217
Utilidad neta (miles USD)	194	22	3	3	41	52	63	95	139	(2)	(40)
EBITDA (miles USD)	605	433	596	670	642	669	698	728	760	301	352
Deuda neta (miles USD)	1.293	2.807	4.385	4.349	4.415	4.384	4.371	4.336	4.263	3.700	4.339
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	363	(285)	91	234	181	186	225	255	302	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.051	1.532	1.560	1.527	1.600	1.680	1.741	1.805	1.871	1.606	1.401
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	873	743	1.566	2.450	1.849	1.875	2.127	2.108	1.966	839	2.251
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,69	0,58	0,38	0,27	0,35	0,36	0,33	0,35	0,39	0,36	0,16
Capital de trabajo (miles USD)	621	1.370	478	982	1.014	873	894	1.061	1.704	1.314	422
ROE	13,42%	1,45%	0,22%	0,23%	2,67%	3,27%	3,77%	5,42%	7,31%	-0,18%	-4,63%
Apalancamiento	2,51	3,24	3,63	3,57	3,53	3,41	3,29	3,11	2,87	3,86	3,59

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021-2023 e Internos julio 2023 y 2024.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

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

En un escenario conservador, para 2024 se proyecta un incremento de ventas de 10% respecto de 2023, y 5% para el resto del período proyectado. Los incrementos mayores en 2024 están sustentados en nuevas adecuaciones y mejoras que la empresa tiene en planes para poder expandir la producción.

En lo que respecta al comportamiento del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 82,2% en 2024, de acuerdo con lo ocurrido hasta julio 2024. Para el resto del período proyectado se estima que se mantenga a un 81,5%. Los gastos de ventas fluctuarían de acuerdo con el comportamiento de las ventas (2% de éstas) y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos de administración mantendrían la tendencia creciente del período interanual hacia un valor cercano a 525 mil, e incrementarían

3% de 2025 en adelante. Los gastos financieros responderían 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 incrementa hacia 2029 al igual que las ventas, pero manteniendo proporciones similares a los de 2023 y años anteriores, sin que se estime un deterioro mayor al histórico. El crecimiento viene impulsado por las cuentas por cobrar relacionadas. En 2024, se cerraría el año con 13 días de cartera, al igual que en años siguientes, valores siempre menores a los de los días de pago. Debido al giro de negocio es poco probable que los clientes que mantiene la empresa representen un riesgo, además de las propias políticas de cobro que se consideran corrientes.

Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con una deuda neta que se mantendrá en dependencia en relación con las estrategias que adopte la empresa y a la paulatina amortización de las obligaciones contraídas tanto con el Mercado de Valores como con instituciones financieras. Cabe destacar que se toma en cuenta la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones en 2024 por un monto de USD 1 millón.

La proyección refleja una generación de flujos operativos positiva en los próximos ejercicios. Para 2023 hubo un flujo en actividades de financiamiento positiva y para los ejercicios siguientes la generación operativa permitiría una reducción menor de la deuda neta a partir de 2024, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible 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 sería 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 es volátil por su propia naturaleza y 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, al 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 estabilidad 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.
- 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.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son: efectivo y equivalentes, activos financieros, inventario neto, propiedad, planta y equipos y otros activos no corrientes. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que se mantiene.
- Los activos biológicos pueden mermar debido a factores sanitarios y desarrollo de enfermedades aviarias. Como ya se mencionó, la empresa cumple con filtros y controles de bioseguridad y monitoreo constante en las instalaciones.
- Uno de los riesgos que puede disminuir 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 por cuanto la mayor parte de sus ventas es a relacionados lo que hace poco probable una merma en los pagos.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 680 mil a julio de 2024, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 10,10% 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, no se generaría ningún efecto negativo en los flujos de la empresa. No obstante, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	1	1.000.000	1.800	9,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	<ul style="list-style-type: none"> ■ Fianza solidaria otorgada por la compañía Avícola del Pacífico S.A. AVICOPAC, por un valor de USD 500.000. ■ Fianza solidaria otorgada por parte del accionista J L Susá Talenti, por un valor de USD 500.000. 					
Destino de los recursos	Los recursos captados sirven en un 50% para cancelar pasivos con instituciones financieras privadas locales y con 50% restante para financiar el capital de trabajo de la empresa: adquisición, compra y financiamiento de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a proveedores y pagos a personas y empresas no vinculadas					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinticinco (1,25). ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Límite de endeudamiento

- Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones de REPRODUCTORAS DEL ECUADOR REPROECSA S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Firmado electrónicamente por:
**HERNAN ENRIQUE
LOPEZ AGUIRRE**

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo