

**CALIFICACIÓN:**

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Revisión
Metodología de Calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	abril 2023

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA (-)	oct-2022	GlobalRatings
AAA (-)	abr-2023	GlobalRatings

**CONTACTO**

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

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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Primera Emisión de Obligaciones de FEEDPRO S.A. en comité No. 258-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 16 de octubre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto de 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-9050 del 27 de diciembre de 2022 por un monto de hasta USD 2.500.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector acuícola creció 11,8% en 2022, impulsado por sus exportaciones, especialmente del camarón. Este sector muestra un desempeño muy superior al promedio de la economía nacional que se expandió en 2,9% en el mismo año. El sector acuícola es una de las industrias con mayor importancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado, posicionando al Ecuador como el primer país productor y exportador de camarón. Las predicciones del sector acuícola para 2023 son más conservadoras y apuntan a una mayor estabilidad, con un crecimiento de 2,7%, que podría variar según un mayor dinamismo mediante las exportaciones a los principales países destino, especialmente China. Crecimientos que permitirían que FEEDPRO S.A. incremente su participación en el mercado de producción de harina de pescado para la alimentación de camarones y similares.
- FEEDPRO S.A. está relacionada con el grupo familiar, conocido como Adilisa Holding, que posee varias empresas en el mercado ecuatoriano, siendo la empresa más representativa ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA. Es importante destacar, que la experiencia empresarial de las personas naturales que dirigen la compañía es amplia, como lo demuestran la gestión previa en diversas empresas del grupo. En el caso puntual de FEEDPRO S.A., la estructura organizacional y su gestión funcional evidencian una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como un participante preponderante en su sector y asegurar la sostenibilidad y buen manejo de las operaciones. La compañía ha alcanzado importancia a nivel regional gracias a la innovación en fabricación de productos con el uso de recursos tecnológicos que le han permitido alcanzar los más altos estándares de calidad.
- La compañía presentó una tendencia creciente en las ventas entre 2020 y 2022, efecto de una normalización en las actividades a nivel nacional y por los esfuerzos realizados para penetrar en el mercado nacional y aumentar las exportaciones. La utilidad neta durante el período se ha mantenido siempre en valores positivos, adicionalmente el EBITDA creciente cubrió los gastos financieros en 4,38 veces en 2022. FEEDPRO S.A. ha fortalecido su estructura patrimonial mediante un aumento de capital social llevado a cabo en octubre de 2022, a través de la capitalización de resultados acumulados, en conjunto con un aporte a futuras capitalizaciones. Estos incrementos han permitido a la empresa reducir el nivel de apalancamiento en comparación con el año anterior.
- FEEDPRO S.A. ha mantenido una estrategia financiera consistente y sostenible durante los últimos años, lo que se refleja en los flujos operacionales positivos generados en 2021 y 2022. La empresa ha logrado mejorar sus condiciones con proveedores y ha optimizado su gestión de pagos, lo que le ha permitido financiar proyectos de inversión en CAPEX alineado a la estrategia de expansión, implementando nuevas líneas de negocio. Adicionalmente, una estructura de financiamiento creciente por medio de créditos con instituciones financieras ha permitido mantener altos niveles de efectivo los que serían utilizados en el crecimiento proyectado fundamentalmente en inventarios y cuentas por cobrar en los años siguientes.
- La compañía ha cumplido con las obligaciones de la presente Emisión de Obligaciones, de acuerdo con lo estipulado en la Ley sobre garantía general y todos los resguardos correspondientes. Además, mantiene una garantía específica consistente en una Fianza Solidaria otorgada por la compañía DIMOLFÍN S.A por un valor equivalente a 102% del monto de la emisión a la fecha de corte. Con la finalidad de asegurar el flujo para el pago próximo cuenta con un Resguardo Adicional, en el que el Emisor ha constituido un fondo equivalente a una cuota de capital e intereses en Fondos Vanguardia.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

