

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 322/2023, del 29 de diciembre de 2023

Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2023

Analista: Econ. Jeams Castillo

jeams.castillo@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es un grupo 100% ecuatoriano, dedicado a la Acuicultura, que integra todas las áreas de producción de camarón. Es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia del Ecuador. Cuenta con más de 3.000 hectáreas y posee su propio laboratorio donde produce avances biotecnológicos para el desarrollo de larvas.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00004996 de 01 de julio de 2022

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 322/2023, del 29 de diciembre de 2023 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** al Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, por un monto de hasta diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Cuarto Programa de Papel Comercial – EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia de Ecuador y posee 3 áreas de negocio: Camaroneras, Laboratorios y Empacadora.
- La compañía procesa y entrega una amplia gama de variedades de camarón, con sus marcas Frescamar, Sea Sun, Seatouch e Imperial, lo que le ha permitido penetrar en nuevos mercados internacionales, cumpliendo los más exigentes estándares de calidad en cada uno de ellos.

- La compañía cuenta con más de 3.000 hectáreas en la mejor región del mundo para el crecimiento del camarón, con un laboratorio propio donde produce avances biotecnológicos para el desarrollo de larvas y una empacadora con capacidad diaria de hasta 90.000 libras.
- La compañía se ha posicionado consistentemente entre los 10 mayores exportadores de camarón del Ecuador. Su desarrollo lo ha llevado a cubrir casi todos los mercados del mundo (América del Norte: Estados Unidos, Canadá, América del Sur: Chile, Europa: Francia, Reino Unido, España, Portugal e Italia, Asia: Taiwán, Japón, China).
- Para diciembre de 2022 los ingresos crecieron a USD 157,43 millones, lo que obedece principalmente al aumento en las exportaciones de camarón congelado y balanceado camarón. Otro de los factores que contribuyó a dicho comportamiento fue que el precio promedio del kilo del camarón de exportación se ubicó en USD 7,02, entre enero y octubre de 2022, 14% más respecto al mismo periodo de 2021, según información registrada en Fedexpor, así mismo el volumen exportado de camarón creció un 32% en el mismo periodo. Para los periodos interanuales los ingresos de la compañía decrecen en 33,23%, pasando de USD 138,79 millones en octubre de 2022 a USD 92,66 millones en octubre de 2023 debido a una reducción importante tanto en precio como en cantidad en las exportaciones de camarón congelado, así como en las ventas locales de balanceado de camarón.
- Las exportaciones es la línea de negocio que representa los mayores ingresos para la compañía, pues al 31 de diciembre de 2022 significaron el 70,57% del total de los ingresos (68,44% en octubre de 2023).
- Después de la deducción de los costos de ventas y gastos operacionales la compañía arrojó un margen operacional positivo pero decreciente, pasando de significar el 7,46% de los ingresos en 2020 a un 7,68% en el año 2021 y un 4,49% de los ingresos en diciembre de 2022. Similar comportamiento se evidencia en los periodos interanuales, pues luego de significar el 6,56% de los ingresos en octubre de 2022, pasó a un 6,08% en octubre de 2023, comportamiento atado a la reducción de sus ventas.
- Tras el computo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos netos y los respectivos impuestos, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados (excepto en el año 2020), la misma que representó el 2,25% de los ingresos en 2019, 0,84% en el año 2021 y 0,70% en diciembre de 2022. Para octubre de 2023 el margen neto representó el 0,37% de los ingresos, porcentaje inferior a lo arrojado en su similar de 2022, cuando fue de 0,87%, debido al registro de menos ingresos, principalmente en la línea de exportación de camarón congelado y la venta local de balanceado de camarón.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 11,46% de los ingresos en 2021 a 7,84% de los ingresos en diciembre de 2022. Al 31 de octubre de 2023 el EBITDA (acumulado) representó el 10,88% de los ingresos, porcentaje ligeramente superior al 9,99% registrado en octubre de 2022. Los resultados mencionados, generaron sobre los gastos financieros cobertura superior a uno únicamente en los ejercicios económicos 2019, 2022 y octubre de 2022, en los demás cortes el saldo de gastos financieros superó el flujo generado por la Compañía.
- Los activos totales presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pasando de USD 390,60 millones en el año 2020 a USD 426,07 millones al cierre del 2021, USD 484,26 millones en diciembre de 2022, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas e inventarios. Para octubre de 2023, los activos decrecen a USD 430,27 millones, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar comerciales y relacionadas, inventarios y activos mantenidos para la venta.
- Respecto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes de la compañía, se revela que al 31 de octubre de 2023, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 28,24% del total de la cartera (21,77% en diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 41,91% de la cartera total (41,36% en diciembre de 2022). Los resultados mencionados eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN financia su operación en una gran parte con recursos de terceros. En dicho contexto el apalancamiento (pasivo total/patrimonio) al 31 de diciembre de 2022 su ubicó en 3,12 veces y 2,65 veces en octubre de 2023.
- Se debe destacar que la deuda financiera entre diciembre de 2022 y octubre de 2023 disminuyó monetariamente en USD 96,64 millones, resultado de la cancelación de varias obligaciones con costo, como efecto de la venta parcial de la División de Balanceados.

- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en virtud de la alianza estratégica contenida en el Fideicomiso Mercantil SKYVEST - EMPAGRAN, constituido el 22 de agosto de 2023¹, estableció un flujo de recursos para cancelar pasivos, conforme lo establece el Anexo B de dicha escritura. El Fideicomiso está conformado de la siguiente manera: SKYVEST EC HOLDING S.A. (Constituyente o Beneficiaria del Remanente) y ZION Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria) suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil SKYVEST – EMPAGRAN, el cual tiene por objeto y finalidad efectuar la cancelación de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, a través de los flujos que aporta y serán aportados al patrimonio autónomo de conformidad con lo dispuesto en el Fideicomiso. Para el pago de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, se utilizarán los recursos provenientes de la compra del equivalente al 75% de las acciones que a SKYVEST le efectuará CARGILL AQUAFEED SPAIN S.L. en capital social de la compañía CARGILL AQUANUTRITION ECUADOR CÍA. LTDA., recursos que serán aportados al Fideicomiso.
- El patrimonio de la empresa reflejó una contracción en su representación sobre los activos, al pasar de 29,46% en 2020 a 27,30% en el año 2021, y 24,25% para diciembre de 2022, comportamiento determinado por la mayor velocidad de crecimiento de los activos respecto al patrimonio de la compañía. Para octubre de 2023, la dicha representación crece hasta significar un 27,38%, como efecto del registro de mayores resultados acumulados.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, celebrada el 11 de abril de 2022, resolvió autorizar que la compañía realice el Cuarto Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.
- Con fecha 24 de mayo de 2022, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en calidad de Emisor y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de obligacionistas, suscribieron el contrato del Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.
- Con fecha 13 de julio de 2022, la Casa de Valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 20 de octubre de 2022, logró colocar el 100% del total aprobado (USD 10,00 millones).
- La Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ❖ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ✓ Al 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con todo lo indicado anteriormente.
- La compañía se compromete a mantener durante el período de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.
 - ✓ Al 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con todo lo indicado anteriormente
- Al 31 de octubre de 2023, el monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa alcanzaron la suma de USD 154,30 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 123,44 millones. Dicho valor genera una cobertura de 12,34 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que el Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

¹ Se debe indicar que, antes de llegar a este Fideicomiso, la compañía realizó una Cesión de Derechos Fiduciarios del Fideicomiso Garantía CARGILL – EMPAGRAN que otorgó EMPAGRAN a favor de la compañía SKYVEST EC HOLDING S.A. y suscribió un Contrato de Sustitución de Deudor sin Liberación (la fecha de suscripción de estos documentos fue el 14 de julio de 2023).

- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que las cifras octubre de 2023 fueron comparadas con las proyecciones del año 2023, haciendo la calificadora constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Fenómenos naturales como es el caso de las inundaciones podrían afectar y hasta destruir los criaderos de camarón tanto de la empresa como de sus proveedores, al igual, si se presentasen enfermedades o plagas en los criaderos, ocasionaría pérdidas para la compañía, al disminuir la disponibilidad de camarón para su procesamiento y posterior comercialización.
- Fluctuaciones en el precio internacional del camarón, que, en caso de no poder trasladarse sus efectos al precio de venta, podrían afectar a los márgenes de la compañía.
- Regulaciones o restricciones impuestas por parte del Gobierno ecuatoriano sobre la adquisición de insumos, maquinarias u otras similares que se relacionen con la actividad productiva de la compañía podrían afectar de manera directa sus resultados.
- Cambio del comportamiento de consumo del mercado nacional e internacional, podría afectar los resultados de la compañía.
- Mayores exigencias fitosanitarias en el país y en los países donde se exporta el producto, podría acarrear complicaciones para exportar los productos producidos por EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN y consecuentemente afectar sus resultados.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos) u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.
- Posibles variaciones en los precios de la materia prima que se utiliza para el alimento de los camarones, así como el incremento de los costos de mano de obra, podrían encarecer el proceso productivo del camarón en sus piscinas propias y afectar los resultados de la compañía, si esta no logra trasladar dichos incrementos de costos al precio final, que está establecido por la oferta y demanda internacional.
- Crisis económicas en sus principales mercados como es el caso de Asia, América el Norte y del Sur y Europa podrían afectar negativamente la demanda de camarón y por lo tanto el flujo de la compañía.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos

previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son Cuentas por Cobrar Comerciales Neto, Cuentas por cobrar relacionadas, otras cuentas por cobrar neto, y existencias, libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto, Cuentas por cobrar relacionadas, otras cuentas por cobrar neto, que respaldan la emisión, son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto, un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Las existencias que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con una póliza de seguros.
- Las existencias de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, las Cuentas por Cobrar Comerciales Neto, Cuentas por cobrar relacionadas, otras cuentas por cobrar neto que respaldan la emisión tienen un grado bajo para ser liquidadas, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte las existencias también presentan un grado bajo para ser liquidado y su liquidación depende de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición. Por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de octubre de 2023, la compañía registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Cabe mencionar que la compañía certificó que las cuentas por cobrar que respaldan la emisión si incluyen cuentas por cobrar a relacionadas, al 31 de octubre de 2023, dicho monto asciende a USD 171,66 millones.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.
- Contrato de la Emisión de Papel Comercial.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de octubre de 2022 y 31 de octubre de 2023 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que

circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, celebrada el 11 de abril de 2022, resolvió autorizar que la compañía realice el Cuarto Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.

Posteriormente, con fecha 24 de mayo de 2022, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en calidad de Emisor y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de obligacionistas, suscribieron el contrato del Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL - EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN	
Emisor	EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN
Capital a Emitir	USD 10'000.000,00
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo del Programa	720 días, con pagos de capital al vencimiento. Se podrá colocar el Papel Comercial a distintos plazos indeterminados, pero siempre inferiores a 360 días pudiendo emitirse hasta por la totalidad del cupo disponible.
Valores	Los valores serán desmaterializados. De valor nominal múltiplo de USD 1,00.
Pago del Capital	Al vencimiento.
Tasa de interés	Cero cupón
Contrato de Underwriting	No tiene contrato de underwriting para su colocación.
Garantía General	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Destino de los recursos a captar	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar el capital de trabajo de la empresa: pago a proveedores, adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a empresas y personas no vinculadas.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Agente Colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Sistema de colocación	Bursátil hasta por el monto de la emisión.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite de Endeudamiento	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se compromete a mantener durante el período de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

Situación del Cuarto Programa de Papel Comercial (31 de octubre de 2023)

Con fecha 01 de julio de 2022, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar el Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00004996, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 05 de julio de 2022, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública es hasta el 20 de junio de 2024.

Colocación de los Valores

Con fecha 13 de julio de 2022, la Casa de Valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 20 de octubre de 2022, logró colocar el 100% del total aprobado (USD 10,00 millones).

Al vencimiento de cada uno de los títulos valores, estos han sido cancelados y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente. Se debe mencionar además que, la Casa de Valores ha ido colocando los valores de acuerdo a las necesidades del flujo de la compañía.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciera sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

- Al 31 de octubre de 2023, la compañía cumplió con todo lo indicado anteriormente.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: 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 este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno 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.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), la compañía EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, se compromete a mantener durante el período de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

- ✓ Al 31 de octubre de 2023 el emisor cumplió con todo lo mencionado anteriormente

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

CUADRO 2: RESGUARDOS

Indicador	Límite establecido	oct-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	1,33	Si
Activos depurados sobre obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	2,44	Sí
Pasivos afectos al pago de intereses / Activos	Hasta 80%	35,13%	Sí

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

El Cuarto Programa de Papel Comercial está respaldado por una Garantía General otorgada por EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de octubre de 2023, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN alcanzó un total de activos de USD 430,27 millones, de los cuales USD 423,63 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (OCTUBRE 2023, miles USD)

Activo	Libres	Participación
Disponible	740	0,17%
Exigible	193.076	45,58%
Realizable	16.876	3,98%
Propiedad Planta y Equipo	169.597	40,03%
Otros Activos	43.344	10,23%
Total	423.632	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de octubre de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el 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 este 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 emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto-s 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 complementarias².

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de octubre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 154,30 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 123,44 millones. Dicho valor genera una

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

cobertura de 12,34 veces sobre el monto de la emisión, de esta manera se puede determinar que el Cuarto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de octubre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 4,24 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (OCTUBRE 2023)

Descripción	Miles USD
Total Activos	430.268
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	692
(-) Activos Gravados	6.636
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	15.408
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁵	89.885
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	145.778
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	17.572
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	154.298
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	123.438
Quinto Programa de Papel Comercial por emitir	10.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	15,43
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	12,34

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de octubre de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,68 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de representan al 31 de octubre de 2023 el 42,40% del 200% del patrimonio y el 84,80% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (miles USD)

Descripción	Valor
Patrimonio (Miles USD)	117.786
200% del Patrimonio (Miles USD)	235.572
Primera Emisión de Obligaciones	11.900
Segunda Emisión de Obligaciones	1.757
Tercera Emisión de Obligaciones	3.415
Cuarta Emisión de Obligaciones	19.813
Quinta Emisión de Obligaciones	25.000
Tercer Papel Comercial	8.000

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

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁵ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

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

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

Cuarto Papel Comercial	10.000
Quinto Papel Comercial	10.000
Sexto Papel Comercial	10.000
Total de Emisiones	99.885
Valores Emitidos / 200% del Patrimonio	42,40%
Valores Emitidos / Patrimonio	84,80%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas	110.201	150.425	157.946	165.844	174.136	182.843	191.985	201.584
Costo de ventas	92.569	123.349	129.516	135.992	142.791	149.931	157.427	165.299
Utilidad bruta	17.632	27.077	28.430	29.852	31.344	32.912	34.557	36.285
Gastos de administración y ventas	7.660	8.952	9.400	9.870	10.363	10.882	11.426	11.997
Gasto de Amortización y Depreciación	54	73	77	81	85	89	93	98
Utilidad operativa	9.918	18.051	18.954	19.901	20.896	21.941	23.038	24.190
Gastos financieros	10.183	15.043	15.795	16.584	17.414	18.284	19.198	20.158
Otros ingresos	2.865	3.009	3.159	3.317	3.483	3.657	3.840	4.032
Otros egresos	1.653	1.504	1.579	1.658	1.741	1.828	1.920	2.016
Utilidad antes de impuestos	948	4.513	4.738	4.975	5.224	5.485	5.760	6.048
Participación trabajadores	142	677	711	746	784	823	864	907
Impuesto a la renta	201	959	1.007	1.057	1.110	1.166	1.224	1.285
Utilidad neta	604	2.877	3.021	3.172	3.330	3.497	3.672	3.855

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero para el año 2023 proyectan en sus ingresos un decrecimiento de 30,00% frente a lo registrado en 2022, mientras que para el año 2024 se determinó una tasa de crecimiento del 36,50%⁸. Posteriormente, se registra una tasa de crecimiento constante del 5,00% para el período 2025-2030

Los costos de ventas a partir del año 2024 representarían un porcentaje constante sobre los ingresos del 82,00% (84,00% de los ingresos en 2023), lo que generaría un margen bruto de igual forma constante, que significaría el 18,00% de los ingresos hasta el final del periodo proyectado (16,00% para el año 2023).

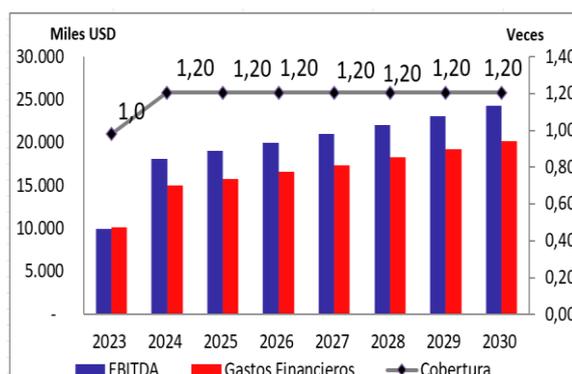
Por su parte los gastos operacionales fueron proyectados con una representación estable sobre los ingresos con, supuestos que pasarían de 7,00% en 2023 y 6,00% para el periodo 2024-2030, con lo cual la compañía alcanzaría un margen operativo positivo para todos los periodos proyectados, el cual pasaría de un 9,00% de los ingresos en 2023 a un 12,00% para los siguientes años.

Dentro del modelo se consideran gastos financieros, otros ingresos/egresos, impuesto a la renta y participación de trabajadores, que después de ser deducidos del margen operativo, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 0,55% de los ingresos en 2023 al 1,91% a partir del año 2024.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva de 1,20 veces a partir del año 2024.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)

⁸ Para el año 2024 la compañía espera llegar a los niveles de venta del año 2020, registrando una venta de 6 mm de libras mensuales a un precio de USD 2,09 c/lb. Siendo este un escenario conservador, dado que la empacadora tiene una capacidad de 10 mm de libras mensuales, y el precio de venta actual de cada libra es de USD 2,30 c/lb.



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

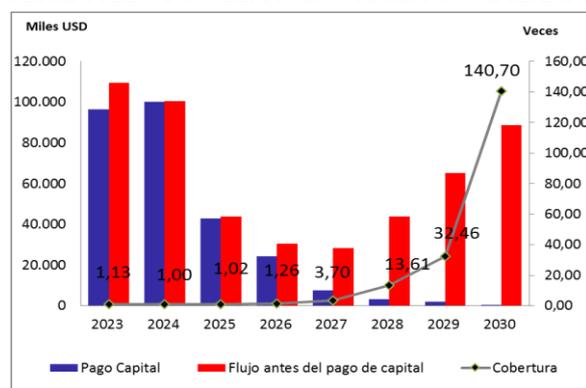
El flujo de efectivo proyectado presentaría movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arrojaría flujos de operación positivos para todos los periodos; luego incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan obligaciones actuales y las que estima contraer con su correspondiente pago. Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones.

CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Efectivo Actividades de Operación:								
Ingresos Netos Recibidos de Clientes	110.600	150.085	157.883	165.777	174.066	182.769	191.907	201.503
Ef. Pagado a Proveedores y Otros	92.569	123.349	129.516	135.992	142.791	149.931	157.427	165.299
Efectivo Pagado a Empleados	7.714	8.952	9.400	9.870	10.363	10.882	11.426	11.997
Otros Ingresos (Egresos) de Efectivo	1.212	1.504	1.579	1.658	1.741	1.828	1.920	2.016
Flujo Neto Actividades de Operación	11.529	19.289	20.546	21.574	22.652	23.785	24.974	26.223
Adquisición/ Inversión de Activos Fijos	2.500	600	600	600	600	600	600	600
Efectivo Actividades de Inversión:	2.500	600	600	600	600	600	600	600
Efectivo Act. de Financiamiento:								
Ingresos Inst. Financieras y Otros Ingresos	59.200	31.500	13.500	9.000	-	-	-	-
Ingresos Mercado de Valores	40.520	37.587	10.000	-	-	-	-	-
Total Ingresos Por Financiamiento	99.720	69.087	23.500	9.000	-	-	-	-
Pagos de k+i Inst. Financieras	63.110	53.149	2.596	2.596	-	-	-	-
Pagos de k+i Mercado de Valores	33.479	47.178	40.439	21.719	7.667	3.227	2.004	630
Total Egresos por Financiamiento	96.590	100.327	43.035	24.315	7.667	3.227	2.004	630
Flujo de Financiamiento	3.130	(31.239)	(19.535)	(15.315)	(7.667)	(3.227)	(2.004)	(630)
Flujo Neto Generado	12.160	(12.551)	411	5.659	14.385	19.958	22.370	24.993
Saldo Inicial de Caja y Bancos	660	12.820	269	680	6.339	20.724	40.682	63.052
Saldo Final de Caja y Bancos	12.820	269	680	6.339	20.724	40.682	63.052	88.045

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago Deuda Total, significaría 1,13 veces en 2023, mientras que, para diciembre de 2030, sería de 140,70 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 3,99 veces en 2023 a 40,48 veces en diciembre de 2030.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 0,50% en el costo de ventas para el año 2023, y del 2,00% para el período 2024-2030. Por otro lado, en el estado de flujo del efectivo se afectó a los ingresos netos recibidos de clientes con una disminución del 0,10% para los años 2023, 2024 y 2025, mientras que para el año 2026, se registró una reducción del 3,00%, y para los siguientes años la disminución sería del 6,00%. Con este condicionamiento, se evidenció que la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

El análisis comparativo se realizó entre los resultados reales al 31 de octubre de 2023 con lo proyectado al cierre del ejercicio fiscal 2023. Por lo mencionado, las ventas alcanzaron un avance de 84,09%, mientras que los costos de ventas registraron un avance de 86,20%, lo que dio como resultado una utilidad bruta con un avance del 72,96%. Por su parte los gastos operacionales significaron el 94,33% de lo proyectado, generando un margen operacional con un avance de 56,84%. Finalmente, al descontar gastos financieros y otros ingresos / egresos no operacionales, participación trabajadores e impuesto a la renta, la compañía registró una utilidad neta con un avance de 57,28% frente a lo proyectado.

CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (miles USD)

Descripción	Proy. 2023	Real Oct-23	% Cumplimiento
Ventas	110.201	92.663	84,09%
Costo de ventas	92.569	79.799	86,20%
Utilidad bruta	17.632	12.864	72,96%
Gastos de administración y ventas	7.660	7.226	94,33%
Gasto de Amortización y Depreciación	54	-	-
Utilidad operativa	9.918	5.638	56,84%
Gastos financieros	10.183	10.805	106,11%
Otros ingresos	2.865	5.710	199,30%
Otros egresos	1.653	-	-
Utilidad antes de impuestos	948	543	57,28%
Participación trabajadores	142	81	57,04%
Impuesto a la renta	201	115	57,21%
Utilidad neta	604	346	57,28%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de octubre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 45,20 millones, por otro lado su flujo de procedente de actividades de inversión fue de USD 30,96 millones y un flujo de actividades de financiamiento de USD -76,07 millones, lo que generó un flujo final de USD 0,74 millones, valor que representó el 0,17% de los activos y el 0,80% de los ingresos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de

acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor realizó las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,4% en 2023 y 1,8% en 2024⁹. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 1,3% en el 2023 y un 1,9% en 2024¹⁰. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹¹.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para el año 2023 y de 0,8% para 2024, a lo largo del año, las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹³.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,1% en 2023 (+1,5% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,7% en 2023 y +1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,2% en 2023 y 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para los años 2023 y 2024¹⁴.

