

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	julio 2023

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA (+)	jul-2022	GlobalRatings
AA (+)	ene-2023	GlobalRatings
AA (+)	jul-2023	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para la Segunda Emisión de Obligaciones de REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA en comité No.006-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 22 de enero de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha noviembre 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 15 de agosto de 2022 mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00005919 por un monto de hasta USD 1.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector agroindustrial posee gran importancia para la economía ecuatoriana, ya que contribuye significativamente al PIB, además de generar empleos de forma directa e indirecta. En 2022, el PIB de algunos de los subsectores relacionados con la agroindustria decrecieron como consecuencia del aumento en el precio de los fertilizantes y el paro de junio de 2022. Sin embargo, las ventas netas locales crecieron 10,49% en 2022, mientras que las exportaciones tuvieron un aumento de 5,18% durante el primer trimestre de 2023. El tratado comercial con China podría ayudar a potenciar el sector en 2024.
- REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA es una compañía ecuatoriana con más de 10 años de experiencia y trayectoria en el mercado agroindustrial. Sus fortalezas y el mercado al que atiende le han permitido mantener sus canales de venta y buscar oportunidades de expansión. Además, por tratarse de productos que pueden considerarse de primera necesidad, los niveles de venta no son afectados de forma significativa por los ciclos económicos. En los últimos años la compañía ha buscado expandir su línea de venta de aves que se ha consolidado como su principal producto.
- La compañía se encuentra administrada a través de un equipo gerencial que mantiene reuniones periódicas junto con la Junta Directiva, en las que se analizan presupuestos e indicadores de gestión que permiten mantener la empresa con metas claras y consistentes. No cuenta con un Directorio formalizado ni tiene prácticas de gobierno corporativo.
- REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA generó flujos en actividades operativas positivos en 2020 y 2021, producto de utilidades y gastos que no generan usos de fondos, lo que permitió financiar incrementos en activos biológicos y disminuir la deuda con costo. En 2022, incrementos en inventarios, anticipos a proveedores y aumentos en disponibilidades de caja tuvieron por efecto una generación de flujos negativa en actividades operativas. A ello, debe agregarse inversiones en activos fijos básicamente construcciones en curso lo que creó flujos negativos. Como contraparte, hubo un flujo positivo en actividades de financiamiento lo que se vio reflejado en un aumento en deuda con costo que llegó a USD 3,2 millones a diciembre 2022 frente a USD 1,3 millones a diciembre 2021 lo que además permitió cubrir una disminución en la deuda por pagar a accionistas de USD 630 miles. Una nueva disminución en la deuda por pagar a accionistas por USD 657 miles y un incremento en construcciones de USD 595 miles fue financiado con deuda con costo que aumentó USD 1,2 millones a noviembre 2023 y alcanzó USD 4,3 millones. Con ello, el apalancamiento llegó a 3,66 a esa fecha, valor que se proyecta mantener en ese rango con una deuda neta que tendría un descenso menor en los próximos periodos.
- Los resguardos que respaldan la Emisión se han cumplido, al igual que el límite de endeudamiento. Los pagos de capital y de interés de la Segunda Emisión de Obligaciones están planificados en un período de 7 años cupones trimestrales, y la proyección indica que la compañía estaría en condiciones de cumplir con sus obligaciones en los próximos ejercicios.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen principalmente de 2 líneas de negocio dentro del sector alimenticio, la venta de aves con 99% (tanto para Pollos BB como de otras aves), y venta de huevos con menos de 1% de participación. Durante el periodo 2020- 2022, las ventas presentaron una tendencia creciente, al pasar de USD 2,87 millones a USD 3,16 millones. Esto representó un alza de 10,11% durante el periodo analizado. El incremento más pronunciado fue en 2021, donde los ingresos por actividades ordinarias incrementaron 9,25% frente a 2020 producto de la normalización de la emergencia sanitaria, (en 2022, incrementaron 0,79% frente a 2021).

El costo de ventas presentó una tendencia variante en el periodo 2020 a 2022. El principal componente corresponde al costo de la materia prima y materiales utilizados seguido por los costos de la mano de obra directa. Los gastos operacionales presentaron una estructura operativa creciente entre 2020 y 2022, pasando de representar 15,73% de las ventas en 2020 a 17,94% en 2022. Estos cambios obedecen principalmente a mayores gastos por concepto de depreciación, sueldos, y salarios, honorarios profesionales, movilización, mantenimiento, entre otros, coherente con el incremento en el nivel de ventas de cada año. Históricamente, los gastos de administración han sido mayores a los gastos de venta, representado 89% de los gastos operativos en cada año.