FEEDPRO S.A. obtiene sus ingresos de la comercialización de productos destinados a la alimentación animal y del sector agrícola, los cuales son producidos y distribuidos por la empresa. Durante el periodo, se ha registrado un aumento en las ventas de la compañía, pasando de USD 9,82 millones en 2020 a USD 13,66 millones en 2022, lo que representa un incremento de 39,08% por un aumento de ventas nacionales, cabe destacar que las ventas se realizan al por mayor tanto a nivel local como en el exterior. En agosto de 2023 se presentó un incremento por mayores ventas nacionales en harina de pescado – baja, situándose en USD 8,62 millones, lo que representó un aumento de 14,80% en comparación con el mismo mes del año anterior, cuando las ventas alcanzaron USD 8,70 millones.

FEEDPRO S.A. tiene como principal actividad económica la comercialización de harina de pescado con bajo porcentaje que a agosto de 2023 representó 38,45% del total de las ventas. Esta harina es obtenida a partir de pescados pelágicos enteros y *scrap* de cortes de enlatados, los cuales no son aptos para el consumo humano, siendo una fuente proteica que es esencial en la formulación de dietas animales debido a su aporte en aminoácidos y grasas enriquecidas con Omega 3 y 6.

Es importante destacar que el costo de la empresa se encuentra compuesto principalmente por la materia prima necesaria para la producción por lo que las fluctuaciones de este rubro se encuentran asociadas a comportamiento de los precios de la materia prima. Durante los años 2020 y 2021, el costo de ventas de la empresa FEEDPRO S.A. presentó un incremento marginal en la participación sobre las ventas de un punto porcentual aproximadamente pasando de 89% a 90%. En el año 2022, el costo de venta disminuye su participación a 87,54% del total de las ventas. Para agosto de 2023, el costo de ventas mantuvo una participación del 83,74%, lo que representa un incremento en comparación con agosto de 2022 (80,77%).

Los gastos operacionales están principalmente conformados por sueldos, demás remuneraciones y mantenimiento de las embarcaciones necesarias para la recolección de productos. En el año 2020, el valor de los gastos administrativos fue de USD 298 mil, lo que representó 38,08% del total de gastos operacionales, que alcanzaron USD 783 mil (7,97% de las ventas). En 2021, aumentaron un 13,92% (USD 108 mil) representando 7,32% de las ventas, principalmente debido al aumento en el gasto de mantenimiento y reparaciones. Para el año 2022, los gastos incrementaron un 36,12%, y a su vez representaron 8,88% de las ventas debido al incremento en el volumen de ventas experimentado ese año. Para agosto de 2023, el gasto operacional se comportó de manera similar al período anterior, representando 9,33% del total de las ventas.

FEEDPRO S.A. durante los últimos tres años ha mantenido activos por USD 3,56 millones en 2020, USD 4,54 millones en 2021 y finalmente cerrando el año 2022 con USD 4,42 millones se observó una disminución de 2,68% para este último año, lo que se debe principalmente a una disminución en los inventarios y mercancías en tránsito. Para agosto de 2023 el total de los activos contabilizó USD 6,82 millones lo que significó un incremento de 42,32% en relación con agosto de 2022 debido al incremento de cuentas por cobrar no relacionadas y propiedad planta y equipo producto propio del giro de negocio.

En 2020 el activo corriente fue 72,09% del total de activos lo que disminuyó a 52,84% en 2021, debido al incremento de USD 852 mil en propiedad, planta y equipo. Para 2022 la concentración fue de 43,38% y 58,92% a agosto 2023.

Entre 2020 – 2021, las cuentas por cobrar no relacionadas de corto plazo experimentaron un decrecimiento del 77%, lo que se debe a una disminución en las ventas a crédito durante ese periodo. Estas cuentas por cobrar corresponden a clientes locales y representaron valores por cobrar por la producción, distribución y comercialización de productos para la alimentación animal y productos del sector agrícola. Para 2022 se recuperaron alcanzando USD 420 mil. Para agosto de 2023 se presentó un aumento en las cuentas por cobrar comerciales llegando hasta los USD 1,45 millones, siendo esto un comportamiento atípico que se derivó por el incumplimiento de pago de un cliente puntual, proceso que fue regularizado en el siguiente mes.