Por último, el FMI menciona que es necesaria una cooperación multilateral más rápida y más eficiente en las resoluciones de la deuda para evitar tensiones por sobreendeudamiento. La cooperación es también necesaria para mitigar los efectos del cambio climático y acelerar la transición verde, entre otras formas garantizando el flujo transfronterizo regular de los minerales necesarios¹⁵.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a octubre de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
-------	-------	-------	-------

⁹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

¹⁰ <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

¹¹ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹² Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

¹⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹⁵ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2023

PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (sep 2023)	49,53%	Inflación mensual (oct 2023)	-0,18%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-oct 2023	1.746,03 (Superávit)	Inflación anual (oct 2023)	1,93%
Reservas Internacionales (millones USD 30-nov-2023)	5.658,11	Inflación acumulada (oct 2023)	1,78%
Riesgo país (13 de dic 2023)	2.141 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 15-dic-2023)	71,82	Tasa de Desempleo urbano (oct 2023)	4,58%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el segundo trimestre del 2023 el PIB creció en 3,3% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de +2,5% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el segundo trimestre de 2023 en la industria suministro de electricidad y agua (+10,8% en comparación a su similar de 2022); seguida de acuicultura y pesca de camarón (+10,5% respecto al segundo trimestre de 2022); enseñanza y servicios sociales y de salud (+8,5% respecto a su similar de 2022); y, correo y comunicaciones (+7,5% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del gasto del gobierno, consumo final de los hogares y formación bruta de capital flujo (FBKF)¹⁶.

La economía de Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. El informe 'Conectados: tecnologías digitales para la inclusión y el crecimiento' revela que el Producto Interno Bruto (PIB) regional crecerá un 2% en 2023, proyectando tasas de 1,3%, 1,9% y 2,2% para Ecuador en los años 2023, 2024 y 2025, respectivamente. El Banco Central, ajustando sus previsiones debido a la disminución de la producción petrolera y otros factores, prevé un crecimiento del 1,5% en 2023 y un mero 0,8% en 2024. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión. El editor de Análisis Semanal, Alberto Acosta Burneo, resalta la importancia de abrir mercados, simplificar trámites y eliminar barreras para crear un entorno más atractivo para inversionistas. La región latinoamericana, similar a Ecuador, requiere cambios significativos para ser competitiva y atraer inversiones¹⁷.

El **Riesgo País** registró 2.086 puntos al 19 de diciembre de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁸.

La **calificación de deuda** al 20 de diciembre de 2023¹⁹ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"²⁰. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país²¹.

Para octubre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 24.273 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 25.224 millones). Por grupo de

¹⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformellT_2023.pdf

¹⁷ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²⁰ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

²¹ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respndio-el-gobierno/>

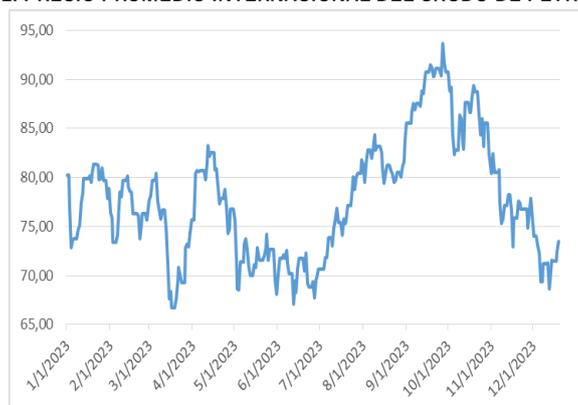
productos, las importaciones en valor FOB fueron en: materias primas, combustibles y lubricantes, bienes de consumo, bienes de capital, tráfico postal y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para octubre de 2023 alcanzaron USD 26.019 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 27.482 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta octubre de 2023 arrojaron una suma de USD 18.592 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 7.427 millones.

Hasta octubre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.746,0 millones, USD 512,0 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.258,0 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.835 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 89 millones²².

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril posteriormente presenta una tendencia variable, cerrando en USD 78,87 en enero de 2023 y al 19 de diciembre de 2023 registró USD 73,44 por barril (USD 75,89 por barril al 19 de noviembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²³ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²⁴.

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

En octubre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,96 millones de barriles, lo que representa un 2,14% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,74 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,21 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁵.

En octubre de 2023, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, descendió un 1,6%, cerrando en USD 81,02 y acumulando una reducción del 10,8%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Ed Moya, analista de Oanda, advierte que la preocupación por los eventos en Oriente Medio mantendrá la sensibilidad de los precios. En septiembre

²² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE Mensual/m2058/IE M-322-e.xlsx>

²³ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-profoema-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²⁴ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023201.pdf>

de 2023, el precio promedio del barril WTI fue USD 89,95, superando los USD 90 en la semana del 20 de septiembre²⁶.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta noviembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 16.019 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto al mismo período de 2022 (USD 15.783 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta noviembre de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.757 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.292 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.006 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 766 millones²⁷.

La **inflación mensual** en octubre de 2023 registró una variación de -0,18%, mientras que la variación **anual** fue de 1,93% y la **acumulada** fue de 1,78%. Para octubre de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 9 agrupaciones que ponderan el 82,27% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 3 agrupaciones que en conjunto ponderan el 17,73% se registraron resultados negativos, siendo Prendas de vestir y calzado; y Recreación y cultura, las de mayor variación²⁸.

En referencia al **salario nominal promedio**, para noviembre de 2023, se fijó en USD 524,83²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 469,68 para noviembre 2023³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en noviembre de 2023, se ubicó en USD 784,65³¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 107,05% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que registró a partir del 01 de enero de 2024³².

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,6% en octubre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³³ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 34,8% en octubre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,3% a octubre de 2023³⁴.

A junio 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 27,0% y la pobreza extrema en 10,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,0% y en el área rural alcanzó el 46,4% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁵, se ubicó en 0,467 a junio del 2023 (0,453 en junio de 2022), es decir existe un leve crecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2023 se ubicó en USD 89,29 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,32 mensuales per cápita (a junio de 2022 USD 87,57 y USD 49,35 respectivamente)³⁶.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,70% para diciembre de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,94%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas

²⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-guerra-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%3%A%20Petroecuador.-,El%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotiz%C3%B3%20en%20USD%2081%2C02>.

²⁷ <https://www.sri.gov.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202310.pdf>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202311.pdf>

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Noviembre/Boletin_tecnico_11-2023-IPC.pdf

³² https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true#zoom=auto&pagemode=none&wponnce=e02d212884

³³ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Octubre/202310_Mercado_Laboral.pdf

³⁵ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezayDesigualdad.pdf

de 2,24%³⁷. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para octubre de 2023 alcanzó la suma de USD 77.979,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.676,9 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.332,5 millones³⁸.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.598 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía³⁹.

Para noviembre de 2023, la cartera de crédito total cerró en USD 42.129 millones, lo que representa un incremento de 9,9% frente a su similar período de 2022 (USD 3.798 millones más). El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para noviembre de 2023, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento del 9,9% anual en noviembre, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴⁰.

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior⁴¹. Asobanca identifica cuatro factores que impactan las colocaciones de crédito en Ecuador. Las alzas en las tasas de la Reserva Federal encarecen los préstamos externos, limitando la disponibilidad de crédito local. El Gobierno establece topes a las tasas de interés en el mercado interno. Además, la preocupación por El Fenómeno del Niño afecta el crecimiento económico. La incertidumbre se intensifica debido a elecciones anticipadas y la crisis de seguridad en el país. Estos elementos combinados crean un entorno desafiante para el sector financiero, afectando la oferta de crédito en el país⁴².

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2023 totalizó USD 1.353,45 millones, cifra superior en 16,64% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.160,37 millones), y en 13,55% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.191,99 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos (72,75% del valor recibido)⁴³.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2023 fueron de USD 83,43 millones; monto inferior en un importante 87,63% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 674,52 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el segundo trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁴. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴⁵.

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

³⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202310.pdf>

³⁹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴⁰ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴¹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-bancos-demanda-caida-inseguridad/>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023II.pdf>

⁴⁴ <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

Para septiembre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.548,58 miles, cifra inferior a la reportada en septiembre de 2022, cuando fue de USD 46.703,71 miles y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para septiembre de 2023 fue de USD 28.066,75 miles, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.858,36 miles. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 49,53% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para noviembre de 2023 totalizaron USD 5.658,11 millones (USD 5.643,03 millones al 15 de diciembre de 2023)⁴⁷. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁸ constituidas alcanzaron USD 1.832 millones al 18 de octubre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.484 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 348 millones⁴⁹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 04 de julio de 1972, mediante Escritura Pública otorgada en la Notario Quinto del Cantón Guayaquil, fue constituida la compañía emisora, bajo la denominación EMPACADORA SHAYNE CÍA.LTDA. Posteriormente, con fecha 17 de enero de 1991, reforma sus estatutos y el 08 de marzo del mismo año cambia su denominación a EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es un grupo 100% ecuatoriano, dedicado a la Acuicultura, que integra todas las áreas de producción de camarón. Es uno de los grupos camaroneros con más historia y experiencia de Ecuador. A continuación, se detallan sus áreas de negocio:

- **Camaroneras:** Es la división dedicada al cultivo de camarón y tilapia. Cuenta con más de 3.000 hectáreas de piscinas distribuidas en 11 fincas a lo largo de la costa ecuatoriana.
- **Laboratorios:** Es la unidad biotecnológica destinada al desarrollo, mejora y selección de nauplios y larvas. El laboratorio permite tener un estrecho control sobre la provisión oportuna de semilla para sus operaciones de engorde.
- **Empacadora:** Procesa y entrega una amplia gama de variedades de camarón. Con sus marcas Frescamar, Sea Sun, Seatouch e Imperial ha ido penetrando en nuevos mercados internacionales, cumpliendo los más exigentes estándares de calidad en cada uno de ellos.

Productos

La planta de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ofrece diferentes presentaciones de camarón: De cultivo (*Litopenaeus vannamei*) desde la recepción hasta el despacho de cada una de las presentaciones "entero"; "cola" y "colas peladas" cortadas o no, con o sin intestino (P&D o PUD), con o sin telson (tail on / tail off). Las presentaciones pueden estar congeladas IQF o en Bloque y pueden ser exportados crudos o cocidos.

A continuación, las diversas presentaciones de los productos producidos por EMPAGRAN División Empacadora:

- Entero (Head on)
- Cola (Head less - Shell on)
- Colas Peladas (Valor Agregado)

⁴⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=14245>

⁴⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁸ Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

⁴⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Nov23.pdf

Todas las presentaciones pueden estar empacadas en cajas o fundas plásticas primarias de grado alimenticio, con peso neto solicitado por sus clientes, y estas unidades están empacadas en cajas secundarias (masters) que varía en peso según la marca o tipo de producto.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de octubre de 2023, el capital suscrito y pagado de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se mantiene en USD 90,05 millones, el mismo que se dividen en acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de USD 1,00 cada una. A continuación se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía, en donde se observa que más del 50% del total de acciones se concentra en uno de sus accionistas.

CUADRO 11: ACCIONISTAS

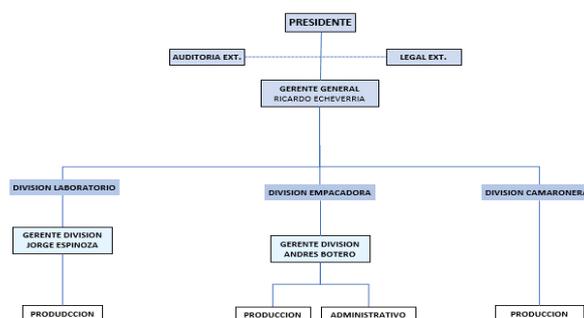
NOMBRE	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
SKYLINE EQUITIES GROUP LLC	56.915.792	63,20%
SKYVEST EC HOLDING S.A.	33.137.742	36,80%
Total	90.053.534	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

De acuerdo a los estatutos de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente, Gerente General y Gerentes, en las condiciones establecidas en la ley, quienes serán los que brinden la colaboración necesaria para la correcta operatividad de la compañía.

Así mismo la compañía cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados en tiempos adecuados. A continuación, se puede visualizar la estructura orgánica de la Institución:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente/Elaboración: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

La trayectoria y el reconocimiento de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN⁵⁰ en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en el cuadro siguiente:

CUADRO 12: PLANA GERENCIAL

NOMBRE	CARGO
Estrada Santistevan Victor Ernesto	Presidente
Echeverría Ycaza Ricardo Gabriel	Gerente General
Ponce Cedeño Jhon Henry	Auditor General
Espinoza Henríquez Jorge	Gerente de División SEMACUA
Botero Brubaker Andres	Gerente División Empacadora
Aviles Martinez Francisco Rafael	Jefe Logística

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

⁵⁰ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

Gobierno Corporativo

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN posee prácticas de “Gobierno Corporativo” formalmente definidas, en donde se resuelve las atribuciones de la Junta General de Accionistas, el directorio, presidencia, gerencia general. Además norma la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas, mercados, grupos de interés y la opinión pública en general.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, mismas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de octubre de 2023, la compañía contó con 682 colaboradores (678 empleados en agosto de 2023) distribuidos en varias áreas (ejecutivos, administrativos y operativos). En cuanto a la división por actividades, los empleados se concentran en el área “empacadora” con el 92,52%, mientras que el restante 7,48% agrupa a las áreas de laboratorio, camaroneras y soporte. Es importante mencionar que el 76% de los colaboradores mantiene un contrato indefinido y el 24% un contrato eventual (90 días).

Cabe destacar que la compañía mantiene una buena relación con sus colaboradores, asimismo, posee personal capacitado y calificado con varios años de experiencia. Adicionalmente, es importante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 13: EMPRESAS RELACIONADAS

EMPRESA	VINCULACIÓN	ESTADO
Talum S.A.	Administración	Activa
Shell & Fish Import & Export, Corp	Administración	Extranjera
Agrícola Agroguayas S.A.	Administración	Activa
Skyline Equities Group LLC.	Administración	Extranjera
C.I. Océanos S.A.	Accionista	Extranjera
Biofeeder S.A.	Accionista	Activa
Vanam Air S.A.	Accionista	Activa
Camaronera Aguas del Pacífico S.A.	Administración	Activa
Industria Nacional de Ensamblaje S.A. Innacensa	Administración	Activa
Comercial Agrícola Zapote S.A. Cazapsa	Administración	Activa
Rionova S.A.	Administración	Activa
Agrícola Batán S.A.	Administración	Activa
Yiroma S.A.	Administración	Activa
Lotización la Ribera S.A.	Administración	Activa
Productora Alimentos de Animales Padasa S.A.	Administración	Activa
Industrial-ABA Alimentos Balanceados S.A.	Accionista	CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM
Inmobiliaria Del Salado	Administración	Activa

Glynnicorp S.A.	Administración	Activa
Kingselsa S.A.	Administración	DISOLUC. Y LIQUIDAC. DE PLENO DERECHO INSC. RM
Life Food Product Ecuador Lifprodec S.A.	Administración	Activa
Castelago S.A.	Administración	Activa
Compujasa S.A.	Administración	Activa
Inmobiliaria Rocafuerte S.A.	Administración	Activa
Proinba Proyectos Inmobiliarios Batán S.A.	Administración	Activa
Nuevo Rancho S.A. Nuransa	Administración	Activa
Global Solutions Glosol S.A.	Administración	Activa
Inevycorp S.A.	Administración	CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM
Gonzalo Dassum Febres Cordero ⁵¹	Administración	-
Promarvi S.A.	Administración	Activa
Agrícola los Ranchos S.A.	Administración	Activa
Camaronera Grupo Granmar S.A. Granma	Accionista	Activa
Megatrexa S.A.	Administración	Activa
Biorey S.A.	Administración	Activa
Skyvest EC Holding S.A.	Administración	Activa
Inmobiliaria Plaza 500 Inmoplaza S.A.	Administración	Activa
Langostinos Bangkok S.A.	Administración	Activa
Pesquera Magistral S.A.	Administración	Activa
Somar S.A.	Administración	Activa
Subzero S.A.	Administración	Activa
Telbec S.A.	Administración	Activa
Ecuacolor S.A.	Administración	Activa
IMPRESIONES TECNICAS DEL ECUADOR TECNIPRINT S. A.	Administración	Activa

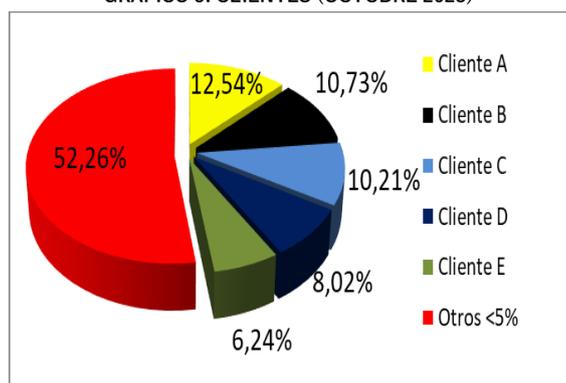
Fuente/Elaboración: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene una amplia gama de clientes locales y del exterior dentro de su portafolio⁵². Al 31 de octubre de 2023, el más importante registra una representación del 12,54% sobre las ventas totales (16,88% en octubre de 2022), le sigue el cliente B con una participación del 10,73% (6,10% en octubre de 2022) y el cliente C con el 10,21% (8,27% en octubre de 2022), en conjunto concentran el 33,48% de las ventas, lo cual refleja una dispersión en las ventas de la compañía.

GRÁFICO 5: CLIENTES (OCTUBRE 2023)



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

La compañía define sus políticas de cuentas por cobrar en función del lugar de destino de sus exportaciones. Es así que, para los clientes de Asia solicita un anticipo del 20% o 30% del valor de la venta y el saldo restante se requiere 10 días antes de la llegada del buque al puerto de destino; para los clientes de Europa solicita transferencia directa, un anticipo del 20% o 30% del valor de la venta y el saldo restante contra documentos

⁵¹ Persona natural con RUC suspendido

⁵² Según la administración del emisor, la compañía posee capacidad de negociación con sus clientes

finales a 30 o 60 días de la fecha de embarque; finalmente, para los clientes de Chile y Estados Unidos se realiza cobranza bancaria a 90 días de la fecha de embarque.

En cuanto a la política de cuentas por cobrar a compañías relacionadas en forma general se establece que toda transacción entre Compañías Relacionadas, al recibir y/o entregar fondos y definir plazos, son autorizados por niveles Gerenciales, que pueden ser: Gerente General, Gerente Financiero, El Directorio, El Presidente Ejecutivo.

Respecto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes de la compañía, se revela que al 31 de octubre de 2023, la cartera por vencer de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN representó el 28,24% del total de la cartera (21,77% en diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida más de 360 días significó el 41,91% de la cartera total (41,36% en diciembre de 2022). Los resultados mencionados eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.

Según lo mencionado por la administración de la compañía, la cartera vencida proviene principalmente de su división de balanceados, misma que fue vendida parcialmente a finales de agosto de 2023. EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registra provisión de cuentas incobrables la cual tiene planificado utilizar para castigar lo incobrable y el resto de la cartera espera recuperar en el segundo semestre del 2023.

CUADRO 14: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

DETALLE	2021 ⁵³	2022	oct-23 ⁵⁴
Por Vencer	41,15%	21,77%	28,24%
Vencida de 1 a 30 días	12,27%	27,52%	3,63%
Vencida de 31 a 90 días	4,39%	1,52%	3,45%
Vencida de 91 a 180 días	2,34%	3,87%	3,50%
Vencida de 181 a 360 días	7,01%	3,96%	19,26%
Vencida más de 360 días	32,85%	41,36%	41,91%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, la cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 51,44% en octubre de 2023 (37,62% en diciembre de 2022); aspecto que deberá ser reforzado con la finalidad de poder cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

Finalmente, se debe indicar que el 94,03% de las ventas de la compañía a octubre de 2023 se realizaron mediante crédito directo (90,53% en diciembre de 2022) y el 5,97% al contado (9,47% en el año 2022).

Proveedores⁵⁵

Al referirnos a los proveedores de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se debe indicar que mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas con prestigio tanto en el mercado nacional como internacional.

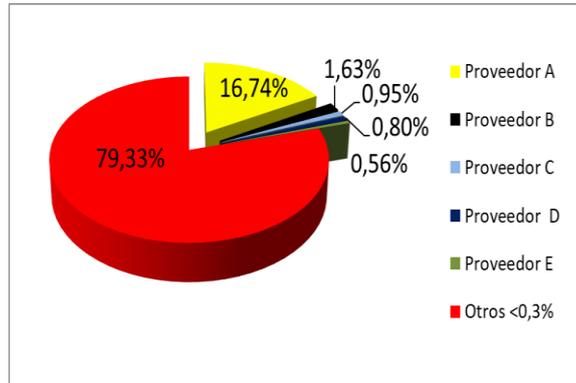
Al 31 de octubre de 2023, el proveedor más importante concentra el 16,74% sobre los costos de ventas, le sigue el proveedor B con el 1,63% y el proveedor C, con el 0,95%; el 80,68% restante se encuentra distribuido entre varios proveedores con participaciones individuales inferiores al 1,00%. Lo antes mencionado mitiga un posible riesgo concentración en los costos de la compañía.

⁵³ Información tomada del Informe de Auditoría externa 2021

⁵⁴ Incluye anticipos.

⁵⁵ La compañía tiene capacidad de negociación con sus proveedores y según la administración tiene flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

GRAFICO 6: PROVEEDORES (OCTUBRE 2023)



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Según lo mencionado por la administración de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cuenta con un plan de pagos, y también con fondos importantes provenientes de la venta parcial de la división balanceados, para cancelar parte importante de las cuentas por pagar vencidas.

La compañía define sus políticas de cuentas por pagar en función de sus divisiones de negocio. Para la división Empacadora, la materia prima representa el 80% de los insumos y los servicios un 20% de los insumos de producción. Para la materia prima, el camarón propio, que representa el 95%, se adquiere a 30 y 45 días plazo, mientras que el camarón de terceros, que representa el 5%, se adquiere a 15 y 21 días plazo. Mientras que, para el material de empaque se adquiere con un plazo de crédito de 60 a 90 días y a otros proveedores se adquieren a 30 y 60 días pazo.

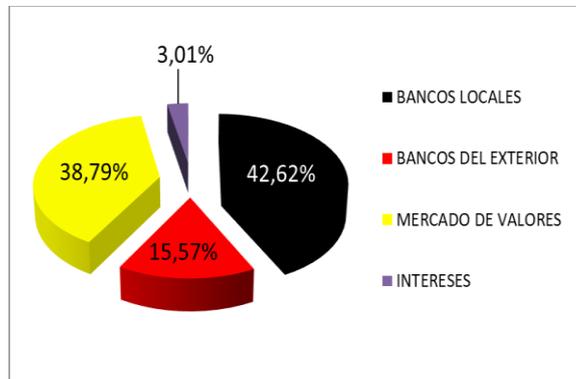
Políticas de Precios

Según la información reportada por la empresa, los precios del camarón son puestos por los mercados internacionales.

Política de Financiamiento

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se ha financiado a lo largo del tiempo principalmente con recursos de terceros, es así que, para octubre de 2023 el pasivo financió el 72,62% de los activos (75,75% de los activos en diciembre de 2022). Por su parte, la deuda con costo que se deriva de obligaciones con entidades financieras locales y del exterior, y con el mercado de valores sumó al 31 de octubre 2023 un valor de USD 151,16 millones y financió el 35,13% de los activos (51,17% a diciembre de 2022).

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (OCTUBRE 2023)



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Adicional a lo mencionado anteriormente, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN en virtud de la alianza estratégica contenida en el Fideicomiso Mercantil SKYVEST - EMPAGRAN, constituido el 22 de agosto de 2023⁵⁶, estableció un flujo de recursos para cancelar pasivos, conforme lo establece el Anexo B de dicha escritura. El Fideicomiso está conformado de la siguiente manera: SKYVEST EC HOLDING S.A. (Constituyente o Beneficiaria del Remanente) y ZION Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria) suscribieron el contrato del **Fideicomiso Mercantil SKYVEST – EMPAGRAN**, el cual tiene por objeto y finalidad efectuar la cancelación de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, a través de los flujos que aporta y serán aportados al patrimonio autónomo de conformidad con lo dispuesto en el Fideicomiso. Para el pago de las obligaciones que EMPAGRAN mantiene con acreedores, obligacionistas de bonos emitidos y/o proveedores, se utilizarán los recursos provenientes de la compra del equivalente al 75% de las acciones que a SKYVEST le efectuará CARGILL AQUAFEED SPAIN S.L. en capital social de la compañía CARGILL AQUANUTRITION ECUADOR CÍA. LTDA., recursos que serán aportados al Fideicomiso.

Responsabilidad Social y Ambiental

La contribución de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN al desarrollo sostenible se materializa mediante los principios y las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial que atiende las necesidades y las expectativas de sus grupos de interés.