La utilidad operativa presentó un alza entre 2020 y 2021, pasando de USD 411 mil a USD 450 mil. Este valor respecto a ventas se mantuvo constante en esos dos años, representando 14,3% de las ventas en 2020 y 2021. Sin embargo, a pesar del aumento en ventas y otros ingresos operativos en 2022, el incremento de los costos de ventas y gastos operativos causaron que la utilidad operativa disminuya 40% a un valor de USD 270 mil; cifra que representó 8,52% de las ventas.

En noviembre 2022 los gastos financieros alcanzaron USD 193 mil, valor que contrasta con USD 352 mil en noviembre de 2023. Este incremento de 81,94% en los gastos financieros responde directamente a al financiamiento de la compañía en 2023 lo que incluye la aprobación, colocación y amortización de la Segunda Emisión de Obligaciones y colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones.

La utilidad neta del periodo es coherente con la fluctuación de la utilidad operativa, y fue creciente entre 2020 y 2021, cuando totalizó USD 194 mil, valor 14% mayor al de 2020. Coherente con la caída en los márgenes de 2022, la utilidad de este último año disminuyó 89%, con un total de USD 22 mil. El ROE de la empresa pasó de 14% en 2020 a 1% en 2022 y el ROA ha seguido la misma tendencia al pasar de 3% a 0,34%.

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el activo se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a la maquinaria, equipos e instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, las cuentas por cobrar (tanto comerciales como relacionadas), y los inventarios (incluidos los biológicos), que corresponden a animales vivos en producción y animales vivos en crecimiento y responden a la estrategia de producción de la compañía. Al 30 de noviembre de 2023, un 84,82% del activo total se condensó en estos tres rubros.

Durante el periodo analizado el activo estuvo concentrado principalmente en el largo plazo, la participación del activo no corriente sobre el activo total se mantuvo alrededor de 65% en 2020 y 2021, producto de la alta inversión en activos fijos que ha mantenido la compañía. En 2022 la participación bajó a 55%, principalmente por el aumento de los inventarios en la porción corriente. Este comportamiento se mantuvo para noviembre de 2023, cuando el activo totalizó USD 6,98 millones, de los cuales 59% fueron activos no corrientes. Con estos antecedentes, el índice de liquidez fue fluctuante, pero siempre superior a la unidad en todo el período analizado. En 2020 el índice fue de 1,69 y pasó a 1,53 en 2021 y 1,91 en 2022. En el período interanual, se registra un índice de 1,63 frente a 3,17 del periodo anterior. El capital de trabajo ha sido siempre positivo en el período, y llegó a su máximo en 2022 con un valor de USD 1,37 millones.

REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA generó flujos en actividades operativas positivos en 2020 y 2021 del orden de USD 320 mil, producto de utilidades y gastos que no generan usos de fondos, fundamentalmente depreciaciones, lo que permitió financiar incrementos en activos biológicos y disminuir la deuda con costo. En 2022, incrementos en inventarios, anticipos a proveedores y aumentos en disponibilidades de caja tuvieron por efecto una generación de flujos negativa en actividades operativas. A ello, debe agregarse inversiones en activos fijos incluyendo construcciones en curso lo que creó flujos negativos en inversiones. Como contraparte, hubo un flujo positivo en actividades de financiamiento lo que se vio reflejado en un aumento en deuda con costo que llegó a USD 3,2 millones a diciembre 2022 frente a USD 1,3 millones a diciembre 2021 lo que además permitió cubrir una disminución en la deuda por pagar a

accionistas de USD 630 miles. Una nueva disminución en la deuda por pagar a accionistas por USD 657 miles y un incremento en construcciones de USD 595 miles fue financiado con deuda con costo que alcanzó USD 4,3 millones a noviembre 2023.

La compañía incursionó en el Mercado de Valores en el año 2018 con su Primera Emisión de Obligaciones aprobada el 3 de diciembre de 2018 por un monto de USD 1 millón. La Emisión de Obligaciones representó una alternativa para reestructurar la deuda financiera de corto plazo a un costo más bajo. Así mismo, en 2022 se aprobó y colocó por USD 1 millón la Segunda Emisión de Obligaciones, explicando el aumento de obligaciones emitidas a largo plazo que se observa en ese año y nuevamente llevando a la deuda con costo a concentrarse en el largo plazo. Esta emisión tuvo como destino financiar el capital de trabajo de la empresa como la adquisición, compra y financiamiento de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a proveedores y pagos a personas y empresas no vinculadas.