En lo que se refiere a inventarios, estos están compuestos de materias primas, productos terminados e importaciones en tránsito. En 2021 representaron 32,61% del total de activos, alcanzando un valor de USD 1,48 millones, un aumento de 116,97% en comparación con el año anterior. Este aumento está relacionado

con el crecimiento en las ventas y la necesidad de mantener un suministro constante de productos listos para la exportación o venta local, como harina o aceite de pescado y otros insumos. A diciembre 2022 representó 7,30% del activo total. Para agosto de 2023, los inventarios de FEEDPRO S.A. ascendieron a USD 1,19 millones, lo que representó una disminución de 13,93% en comparación con el mismo mes del año anterior.

En el período comprendido entre 2020 y 2022, la compañía ha presentado una alta concentración de sus pasivos en el corto plazo, en promedio 96%. En 2022 principalmente está compuesto por obligaciones con instituciones financieras (49,49%) y cuentas y documentos por pagar comerciales de corto plazo (32,31%). Para agosto de 2023, la estructura del pasivo cambió con una mayor participación en el pasivo no corriente lo que alivió los flujos de la empresa, esto se dio debido a la aprobación y posterior colocación de la Primera Emisión de Obligaciones cuyo destino de los recursos fue para sustitución de pasivos financieros y capital de trabajo.

Las cuentas por pagar no relacionadas de FEEDPRO S.A. corresponden principalmente a proveedores nacionales y del exterior, por la adquisición de materia prima y otros servicios. Para diciembre de 2020 este rubro representó el 23,78% del pasivo total contabilizando USD 672 mil, para el siguiente año incremento en 61% representando el 28,97% de los pasivos totales. El comportamiento continuo creciente cuando al cierre de 2022 incremento en 2% representando el 32,31% de las ventas con un monto de USD 1,11 millones

El patrimonio de FEEDPRO S.A. se ha conformado principalmente por capital social y resultados acumulados, representando en promedio 72,83% del patrimonio entre los años 2020 y 2022, y disminuyendo a 55,37% del patrimonio en agosto de 2023. El patrimonio pasó de USD 734 mil en 2020 a USD 997 mil en 2022, debido al incremento en el capital social realizado en este último año por medio de la capitalización de utilidades acumuladas, además mantienen un nuevo aporte para futuras capitalizaciones por USD 250 mil.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	AGOSTO 2022	AGOSTO 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	9.823	12.178	13.661	16.393	17.213	18.073	8.704	9.992
Utilidad operativa (miles USD)	336	330	489	656	689	723	938	693
Utilidad neta (miles USD)	123	75	157	213	229	254	796	382
EBITDA (miles USD)	373	383	564	738	775	813	985	747
Deuda neta (miles USD)	1.373	1.445	1.171	2.568	2.461	2.337	1.368	3.956
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(266)	1.130	448	(980)	241	266	-	(2.645)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.320	695	(459)	525	551	578	877	1.807
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	1.125	1.636	995	1.474	948	1.335	1.516	2.012
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,33	0,23	0,57	0,50	0,82	0,61	0,65	0,37
Capital de trabajo (miles USD)	(189)	(1.265)	(1.240)	482	307	154	(51)	1.248
ROE	16,77%	9,24%	15,78%	17,85%	16,18%	15,33%	74,00%	37,24%
Apalancamiento	3,85	4,61	3,43	3,88	3,32	2,77	1,97	3,43

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 e internos agosto 2022 y 2023

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

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

Tomando en cuenta que el 2022 fue un año en el que la empresa obtuvo resultados superiores a valores previos de la pandemia y analizando los valores reales obtenidos hasta agosto de 2023, se prevé que las ventas cerrarían el 2023 con un monto de USD 16,39 millones, evidenciando un crecimiento de 20%, en los años posteriores se estima un crecimiento de 5% anual.

La participación del costo de ventas ha sido de 89% sobre las ventas durante los últimos tres años y ha fluctuado en relación con el comportamiento del precio de la materia prima, por lo que se proyecta para el cierre de año un costo de ventas de 87% levemente inferior al reportado en diciembre de 2022 (88%).

Por otro lado, los gastos operativos se proyectan en función del comportamiento de las ventas y de la evolución de la estructura durante el periodo analizado. La representatividad de este rubro sobre las ventas

se proyecta similar a la mantenida durante el periodo analizado, alcanzando para el cierre de 2023 un 9% de las ventas y se espera que esta se mantenga hasta el año 2025.

En el Estado de Situación Financiera se prevé para el cierre de 2023 un incremento en las cuentas por cobrar debido al aumento de las ventas a crédito a clientes nacionales e internacionales en comparación con el año anterior. Se espera que los días de cartera alcancen los 15 días desde 2023 hasta 2025, los que se presentarían inferiores a los días de pago proyectados (24 días) aspecto que beneficiaría a los flujos de la empresa.

En cuanto a los inventarios, la proyección analiza en su conjunto el valor del inventario, monto que a diciembre de 2022 tenía un valor de USD 226 mil. En línea con el crecimiento en ventas y alineado a la estrategia de la empresa de mantener un stock mínimo de 20TM en la bodega de Guayaquil para de esta forma mejorar la logística de los clientes de bajo volumen, con lo mencionado, el inventario alcanzaría USD 792 mil al cierre de 2023, manteniéndose alrededor de 20 días de inventario.

Se estima que los resultados proyectados para los años 2023 y 2024 permitirán fortalecer el patrimonio de la empresa, lo que disminuiría levemente la dependencia de endeudamiento con terceros. Con ello, el patrimonio evidencia una tendencia creciente durante el periodo proyectado, contabilizando USD 1,20 millones en diciembre 2023 y con los resultados alcanzados generaría un ROE de un 17,85%.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones que mantiene FEEDPRO S.A.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores lo que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía mantiene contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas lo que ayuda a reducir este riesgo.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente cuentas por cobrar a clientes, inventarios y propiedad planta y equipos. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, clima, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con Hispana de Seguros S.A y Zurich Seguros Ecuador S.A.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene.
- Los inventarios son 17,45% de los activos, por lo cual existe el riesgo de que estos sufran daños por mal manejo o almacenamiento. La compañía cuenta con un almacén tecnificado que permite mantener con un alto nivel de control, lo que reduce el riesgo de pérdida de inventarios por daño o deterioro en el producto.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene FEEDPRO S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 424 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 6,21% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión no es representativo si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no existiría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Sin embargo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza.

## INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A B	2.500.000	1.800 2.520	9,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo vigente (agosto 2023)	A: USD 141.161 B: USD 2.175.853					
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía específica	Fianza solidaria otorgada por la compañía DIMOLFIN S.A. la misma servirá para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía, producto de la emisión de obligaciones.					
Destino de los recursos	10% para la sustitución de pasivos con instituciones financieras privadas locales y el 90% restante, para financiar el capital de trabajo de la empresa: adquisición, compra y financiamiento de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a proveedores y pagos a personas no vinculadas					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras exista obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de los activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a (1,25)</li> </ul>					
Resguardo adicional	FEEDPRO S.A. constituirá un fondo equivalente a una cuota de capital e intereses en un fondo de inversión que será constituido en alguna de las administradoras del país, cedida a favor de Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. en su calidad de Representante de Obligacionistas. FEEDPRO S.A. se compromete a reponer el valor del mismo, el cual se mantendrá disponible durante la vigencia de toda la Emisión de Obligaciones.					
Límite de endeudamiento	Se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectados al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones de FEEDPRO S.A. que ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
Presidente Ejecutivo