La compañía complementariamente realiza acción social responsable en el ámbito de la educación, la salud y el desarrollo social con un enfoque de derechos de niñez e intergeneracional, a través de la implementación de proyectos e incidencia en el mejoramiento de la calidad de vida de las personas y su participación en el desarrollo de sus comunidades, además desarrolla proyectos enfocados a cuidar el medio ambiente, tener una sustentabilidad dentro de la economía forestal, minimización de residuo. Su actividad se centra en proyectos a largo plazo, así como en acciones de concientización, sensibilización y de educación para el desarrollo de la comunidad, voluntariado y participación, además posee una política de apoyo a la comunidad y financia acciones sociales, entre otros.

La intervención social de la compañía está presente en diferentes parroquias y cantones de las provincias de Guayas y Santa Elena. La compañía se guía en los principios de Honestidad, Solidaridad, Compromiso Social, Empatía, Respeto y Convicción, Sostenibilidad y Sustentabilidad, respetando siempre los valores de dignidad humana, justicia social, reflexión crítica y solidaridad.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN posee un alto prestigio como organización socialmente responsable y comprometida con la difusión de una imagen acorde con los códigos de ética del sector.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Acuacultura y Pesca, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otros entes gubernamentales.

La compañía posee la certificación internacional FDA (Food and Drug Administration), una norma mundialmente reconocida obtenida y renovada por EMPAGRAN desde 2002; y, la norma internacional de calidad HACCP, desarrollada por la FDA, establece los puntos críticos durante el proceso del producto y los procedimientos de empaque. Además posee normas como la ISO 26000:2010 de Responsabilidad Social

⁵⁶ Se debe indicar que, antes de llegar a este Fideicomiso, la compañía realizó una Cesión de Derechos Fiduciarios del Fideicomiso Garantía CARGILL – EMPAGRAN que otorgó EMPAGRAN a favor de la compañía SKYVEST EC HOLDING S.A. y suscribió un Contrato de Sustitución de Deudor sin Liberación (la fecha de suscripción de estos documentos fue el 14 de julio de 2023).

Riesgo Legal

Según información proporcionada por la Administración de la compañía, al 31 de octubre de 2023, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registra 3 juicios de impugnación con el SRI en calidad de demandada, 13 juicios laborales y varios casos de juicio civil.

Liquidez de los títulos

Con fecha 13 de julio de 2022, la Casa de Valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 20 de octubre de 2022, logró colocar el 100% del total aprobado (USD 10,00 millones).

Al 31 de octubre de 2023 EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 15: EMISIONES REALIZADAS

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Estado
Primera Emisión de Obligaciones	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00038771	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004131	Vigente
Segundo Programa de Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00003920	Cancelado ⁵⁷
Tercera Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00006676	Vigente
Tercer Programa de Papel Comercial	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00001071	Vigente
Cuarta Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004995	Vigente
Cuarto Programa de Papel Comercial	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004996	Vigente
Quinto Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00037425	Vigente
Quinta Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00069194	Vigente
Sexto Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00069195	Vigente

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Durante el último semestre mayo – octubre de 2023, los valores reportaron movimientos en los siguientes meses, esto según lo reportado por las Bolsas de Valores del país.

CUADRO 15: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
jul-23	1	4	600,000.00	21	4.76%
ago-23	9	11	2,065,523.00	23	39.13%
sep-23	5	10	550,593.00	21	23.81%
oct-23	8	9	768,310.00	21	38.10%

Fuente: BOLSA DE VALORES / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

⁵⁷ Fecha de cancelación 24 de abril del 2023

Eventos Importantes

- Con fecha 21 de agosto, 30 de agosto de 2023, 15 de noviembre de 2023, el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. en calidad de Agente Pagador del Tercer, Cuarto y Quinto Programa de Papel Comercial de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, reportó a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros los diferentes retrasos en los pagos de las emisiones, ocurridos en el mes de agosto de 2023 y noviembre de 2023, no obstante, después de gestionar con el emisor el pago de los haberes incluyendo los intereses moratorios, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se puso al día con sus obligaciones.
- EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN mantiene deudas impugnadas con el Servicio de Rentas Internas⁵⁸ por USD 11.338.143,90. Según lo mencionado por la administración de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN se encuentra solicitando convenios de pago.

Situación del Sector

La industria camaronera comienza en el Ecuador a finales de 1960, cuando se inicia la explotación de las pampas salinas. Dada su rentabilidad, se amplía a tierras agrícolas y manglares. Pasados varios años, y gracias a su expansión, en los 80 Ecuador se posiciona como uno de los principales exportadores a escala mundial⁵⁹.

Es importante destacar que, en 2008, se emitió el decreto ejecutivo 1391 de "Regularización de la acuicultura industrial del camarón", con la finalidad de poner orden a la caza y regularizar la industria, ya que a pesar de su relevancia importadora se mantenía en gran parte en la ilegalidad.

El informe más reciente de cuentas nacionales trimestrales⁶⁰ revela que el sector de acuicultura y pesca de camarón experimentó un incremento del 6,4% en el primer trimestre de 2023 respecto a su similar de 2022. Este aumento se puede atribuir principalmente al crecimiento en las exportaciones de camarón elaborado hacia China y Estados Unidos. De la misma manera, se observó un crecimiento interanual del 6,2% en las exportaciones de camarón elaborado, comportamiento que se atribuye al crecimiento en las ventas a los mercados de China (40,1%) y Estados Unidos (9,8%), así como a la recuperación del mercado tailandés que estuvo inactivo en primer trimestre de 2022.

A pesar de la preocupación generada por el Fenómeno El Niño y la falta de medidas de salvaguardia por parte del Estado, como la implementación del "drawback" en la política de exportación, el sector camaronero se enfrenta a otros desafíos. Estos incluyen los altos costos de los combustibles y la escasez de energía eléctrica en las fincas camaroneras, especialmente en aquellas ubicadas en las islas. El presidente de la Cámara de Acuicultura ha resaltado la importancia de contar con una matriz energética más diversificada y ha presentado un proyecto desde 2015 que busca promover un cambio en esta matriz. Es fundamental contar con una infraestructura eléctrica adecuada para lograr una tecnificación efectiva en el campo, aunque se están realizando esfuerzos desde el Ministerio de Telecomunicaciones para mejorar la conectividad⁶¹.

El sector acuícola ha fortalecido su eficiencia productiva, lo que ha resultado en un aumento del 19% en el volumen de libras exportadas al mundo hasta junio de este año (1.336 millones), en comparación con el mismo período del año 2022, según el informe de la Cámara Nacional de Acuicultura (CNA). Sin embargo, debido a la disminución en la demanda externa, el precio de los alimentos ha bajado, lo que ha llevado a que los ingresos en dólares no hayan experimentado el mismo crecimiento. Hasta junio, las ganancias casi igualaron al monto de 2022 (USD 3.278 millones). Sin embargo, si solo se considera la estadística de junio, la facturación incluso mostró números negativos.

En junio de 2023, el valor recibido por las exportaciones de camarones superó los USD 570 millones, mientras que en junio de 2022 fue de más de USD 599 millones. Las reservas de productos que tienen los importadores chinos, que es el principal mercado para el camarón ecuatoriano, no solo han moderado la demanda (que creció

⁵⁸ Fecha de emisión: diciembre de 2023.

⁵⁹ <https://iacolina.com.ec/sector-camaronero-en-ecuador/#:~:text=As%C3%AD%20pues%2C%20la%20producci%C3%B3n%20camaronera,39%25%20en%20comparaci%C3%B3n%20al%202020.>

⁶⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf

⁶¹ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/163486-sector-camaronero-enfrenta-desafios-y-busca-soluciones-para-impulsar-su-desarrollo>

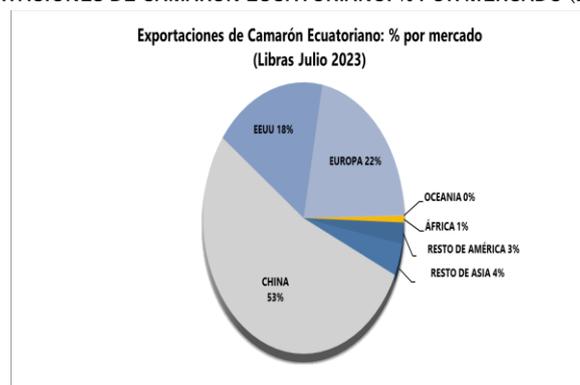
un 40% hasta junio), sino que también han provocado una disminución en los precios. A pesar del aumento en el volumen enviado, los ingresos solo aumentaron en un 16%.

Pero no es solo este mercado el que genera preocupación. Una menor demanda está causando que las ventas disminuyan incluso en otros mercados importantes como Estados Unidos. Según la CNA, se enviaron 211 millones de libras al mercado norteamericano, lo que representa un 3% menos. Sin embargo, si observamos los ingresos en dólares, la caída fue aún mayor, un -15%. Por otro lado, hacia Europa se enviaron USD 216 millones de libras, lo cual representó un aumento del 1%, pero se recibió un 14% menos de dinero, es decir, USD 536 millones⁶².

El mercado principal de exportación para Ecuador fue China, con un total de 2.479 millones de dólares en exportaciones no petroleras y no mineras, lo cual representa un aumento del 13% en comparación con el mismo período del año 2022. Le sigue la Unión Europea (UE) con 1.969 millones de dólares, lo cual representa un aumento del 8%; Estados Unidos con 1.932 millones de dólares, lo cual representa una disminución del 5%; y Rusia con 498 millones de dólares, lo cual representa un aumento del 7%. Una vez más, el camarón ecuatoriano se posiciona como el principal producto de exportación con un valor de 3.836 millones de dólares, lo cual representa un aumento del 1% en comparación con el mismo período del año anterior, y nuevamente China se destaca como el principal mercado de destino⁶³.

Según cifras de la CNA, para julio de 2023 se exportaron 220,84 millones de libras de camarón, 3% menos lo que se envió en julio pasado (227,75 millones de libras). En cuanto a los mercados de destino de las exportaciones, se destaca China y Europa con una participación del 53% y 22% respectivamente.

GRÁFICO 8: EXPORTACIONES DE CAMARÓN ECUATORIANO: % POR MERCADO (LIBRAS JULIO 2023)⁶⁴



Fuente / Elaboración: Cámara Nacional de Acuicultura

Por su parte el precio promedio del kilo de camarón de exportación se ubicó en USD 2,28 a julio 2023. El precio promedio disminuyó en 0,59 centavos respecto al mismo periodo del 2022 (USD 2,87), según la Cámara Nacional de Acuicultura⁶⁵.

Según la Cámara Nacional de Acuicultura, el sector actualmente está experimentando una disminución de USD 1 por libra producida. El 70% de esta reducción se debe a la caída de los precios. A pesar de ser un sector en constante crecimiento en términos de exportaciones, el gremio camaronero ha lanzado una señal de alarma al afirmar que durante el transcurso de 2023 ha registrado pérdidas de alrededor de USD 1.000 millones. El gremio identifica dos razones principales que están generando estas pérdidas: la disminución de los precios internacionales del camarón y el aumento de los costos de producción⁶⁶.

El análisis realizado por la Cámara Nacional de Acuicultura (CNA) revela que el sector camaronero está experimentando una disminución de USD 0,70 por cada libra producida, como consecuencia de los bajos precios

⁶² <http://www.camae.org/camaron/los-envios-de-camaron-crecen-un-19-hasta-junio-pero-los-ingresos-se-estancan/>

⁶³ https://www.swissinfo.ch/spa/ecuador-exportaciones_ecuador-cierra-primer-semestre-con-15.159-millones-de-d%C3%B3lares-en-exportaciones-10---menos/48740688

⁶⁴ <https://www.cna-ecuador.com/estadisticas/>

⁶⁵ <https://www.cna-ecuador.com/estadisticas/>

⁶⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/sector-camaronero-registra-perdidas-por-1000-millones-en-lo-que-va-del-2023-y-culpa-a-la-caida-de-precios-y-alza-de-costos-de-produccion-nota/>

que se están registrando en los mercados de destino, incluso por debajo de los niveles observados durante la pandemia del COVID-19. Además, se suma un impacto adicional de USD 0,28 por libra producida, debido al aumento de los costos de producción relacionados con las materias primas, como la torta de soya, el trigo, la harina de pescado, el diésel, la mano de obra y la inseguridad. En conjunto, esto representa una pérdida de alrededor de USD 1 por libra producida para el sector, una situación que ha generado gran preocupación en el gremio⁶⁷.

Los avances tecnológicos han creado herramientas poderosas en torno al mejoramiento genético, para un rápido crecimiento del sector basado en la sostenibilidad. En Ecuador, se han realizado significativas inversiones con el objetivo de mantener al país como uno de los más importantes exportadores a nivel mundial. Cultivar organismos acuáticos utilizando estudios genéticos que aumenten la producción es el objetivo de la acuicultura moderna; es así como los especialistas en el área desarrollan nuevas cepas para mejorar los tiempos y recursos de crecimiento, esto se traduce en mayores y más rápidos volúmenes de exportaciones. Cabe destacar que el sector pesquero y acuícola dinamiza en gran parte la economía del país, especialmente establecido en la zona costera del Ecuador y mayoritariamente en las provincias de Guayas y Manabí.⁶⁸

En definitiva, la industria camaronera representa para el Ecuador una fuente de crecimiento, que trae gran desarrollo a nivel nacional y que junto al banano simbolizan el trabajo, esfuerzo y dedicación de miles de personas que a diario se esmeran para que la producción mejore y sea de calidad para todo el que los consuma en el mundo.

El sector en el cual desenvuelve sus actividades EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN no presenta estacionalidades en su comportamiento. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la alta especialidad que se necesita para desarrollar los productos, la necesidad de fuertes inversiones de capital en maquinaria, tecnología, etc., altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector. Por otro lado, entre las principales barreras de salida se pueden mencionar los activos especializados para la operación en el sector, los costos fijos de salida, regulaciones gubernamentales, realización de cuentas por cobrar, venta de inventario, problemas de solvencia y compromisos a largo plazo.

Expectativas

Según las previsiones del Banco Central del Ecuador (BCE), prevé que en 2023, tanto el PIB a nivel de las actividades de “acuicultura y pesca de camarón” como de “procesamiento y conservación de camarón”, que en conjunto representarían el 3,4% del PIB total, crezcan en 5,5% y 4,9%, respectivamente, posicionando así al sector camaronero como la tercera actividad con mayor proyección de crecimiento⁶⁹.

⁶⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/sector-camaronero-registra-perdidas-por-1000-millones-en-lo-que-va-del-2023-y-culpa-a-la-caida-de-precios-y-alza-de-costos-de-produccion-nota/>

⁶⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/acuicultura-local-tecnologias-desarrollo-y-genetica-nota/>

⁶⁹ <https://ekosnegocios.com/articulo/impetu-en-el-crecimiento-del-sector-camaronero>

GRÁFICO 9: PIB vs VAB ACUICULTURA Y PESCA DE CAMARÓN (Millones USD)



Fuente / Elaboración: Banco Central del Ecuador

El sector camaronero de Ecuador busca mantener su posición como líder de producción en el mundo y uno de los mayores exportadores. Para lograr esa meta, las empresas del sector están inyectando más capital. El volumen de crédito destinado a las actividades camaroneras y de laboratorios.

Según la Corporación de Gremios Exportadores del Ecuador (Cordex), en los últimos 12 meses, es decir, entre julio de 2022 y julio de 2023, cerca de 500 personas que trabajan en el sector exportador han sido víctimas de la inseguridad. Esta situación está teniendo un impacto significativo en el sector productivo y está obstaculizando el desarrollo normal de las actividades⁷⁰.

Posición Competitiva de la Empresa

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN considerando el CIU (A0321.02) tiene como principal actividad la explotación de criaderos de camarones (camaroneras), criaderos de larvas de camarón (laboratorios de larvas de camarón).

La compañía se ha posicionado consistentemente entre los 10 mayores exportadores de camarón del Ecuador. Su desarrollo lo ha llevado a cubrir casi todos los mercados del mundo:

- América del Norte: Estados Unidos, Canadá.
- América del Sur: Chile.
- Europa: Francia, Reino Unido, España, Portugal e Italia.
- Asia: Taiwán, Japón, China.

Entre las principales empresas competidoras del sector se encuentran: Industrial Pesquera Santa Priscila S.A., Sociedad Nacional de Galápagos C.A. SONGA, Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., Exportquilsa & Productores Asociados S.A., Expalsa Exportadora de Alimentos S.A., Empacreci S.A., Promarisco S.A., Camar-Expo S.A., South Pacific Seafood S.A. SOPASE, Natluk S.A., entre otras.

De acuerdo con la Clasificación (CIU) utilizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ocupa el cuarto lugar entre las veinte empresas del sector al que pertenece, que posee un total de 1.145 empresas, tanto en la medición por ingresos al cierre de 2021, como por activos y patrimonio, lo que demuestra la competitividad de la empresa en el mercado ecuatoriano.

- Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.
- Productos Marinos Omarsa S.A.
- Promarisco S.A.
- Empacadora Grupo Granmar S.A. EMPAGRAN

⁷⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/inseguridad-exportadores-delincuencia-gasto/>

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Más de 40 años de experiencia en el mercado.	Alta dependencia del precio del producto en mercados internacionales.
Integración vertical en la cadena de valor de producción y procesamiento de camarón, lo cual le garantiza un mayor control y le genera economías de escala y eficiencias productivas.	
Maquinaria y equipos de última generación y de alto nivel tecnológico en todos sus procesos productivos.	
Instalaciones físicas extensas con amplia capacidad de producción y almacenamiento con ubicación idónea para el cultivo del marisco.	
Elevada presencia en mercados internacionales de Asia, Europa, Norteamérica y Sudamérica.	
Certificaciones internacionales de calidad en los procesos productivos.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Políticas orientadas al desarrollo de las exportaciones.	Altos volúmenes de producción de camarón de otros países de la región.
Reputación del producto ecuatoriano en el mercado internacional.	
Sector productivo estratégico y con importante crecimiento y desarrollo durante los últimos años.	Cambios en políticas comerciales y aranceles a las importaciones en mercados internacionales.
Nuevos sistemas tecnológicos de innovación productiva.	

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, entre otros.

Uno de los riesgos a los que se exponen los productos comercializados por la empresa podrían estar relacionados con daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, mismos que podrían verse afectados, ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa.

Ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN ha suscrito varias pólizas de seguro que incluyen cobertura sobre incendio multirisgo, equipo electrónico, robo, rotura de maquinaria, entre otras, mismas que tiene una vigencia hasta junio de 2024.

Otro riesgo operacional, ligado a las actividades de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN está estrechamente relacionado con lo que sucede en el sector acuícola, y éste a su vez depende mucho de los factores externos, como el clima, precios internacionales y regulaciones gubernamentales.

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN dispone de una organización y de sistemas de información, que permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

En cuanto al riesgo de una posible desaparición de proveedores, se debe mencionar que EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN, obtiene su materia prima principalmente de sus camaroneras, sin embargo, si es necesario camarón de terceros, la compañía posee proveedores que pueden satisfacer su demanda.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN**, se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados del año 2019, 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, con notas a los estados financieros al 31 de octubre de 2022 y 31 de octubre de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

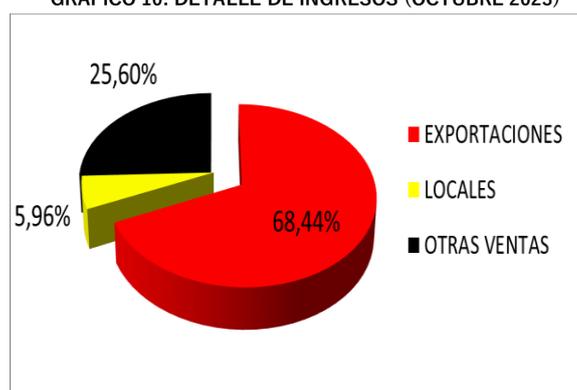
Los ingresos de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN presentaron un comportamiento decreciente entre los años 2019 y 2021, al pasar de USD 167,75 millones a USD 139,19 millones (USD 153,74 millones en 2020), debido a que la producción nacional de camarón y por ende su exportación se vio afectada desde el año 2019 por la crisis sanitaria (Covid-19), pues China (mercado principal) sancionó a Ecuador y restringió la entrada de camarón tras encontrarse restos del virus. Adicionalmente, la pandemia redujo la demanda general del camarón.

La tendencia se revierte para el año 2022 pues los ingresos crecieron a USD 157,43 millones, lo que obedece principalmente al aumento en las exportaciones de camarón congelado y balanceado camarón. Otro de los factores que contribuyó a dicho comportamiento fue que el precio promedio del kilo del camarón de exportación se ubicó en USD 7,02, entre enero y octubre de 2022, 14% más respecto al mismo periodo de 2021, según información registrada en Fedexpor, así mismo el volumen exportado de camarón creció un 32% en el mismo periodo⁷¹.

Las exportaciones es la línea de negocio que representa los mayores ingresos para la compañía, pues al 31 de diciembre de 2022 significaron el 70,57% del total de los ingresos (68,44% en octubre de 2023), le sigue de lejos las ventas locales con el 23,97% (5,96% en octubre de 2023) y otras ventas con el 5,46% (25,60% en octubre 2023).

Para los periodos interanuales los ingresos de la compañía decrecen en 33,23%, pasando de USD 138,79 millones en octubre de 2022 a USD 92,66 millones en octubre de 2023 debido a una reducción importante tanto en precio como en cantidad en las exportaciones de camarón congelado, así como en las ventas locales de balanceado de camarón⁷².

GRÁFICO 10: DETALLE DE INGRESOS (OCTUBRE 2023)



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN / Elaboración: Class International Rating

Los costos de ventas presentan un comportamiento creciente en su participación sobre los ingresos, puesto que pasaron de representar el 84,03% de los ingresos en 2020 a 84,16% de los ingresos en 2021, y 88,00% en 2022, siendo los rubros más relevantes los costos de ventas de camarón y de alimento balanceado. En dicho contexto, la empresa generó un margen bruto positivo, mismo que pasó de un 15,97% de los ingresos en 2020 a 15,84% en 2021 y 12,00% en diciembre de 2022.

⁷¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/exportacion-no-petrolera-se-afianza-con-el-camaron-el-producto-estrella-del-2022-en-ecuador-nota/>

⁷² Según la administración de la empresa, las exportaciones disminuyeron debido a que la compañía no cuenta con producción propia, además se registró un bajo precio por libra de exportación de camarón. La empresa espera que para el segundo semestre los precios mejoren en el mercado internacional y puedan exportar un mayor nivel de camarones a terceros.

Para octubre de 2023, el costo de ventas significó el 86,12% de los ingresos, porcentaje ligeramente inferior al alcanzado en octubre de 2022, cuando fue de 86,23%, lo que derivó en un margen bruto que representó el 13,88% de los ingresos (13,77% en octubre de 2022); porcentaje que denota los esfuerzos de la administración por ejercer un mejor control sobre sus costos.

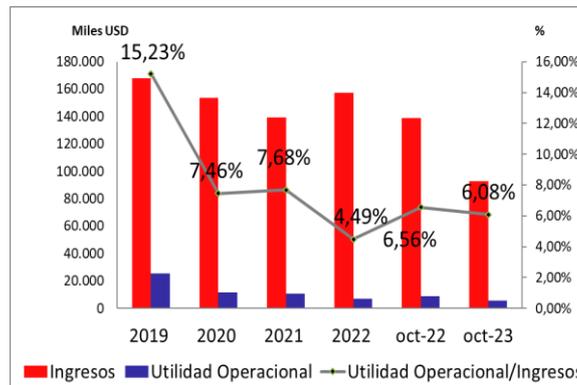
En lo que respecta a los gastos operacionales se evidencia un comportamiento ligeramente a la baja, es así que pasaron de representar el 8,51% de los ingresos en 2020 a 8,16% en 2021 y 7,51% en diciembre de 2022, lo que evidencia un adecuado manejo de los mismos. Históricamente, los gastos de personal y gastos de exportación fueron los de mayor aporte en su composición.

Para los periodos interanuales de octubre los gastos operativos no sobrepasaron el 8,00% sobre la participación de los ingresos, lo que evidencia cierta estabilidad en el manejo de sus recursos a lo largo del periodo analizado, siendo importante acotar que para octubre de 2023 la representatividad sobre los ingresos se ubicó en 7,80%, (7,22% de octubre de 2022).

Después de la deducción de los costos de ventas y gastos operacionales la compañía arrojó un margen operacional positivo pero decreciente, pasando de significar el 7,46% de los ingresos en 2020 a un 7,68% en el año 2021 y un 4,49% de los ingresos en diciembre de 2022.

Similar comportamiento se evidencia en los periodos interanuales, pues luego de significar el 6,56% de los ingresos en octubre de 2022, pasó a un 6,08% en octubre de 2023, comportamiento atado a la reducción de sus ventas.

GRÁFICO 11: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Por su parte, los gastos financieros arrojaron una participación decreciente sobre los ingresos, al pasar de 15,18% en 2020 a 12,82% en 2021 y 7,17% en diciembre de 2022, los cuales se derivan de la deuda con costo mantenida con entidades financieras y los procesos registrados en el mercado de valores. Al 31 de octubre de 2023, los gastos financieros significaron el 11,66% de los ingresos, representación superior al 8,08% registrado en octubre de 2022, producto de la disminución de los ingresos.

Tras el computo de los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos neto y los respectivos impuestos, EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN registró utilidad para todos los periodos analizados (excepto en el año 2020), la misma que representó el 2,25% de los ingresos en 2019, 0,84% en el año 2021 y 0,70% en diciembre de 2022.

Para octubre de 2023 el margen neto representó el 0,37% de los ingresos, porcentaje inferior a lo arrojado en su similar de 2022, cuando fue de 0,87%, debido al registro de menos ingresos, principalmente en la línea de exportación de camarón congelado y la venta local de balanceado de camarón.

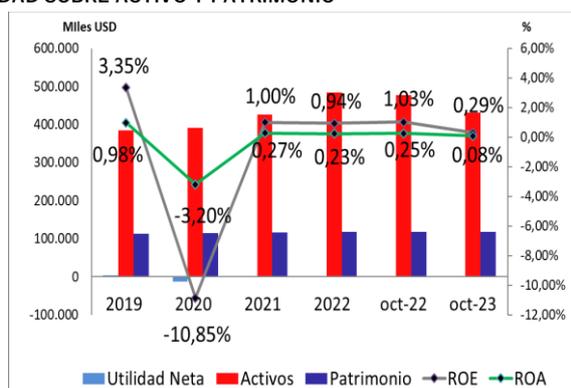
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad se presentaron positivos durante todo el período analizado (excepto en el año 2020 donde la compañía arrojó pérdida al final del período) y su comportamiento se encontró ligado a los resultados de la compañía, lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 18, GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	0,98%	-3,20%	0,27%	0,23%
ROE	3,35%	-10,85%	1,00%	0,94%

Ítem	oct-22	oct-23
ROA	0,25%	0,08%
ROE	1,03%	0,29%



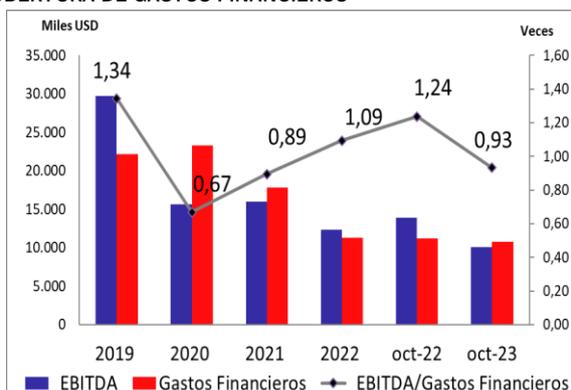
Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía pasó de representar el 17,73% de los ingresos en diciembre de 2019 a 10,16% en 2020; 11,46% en 2021 y 7,84% de los ingresos en diciembre de 2022. Al 31 de octubre de 2023 el EBITDA (acumulado) representó el 10,88% de los ingresos, porcentaje ligeramente superior al 9,99% registrado en octubre de 2022. Los resultados mencionados, generaron sobre los gastos financieros cobertura superior a uno únicamente en los ejercicios económicos 2019, 2022 y octubre de 2022, en los demás cortes el saldo de gastos financieros superó el flujo generado por la Compañía.

CUADRO 19, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA (Miles USD)	29.741	15.619	15.958	12.346
Gastos Financieros (Miles USD)	22.141	23.334	17.842	11.287
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	1,34	0,67	0,89	1,09

Ítem	oct-22	oct-23
EBITDA	13.867	10.079
Gastos Financieros	11.219	10.805
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	1,24	0,93



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales presentaron una tendencia creciente durante el período analizado, pasando de USD 390,60 millones en el año 2020 a USD 426,07 millones al cierre del 2021, USD 484,26 millones en diciembre de 2022, como efecto de los movimientos registrados en sus cuentas por cobrar relacionadas e inventarios. Para octubre de 2023, los activos decrecen a USD 430,27 millones, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar comerciales y relacionadas, inventarios y activos mantenidos para la venta.

Para octubre 2023, la cuenta activos mantenidos para la venta⁷³ no registran valores, puesto que se concretó la venta parcial de la división de alimentos balanceados (en diciembre de 2022 esta cuenta representó el 7,77% de los activos de la compañía) la misma que fue ejecutada en el mes de agosto de 2023.

En lo que concierne a su estructura, los activos de la empresa se concentran en los de tipo corriente, cuya representación pasó de 59,07% en diciembre de 2022 a 52,68% en octubre de 2023. Respecto a su composición, se debe indicar que al 31 de octubre de 2023 las cuentas por cobrar relacionadas fueron las de mayor preponderancia, dado que llegaron a representar el 39,90% de los activos (39,74% de los activos en diciembre de 2022), seguido de cuentas por cobrar clientes con el 4,72% (5,67% de los activos en diciembre de 2022) y los inventarios⁷⁴ con el 4,43% (4,77% a diciembre de 2022).

Es relevante indicar que las cuentas por cobrar relacionadas crecieron en un 52,07% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2021. Este comportamiento se relaciona con un incremento en las ventas a crédito realizadas a las compañías relacionadas Agrícola Batán S.A. y Skyline Equities Group LLC. No obstante, para octubre de 2023 dicha cuenta disminuyó en 10,79% frente a diciembre de 2022.

Es importante mencionar que la cuenta de efectivo y equivalentes de efectivo presentó una considerable disminución (-88,85%) entre los años 2022 y 2021; según lo indicado por la Administración de la compañía esto se explica porque en diciembre de 2021 existía un certificado de depósito por USD 5,00 millones, el mismo que durante el 2022 fue utilizado para el pago de obligaciones financieras. Adicionalmente, se debe destacar que históricamente esta cuenta representó menos del 1,00% de los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa (para diciembre de 2022 el efectivo y equivalentes al efectivo significó el 0,14% de los activos), la cual se mantiene hasta octubre de 2023, ya que, a dicho corte, el efectivo y equivalentes representó el 0,17% de los activos.

Por otra parte, la participación de los activos no corrientes sobre el total de activos se redujo de 51,37% en diciembre de 2020 a 47,32% en diciembre de 2021 y 40,93% al cierre de 2022, sin embargo, para octubre de 2023 la representatividad incrementó a 47,32%, siendo para este último periodo la cuenta más representativa la propiedad, planta y equipo⁷⁵ con el 40,45% de los activos (35,69% en diciembre de 2022), seguida por inversiones en subsidiarias con el 4,08% de los activos (3,36% en diciembre de 2022).

Pasivos

Durante el periodo analizado se privilegia el uso de recursos de terceros en el financiamiento de los activos, es así que pasaron de significar 72,70% en 2021 a 75,75% en diciembre de 2022 y 72,62% en octubre de 2023.

Los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, los cuales financiaron el 56,76% en diciembre de 2022 y el 45,49% en octubre de 2023. Determinando que para este último periodo las obligaciones con instituciones financieras fueron las de mayor aporte, con un financiamiento del 12,77% de los activos (31,38% en diciembre de 2022), le sigue las cuentas por pagar proveedores locales y del exterior⁷⁶ con el 9,72% (10,40% en diciembre de 2022) y obligaciones con el mercado de valores con el 8,87% (10,17% en 2022).

Es relevante indicar que la cuenta Obligaciones con instituciones financieras a diciembre de 2022, creció en un importante 177,94% frente a lo registrado en diciembre de 2021. Según lo mencionado por la Administración de la compañía, esta variación se presentó por el traspaso al corto plazo de la deuda con CARGILL FINANCIAL SERVICES INTERNATIONAL, INC. por USD 71,61 millones. No obstante, para octubre de 2023, la cuenta Obligaciones con instituciones financieras se redujo en 39,00% frente a diciembre de 2022, pues, a finales del

⁷³ Según el informe de Auditoría externa del año 2022, los activos mantenidos para la venta, tras la aprobación de la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas celebrada el 28 de diciembre de 2018, en el mes de enero de 2022 la compañía recibió una propuesta para una posible compra de los activos que componen la división de alimentos balanceados. En octubre de 2022, Cargill Aqua Feed Spain S.L. notificó a la Superintendencia de Control del Poder de Mercado (SCPM) la intención de adquirir un porcentaje mayoritario de acciones en una nueva compañía que contará con el aporte de Skyvest Ec Holdings S.A. como vendedor, de los activos de la línea de producción de alimento balanceado para animales de su subsidiaria Empacadora Grupo Granmar S.A. Empagran. En diciembre de 2022, la Comisión de Resolución de Primera Instancia de la SCMF resolvió autorizar la operación de concentración notificada por Cargill Aqua Feed Spain S.L. A la fecha de emisión de los estados financieros, las partes concretaron la transacción de venta incluyendo la transferencia de las acciones y de los activos relacionados con la división de alimento balanceado de la Compañía.

⁷⁴ El inventario en términos monetarios creció en 22,26% entre los años 2022 y 2021, como efecto de mayores saldos de inventario de materia prima en la división de Balanceados, así como de producto terminado de camarón congelado. Estos picos de inventarios que en ocasiones quedan a final de mes, son procesados y vendidos en el siguiente mes.

⁷⁵ Al 31 de diciembre de 2022 y 2021 incluye terrenos, edificios, vehículos y maquinarias que respaldan ciertos créditos que la compañía mantiene con instituciones bancarias.

⁷⁶ Representa saldos por pagar a proveedores de inventarios principalmente de camarón y material de empaque, de materia prima para la elaboración de alimentos balanceados.

mes agosto de 2023 se concretó la venta parcial de la División de Balanceados lo que le permitió a EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN cancelar la deuda con CARGILL FINANCIAL SERVICES INTERNATIONAL, INC.

Por su parte, los pasivos no corrientes que financiaron el 18,99% de los activos en 2022 y el 27,14% en octubre de 2023; estuvieron mayormente conformados por préstamos con instituciones financieras a largo plazo que alcanzaron el 5,17% de los activos en diciembre de 2022 y el 8,73% en octubre de 2023, le sigue cuentas por pagar a compañías relacionadas con el 1,58% de los activos a diciembre de 2022 y el 5,87% en octubre de 2023 y las obligaciones con el mercado de valores con el 4,45% de los activos a diciembre de 2022 y el 4,76% a octubre de 2023.

Cabe resaltar que dentro de este grupo cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo registraron un incremento de 230,53% (entre diciembre de 2022 y octubre de 2023) debido al aumento en varias relacionadas por administración, con este incremento el peso de cuentas por pagar relacionadas pasó de 1,58% de los activos en diciembre de 2022 a 5,87% de los activos en octubre de 2023.

Al 31 de octubre de 2023, la deuda financiera fondeó el 35,13% de los activos, siendo importante indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 48,37% y 128,34% respectivamente. Las obligaciones con costo se conforman por obligaciones con instituciones financieras locales y del exterior, y obligaciones con el mercado de valores.

Se debe destacar que la deuda financiera entre diciembre de 2022 y octubre de 2023 disminuyó monetariamente en USD 96,64 millones, resultado de la cancelación de varias obligaciones con costo, como efecto de la venta parcial de la División de Balanceados.

Patrimonio⁷⁷

El patrimonio de la empresa reflejó una contracción en su representación sobre los activos, al pasar de 29,46% en 2020 a 27,30% en el año 2021, y 24,25% para diciembre de 2022, comportamiento determinado por la mayor velocidad de crecimiento de los activos respecto al patrimonio de la compañía. Para octubre de 2023, la dicha representación crece hasta significar un 27,38%, como efecto del registro de mayores resultados acumulados.

En cuanto a su conformación, el capital social primó dentro del financiamiento de los activos, con el 18,60% en diciembre de 2022 y 20,93% en octubre de 2023, cuyo valor (en términos monetarios) se mantuvo sin variación durante el periodo analizado (USD 90,05 millones). A este le sigue de lejos los resultados acumulados con un 4,78% del total de activos en diciembre de 2022 y 5,64% en octubre de 2023.

Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

Flexibilidad Financiera

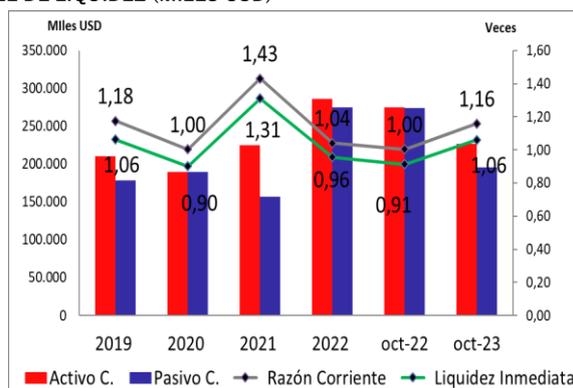
EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía cuenta con recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo. Esto conllevó a que su capital de trabajo sea positivo, significó el 2,31% de los activos en diciembre de 2022 y de 7,19% en octubre de 2023.

⁷⁷ La Política de Pago de Utilidades de EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN determina que las utilidades serán reinvertidas en la compañía, y la Política de Dividendos indica que no se distribuirán dividendos en el evento de que las obligaciones no se encuentren al día en su pago.

CUADRO 20, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente (Miles USD)	209.941	189.969	224.465	286.045
Pasivo Corriente (Miles USD)	178.584	189.474	156.899	274.862
Razón Circulante (veces)	1,18	1,00	1,43	1,04
Liquidez Inmediata (veces)	1,06	0,90	1,31	0,96

Ítem	oct-22	oct-23
Activo Corriente (Miles USD)	274.492	226.668
Pasivo Corriente (Miles USD)	273.577	195.711
Razón Circulante (veces)	1,00	1,16
Liquidez Inmediata (veces)	0,91	1,06



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

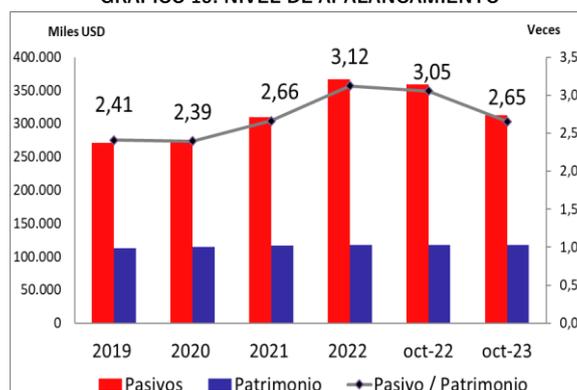
Para diciembre de 2022, el periodo de cobro de cuentas por cobrar a clientes se reflejó en 510 días (407 días a diciembre 2021), lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Por otro lado, el indicador que mide el “Plazo de proveedores” se ubicó en 133 días en 2022 (151 días a diciembre 2021). De esta forma se evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo para pagar a sus proveedores hubo un descalce de 377 días a diciembre de 2022 (256 días a diciembre 2021). En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 61 días en el año 2022 (59 días a diciembre 2021).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 438 días en 2022 (315 días a diciembre 2021). Este comportamiento refleja que la empresa debe recurrir a fuentes distintas para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN financia su operación en una gran parte con recursos de terceros. En dicho contexto el apalancamiento (pasivo total/patrimonio) al 31 de diciembre de 2022 su ubicó en 3,12 veces y 2,65 veces en octubre de 2023.

GRÁFICO 15: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), registró un comportamiento creciente durante el periodo analizado, pasando de 9,13 años en el 2019 a 29,71 años en diciembre de 2022 y 36,52 años en octubre de 2023, rubros que determinan en que tiempo podría cancelar el total de sus obligaciones. El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) por su parte, para diciembre de 2022 se ubicó en 20,07 años (17,66 años en

octubre de 2023), siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo.

Contingente

Al 31 de octubre de 2023, la compañía registra varias operaciones como codeudor en el sistema financiero nacional, monto que representa el 13,43% del total de activos de la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷⁸

Hasta el 05 de noviembre de 2023, el Mercado de Valores autorizó 58 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 32 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 26 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 437,50 millones, valor que representó 43,13% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.014,31 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 37,19%, mientras que las titularizaciones representaron el 19,68%.

⁷⁸ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.897	1.046	5.923	5.377	660	740
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	143.913	128.311	155.376	202.270	219.882	191.953
Provisión cuentas incobrables	(1.851)	(1.851)	(8.124)	(8.124)	(8.078)	(8.068)
Inventarios	20.023	19.341	18.906	24.491	23.115	19.077
Activos mantenidos para la venta	33.229	34.060	35.318	37.629	37.629	-
Otros activos corrientes	11.731	9.062	17.066	12.849	12.836	22.965
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	209.941	189.969	224.465	274.492	286.045	226.668
Propiedad, planta y equipo neto	159.765	176.247	174.101	173.555	172.827	174.031
Inversiones en subsidiarias	10.289	23.523	19.066	19.066	16.271	17.572
Cuentas por cobrar relacionadas	3.643	300	7.402	8.067	7.534	9.190
Otros Activos No Corrientes	472	564	1.039	1.389	1.585	2.806
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	174.169	200.634	201.608	202.077	198.217	203.600
TOTAL ACTIVOS	384.110	390.603	426.073	476.569	484.261	430.268
PASIVOS						
Obligaciones Financieras	103.974	99.839	54.670	151.016	151.947	54.958
Obligaciones Mercado de Valores	821	17.174	37.431	48.385	49.261	38.159
Proveedores	52.449	57.305	48.456	52.890	50.363	41.835
Otros Pasivos Corrientes	21.341	15.157	16.342	21.286	23.292	60.759
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	178.584	189.474	156.899	273.577	274.862	195.711
Obligaciones Financieras	51.750	31.356	103.218	27.030	25.053	37.567
Obligaciones Mercado de Valores	20.844	31.845	36.257	21.344	21.539	20.478
Otros Pasivos No Corrientes	20.278	22.846	13.367	37.080	45.367	58.726
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	92.872	86.047	152.842	85.454	91.959	116.771
Deuda Financiera	177.389	180.213	231.576	247.775	247.800	151.162
Deuda Financiera C/P	104.795	117.012	92.101	199.401	201.208	93.117
Deuda Financiera L/P	72.594	63.201	139.475	48.374	46.592	58.045
TOTAL PASIVOS	271.456	275.521	309.741	359.031	366.822	312.482
PATRIMONIO						
Capital Social	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054	90.054
Reservas	2.631	3.008	3.008	3.125	3.125	3.125
Utilidad neta del ejercicio	3.774	(12.486)	1.168	1.206	1.108	346
Resultados acumulados	16.196	34.506	22.102	23.154	23.154	24.262
TOTAL PATRIMONIO	112.654	115.082	116.332	117.538	117.440	117.786

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
Ingresos	167.749	153.741	139.194	138.787	157.431	92.663
Costo de ventas	129.773	129.191	117.147	119.675	138.531	79.799
MARGEN BRUTO	37.976	24.550	22.047	19.113	18.899	12.864
Total Gastos Operacionales	12.435	13.082	11.360	10.014	11.829	7.226
UTILIDAD OPERACIONAL	25.540	11.469	10.686	9.098	7.071	5.638
Gastos Financieros	22.141	23.334	17.842	11.219	11.287	10.805
Otros ingresos/egresos neto	4.006	410	8.674	4.013	5.953	5.710
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	7.405	(11.456)	1.518	1.892	1.737	543
Participaciones y reserva legal	1.111	0	0	284	0	81
Impuesto a la Renta	2.521	1.030	350	402	629	115
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	3.774	(12.486)	1.168	1.206	1.108	346

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	oct-22	2022	oct-23
Gastos Operacionales / Ingresos	7,41%	8,51%	8,16%	7,22%	7,51%	7,80%
Utilidad Operacional / Ingresos	15,23%	7,46%	7,68%	6,56%	4,49%	6,08%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,25%	-8,12%	0,84%	0,87%	0,70%	0,37%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	676,82%	-91,86%	914,63%	754,14%	638,10%	1628,28%
Utilidad / capital permanente	1,40%	-4,57%	0,36%	0,42%	0,32%	0,17%
Utilidad Operativa / capital permanente	9,46%	4,20%	3,29%	3,20%	2,07%	2,77%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	106,16%	-3,28%	742,43%	332,62%	537,25%	1649,23%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	586,74%	-186,89%	1527,12%	929,90%	1018,60%	3120,65%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	3,35%	-10,85%	1,00%	1,03%	0,94%	0,29%
Rentabilidad sobre Activos	0,98%	-3,20%	0,27%	0,25%	0,23%	0,08%
Utilidad operacional / activos operacionales	7,86%	3,55%	3,09%	2,75%	1,73%	1,79%
Resultados operativos medidos / activos totales	6,65%	2,94%	2,51%	2,29%	1,46%	1,57%
Liquidez						
Razón Corriente	1,18	1,00	1,43	1,00	1,04	1,16
Liquidez Inmediata	1,06	0,90	1,31	0,91	0,96	1,06
Capital de Trabajo	31.357	495	67.567	916	11.182	30.957
Capital de Trabajo / Activos Totales	8,16%	0,13%	15,86%	0,19%	2,31%	7,19%
Cobertura						
EBITDA	29.741	15.619	15.958	13.867	12.346	10.079
EBITDA anualizado	29.741	15.619	15.958	16.640	12.346	8.558
Ingresos	167.749	153.741	139.194	138.787	157.431	92.663
Gastos Financieros	22.141	23.334	17.842	11.219	11.287	10.805
EBITDA / Ingresos	17,73%	10,16%	11,46%	9,99%	7,84%	10,88%
EBITDA/Gastos Financieros	1,34	0,67	0,89	1,24	1,09	0,93
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,14	0,06	0,05	0,04	0,03	0,04
EBITDA / Deuda total	0,17	0,09	0,07	0,07	0,05	0,06
Flujo libre de caja / deuda total	0,02	0,01	0,03	0,02	0,00	0,00
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	21,18	3,67	6,11	4,28	3,09	1,59
Gastos de Capital / Depreciación	0,41	1,04	0,55	0,82	0,76	1,21
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,41	2,39	2,66	3,05	3,12	2,65
Activo Total / Capital Social	4,27	4,34	4,73	5,29	5,38	4,78
Pasivo Total / Capital Social	3,01	3,06	3,44	3,99	4,07	3,47
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	5,96	11,54	14,51	14,89	20,07	17,66
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	9,13	17,64	19,41	21,58	29,71	36,52
Deuda Financiera / Pasivo	65,35%	65,41%	74,76%	69,01%	67,55%	48,37%
Deuda Financiera / Patrimonio	157,46%	156,60%	199,07%	210,80%	211,00%	128,34%
Pasivo Total / Activo Total	70,67%	70,54%	72,70%	75,34%	75,75%	72,62%
Capital Social / Activo Total	23,44%	23,05%	21,14%	18,90%	18,60%	20,93%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	59,08%	64,93%	39,77%	80,48%	81,20%	61,60%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	29,33%	29,46%	27,30%	24,66%	24,25%	27,38%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	313	305	407	443	510	630
Duración de Existencias (días)	56	55	59	62	61	73
Plazo de Proveedores	148	162	151	134	133	159

Fuente: EMPACADORA GRUPO GRANMAR S.A. EMPAGRAN/ Elaboración: Class International Rating