Las cuentas por pagar a accionistas a largo plazo constituyen el tercer pasivo más representativo a noviembre de 2023 (por detrás de las obligaciones con entidades financieras a corto plazo y mercado de valores), con una participación de 11,24% dentro del pasivo total. A pesar de esto, desde 2020 se evidencia un comportamiento decreciente de esta cuenta, pasando de USD 2 millones en 2020 a USD 616 mil en noviembre 2023. El concepto de pago de esta cuenta es por dividendos.

Por su parte, el patrimonio se ha visto fortalecido durante el periodo analizado por los constantes aumentos de ganancias acumuladas. El capital social suscrito se mantiene en USD 500 mil. El patrimonio de la compañía se mantuvo financiando 24% de los activos desde 2020 hasta noviembre de 2023. El total de patrimonio a noviembre de 2023 suma USD 1,50 millones.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	NOVIEMBRE 2022	NOVIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
	Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	2.873	3.139	3.164	3.796	4.176	4.594	3.114
Utilidad operativa (miles USD)	411	450	270	419	484	560	209	366
Utilidad neta (miles USD)	170	194	22	19	21	75	15	14
EBITDA (miles USD)	554	605	433	632	696	773	354	538
Deuda neta (miles USD)	1.472	1.293	2.807	4.229	4.196	4.089	2.465	4.327
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	277	363	(285)	51	85	135	(446)	(65)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	795	1.051	1.532	1.597	1.705	1.821	1.417	1.576
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	537	873	743	1.543	1.901	1.726	619	1.553
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,03	0,69	0,58	0,41	0,37	0,45	0,57	0,35
Capital de trabajo (miles USD)	753	621	1.370	896	1.266	1.525	1.899	1.098
ROE	13,54%	13,42%	1,45%	1,25%	1,38%	4,66%	1,13%	1,00%
Apalancamiento	3,18	2,51	3,24	3,61	3,58	3,35	3,19	3,66

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 e Internos noviembre 2022 y 2023

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

En un escenario conservador, para 2023 se proyecta un incremento de ventas de 20% respecto de 2022, pasando a 10% en 2024 y 2025. Los incrementos mayores en 2023 y 2024 están sustentados en nuevas adecuaciones y mejoras que la empresa tiene en planes para poder expandir la producción.

El costo de ventas se proyecta con una participación sobre ventas de 82% en 2023, manteniendo un comportamiento similar a lo observado en 2022 y en el periodo interanual. Para 2024 y 2025 se estima que se mantenga a un 82%. Los gastos de ventas fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas (2% de éstas) y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos de administración mantendrán la tendencia creciente del periodo interanual hacia un valor cercano a 455 mil, e incrementarían 1% de 2024 en adelante. Los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incremente en 2023 al igual que las ventas, manteniendo proporciones similares a los de 2022 y años anteriores, sin que se estime un deterioro mayor al histórico. El crecimiento viene impulsado por las cuentas por cobrar relacionadas. En 2023, se cerraría el año con 12 días de cartera, al igual que en años siguientes, valores siempre menores a los de los días de pago. En el caso de las cuentas por cobrar a relacionadas se estiman 65 días de cobro. Es poco probable que los clientes que mantiene la empresa mayoritariamente relacionados presenten riesgos.

Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con una deuda neta que se mantendría decreciente en los años siguientes, en relación con las estrategias que adopte la empresa y a la paulatina

amortización de las obligaciones contraídas tanto con el Mercado de Valores como con instituciones financieras. Cabe destacar que se toma en cuenta la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones en 2023 por un monto de USD 1 millón, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 28 de junio de 2023.

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

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tendría la capacidad de generar flujos suficientes para cumplir con sus obligaciones de acuerdo con las proyecciones y las condiciones del mercado.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que sería beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo es volátil por su propia naturaleza y constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, al establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la estabilidad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son: efectivo y equivalentes, cuentas y documentos por cobrar no relacionadas, otras cuentas por cobrar, inventarios, activos por impuestos corrientes y propiedad, planta y equipos. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

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

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene REPRODUCTORAS DEL ECUADOR S.A. REPROECSA se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 737 mil a noviembre de 2023, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 10,56% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no se generaría ningún efecto negativo en los flujos de la empresa. No obstante, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Saldo vigente (noviembre 2023)	B	1.000.000	2.520 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	N/A					
Pago de capital	El capital se pagará en 28 cupones amortizados de la siguiente manera: del primer al cuarto cupón se pagará 1.25% de capital de cada cupón, del quinto al vigésimo séptimo cupón se pagará 3.95% de capital de cada cupón, y el vigésimo octavo cupón pagará 4.15% de capital.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar el capital de trabajo de la empresa: adquisición, compra y financiamiento de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a proveedores y pagos a personas y empresas no vinculadas					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinticinco (1.25). ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa. 					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

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

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo