

**INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

**SEXTO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL – SEMVRA-VECONSA S.A.**

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 264/2023, del 31 de octubre de 2023

Financiera cortada al 31 de agosto de 2023

Analista: Econ. Domenica Jacho

[domenica.jacho@classrating.ec](mailto:domenica.jacho@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**SEMVRA-VECONSA S.A.** es una empresa que se constituyó en el 1995, cuya actividad es el procesamiento y comercialización principalmente en el exterior de toda clase de productos congelados y sin procesar, ya sean alimenticios, frutas, hortalizas y vegetales.

**Primera Revisión**

**Resolución SCVS-INMV-DNAR-2023-00039901, emitida el 13 de junio de 2023**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 264/2023, del 31 de octubre de 2023 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** al Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., por un monto de hasta quince millones de dólares (USD 15.000.000,00).

**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 en el Libro II, Mercado de Valores, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, publicada en el Registro Oficial, Edición Especial No. 44, de 24 de julio de 2017, 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 Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., se fundamenta en:

**Sobre el Emisor:**

- La principal materia prima que usa la empresa se deriva de productos agrícolas, especialmente el plátano (proveedores del sector del Carmen) y el gandul (proveedores del sector de Pedro Carbo y Ventanas).
- Su producción se enfoca en las necesidades de cada uno de sus clientes, y para esto les brinda una amplia diversidad de presentaciones, diseños, empaques, además del servicio de marca propia para los clientes que deseen productos terminados y tengan la posibilidad de trabajar con su propia marca.
- El equipo de SEMVRA-VECONSA S.A., cuenta con amplio conocimiento y experiencia en el sector donde la compañía desarrolla sus actividades, siendo esta una ventaja competitiva para la continuidad de su negocio.

- SEMVRA-VECONSA S.A. a través de sus estatutos, establece los deberes y funciones de las distintas autoridades de la empresa, determinando parámetros para la administración y fiscalización de la compañía, así como atribuciones de la Junta General, Presidente Ejecutivo y Gerente General.
- La empresa opera con un sistema de seguridad alimentaria, el mismo que garantiza la calidad y la inocuidad de sus productos. SEMVRA-VECONSA S.A. aplica a sus operaciones, normas de tipo BPM y la certificación FSSC22000:2010 que se enfoca dentro de la Iniciativa Global de Seguridad de Alimentos.
- Para diciembre de 2022, los ingresos continúan creciendo, hasta registrar USD 82,23 millones (+31,62% frente a 2021), dicho resultado obedece a que en ese año se consolidó la operación de la línea de Banano en SEMVRA-VECONSA S.A., por tal motivo se evidencia un crecimiento significativo del volumen de producción en esa línea. Para los periodos interanuales, los ingresos crecieron de USD 44,90 millones en agosto de 2022 a USD 47,62 millones en agosto 2023, existió una variación interanual de +6,06% que obedece a que SEMVRA-VECONSA S.A. tiene un proceso estacional, propio de su giro de negocio y además, a la estabilización de uno de los proyectos más importantes de la empresa, mismo que se encuentra enfocado en el crecimiento del volumen de la producción de la línea de Banano, este producto fue capaz de generar USD 2,00 millones más de ventas que en el periodo anterior.
- Según el informe de los auditores externos, a diciembre de 2022 los ingresos de la compañía provienen principalmente de terceros con el 82,13% de las ventas totales, la diferencia (17,87%) corresponde a partes relacionadas.
- Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, lo que originó a lo largo de todo el periodo analizado resultados operativos positivos. La utilidad operativa pasó de representar el 4,33% de los ingresos en 2020 a 2,17% en 2021 y 1,96% en diciembre de 2022. En los cortes interanuales el margen operativo pasó de 1,98% de los ingresos en agosto de 2022 a 0,66% en agosto de 2023 afectado por el incremento del costo de ventas principalmente.
- Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos e impuestos, la Compañía estuvo en la capacidad de generar un margen neto en cada uno de los periodos anuales analizados, no obstante, decreció de 1,19% de los ingresos en 2020 a 1,91% en 2021 y 1,02% en diciembre de 2022. Para los cortes interanuales, la compañía registró pérdidas antes de impuestos, mismas que significaron un -1,85% de los ingresos en agosto de 2022 y -5,61% en agosto de 2023, pues su margen operacional no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros.
- A partir del año 2020, el EBITDA (acumulado) de la compañía mostró un comportamiento decreciente, no obstante, se evidenció una cobertura aceptable sobre sus gastos financieros (excepto en agosto de 2023), lo que demuestra que la generación de recursos propios es adecuada para su normal desenvolvimiento.
- El activo total de SEMVRA-VECONSA S.A. presentó un comportamiento decreciente a partir del año 2021, desde USD 106,54 millones en ese año a USD 98,40 millones en diciembre de 2022 y USD 105,23 millones en agosto de 2023, en este último corte existió una variación de +6,93% determinada por efectivo y equivalentes de efectivo principalmente. De acuerdo lo indicado por la Administración de la Compañía, los movimientos responden al proceso estacional propio del negocio enfoca su primer semestre en la producción y comercialización de plátano y banano congelado y en el segundo semestre la zafra de Gandul.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de 77,03% en 2021 a 74,89% en diciembre de 2022 y 79,04% en agosto de 2023, comportamiento que obedece a las fluctuaciones observadas en la deuda con costo principalmente. Por otro lado, se debe destacar que, a partir del año 2022, dentro de su estructura, prevalece el pasivo no corriente, como efecto de mayor deuda con costo de largo plazo.
- La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Sistema Financiero, el mercado de Valores; y pasivo por arrendamiento; al 31 de agosto de 2023 ascendió a USD 68,15 millones (64,76% frente al activo), recursos destinados en su mayoría para financiar capital de trabajo.
- El patrimonio registró un comportamiento variable, con ascensos y descensos alternados año con año, es así que pasó de USD 26,27 millones en 2020 a USD 24,47 millones en 2021, USD 24,71 millones en diciembre de 2022 y USD 22,05 millones en agosto de 2023. Las variaciones obedecen principalmente a los cambios en utilidad neta del ejercicio, y resultados acumulados. Por su parte, la participación del patrimonio en el financiamiento de los activos varió de un 22,97% en 2021, 25,11% en diciembre de 2022 y 20,96% en agosto de 2023, lo que implica un alto apalancamiento con recursos de terceros.
- El indicador de liquidez (razón corriente) se ubicó por encima de la unidad durante los periodos analizados, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo, además evidencia la inexistencia de recursos ociosos.

- El apalancamiento de la compañía se ubicó en 2,98 veces en diciembre de 2022 y 3,77 veces en agosto de 2023. Su comportamiento superior a la unidad, evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 23 de marzo de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal Accionistas de SEMVRA-VECONSA S.A., misma que resolvió autorizar por unanimidad el Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., por la suma de hasta USD 15,00 millones.
- SEMVRA-VECONSA S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A.
- Con fecha 21 de agosto de 2023, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 30 de agosto de 2023 colocó el 43,57% del programa autorizado (USD 15,00 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 agosto de 2023 el emisor cumplió con los resguardos mencionados anteriormente.
- El emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda con costo / Patrimonio no mayor a 3,5 veces.
  - ✓ Al 30 de junio de 2023 el emisor cumplió con los resguardos mencionados anteriormente.
- Con fecha 31 de agosto de 2023, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 74,77 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 59,82 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,99 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que el Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- 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 a agosto de 2023 fueron comparadas con las proyecciones al tercer trimestre de 2023, haciendo la calificadoradora 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:

- 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.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional e internacional, en especial en los países a donde exporta sus productos, podría afectar el nivel de ingresos de las personas y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.

- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes, podrían disminuir la cuota de mercado a nivel local o internacional, de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- Escasez de la materia prima utilizada por la compañía, podría incidir en un incremento en los precios de compra, y por ende podría determinar una menor operación de la compañía con una afectación directa a sus ventas.
- Fluctuación de los costos de materias primas, podría repercutir sobre los márgenes de la compañía.
- La estacionalidad de la producción en la industria agrícola, sumada a la exposición de su actividad a las condiciones climáticas existentes, que hoy por hoy son bastante irregulares, podría afectar a los rendimientos de los cultivos, y a la productividad de la industria, influyendo por lo tanto en el precio de la principal materia prima de la compañía, con la consecuente afectación en sus costos y en sus resultados económicos.
- Cambio del comportamiento de consumo del mercado, 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 SEMVRA-VECONSA S.A. y consecuentemente afectar sus ventas.
- Una concentración de clientes en el exterior podría disminuir de manera importante las ventas de la compañía, puesto que las mismas se direccionan a mercados de Estados Unidos y Puerto Rico, especialmente.
- La concentración de ventas en pocos clientes (95,99% en 2 clientes a agosto de 2023) es un riesgo que podría generar afectaciones en los resultados de la compañía, en el caso de que se presente un incumplimiento en el pago de sus obligaciones, lo que podría afectar la normal recuperación de cartera y la actividad del emisor.
- 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 probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con SEMVRA-VECONSA S.A., 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.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está 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, incluyendo el petróleo.

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 previsible 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:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan el Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A. son Cuentas por cobrar clientes<sup>1</sup> e inventarios libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de Cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- 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 administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e

<sup>1</sup> Según lo mencionado en la Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión, las Cuentas por cobrar clientes incluyen cuentas de compañías relacionadas

incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.

- Una concentración de ventas futuras en determinados proyectos podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, por lo cual, el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de proveedores, por lo que su comercialización se vería afectada.
- 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, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a las Cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como 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 clientes. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen 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 agosto de 2023, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estos 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 relacionadas.

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de SEMVRA-VECONSA S.A. que respaldan la emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

## Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A. es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato del Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la Compañía SEMVRA-VECONSA S.A., del 23 de marzo de 2023.

- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- 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, con sus respectivas notas a los Estados Financieros, así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de agosto de 2022, y 31 de agosto de 2023. Se debe indicar que, los Estados Financieros se encuentran bajo NIIF's.
- 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.

Con base a 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda 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**

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 23 de marzo de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal Accionistas de SEMVRA-VECONSA S.A., la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En

esta reunión se resolvió autorizar por unanimidad la emisión del Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., por la suma de hasta USD 15,00 millones.

Posteriormente, SEMVRA-VECONSA S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A.

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DEL SEXTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

SEXTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – SEMVRA-VECONSA S.A.				
Emisor	SEMVRA-VECONSA S.A.			
Capital a Emitir	USD 15'000.000,00			
Moneda	Las obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial serán emitidas en Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que, por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al Dólar de los Estados Unidos de América; la unidad monetaria que represente la emisión, será aquella moneda de curso legal distinta, y en base a la cual se realizará el pago a los tenedores de obligaciones, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos en la norma que determine tal modificación.			
Características de los valores	Valores desmaterializados con un valor nominal de USD 0,01 (un centavo de dólar de los Estados Unidos de América), pudiendo emitirse obligaciones por montos mayores siempre que sean en múltiplos de USD 0,01			
Sorteos y Rescates Anticipados	El programa y sus distintas emisiones no contemplan rescates anticipados, por lo tanto, no establece ningún procedimiento para el efecto ni ningún sistema de sorteos.			
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Plazo del Programa	720 días.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés		Monto por Clase (USD)	Plazo (días)	Tasa de Interés
		15'000.000,00	hasta 359	Cero cupón
Amortización Capital	Al vencimiento.			
Agente Estructurador	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	Serán utilizados en un 100% para capital de trabajo consistente en el pago a proveedores no vinculados con el emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables.			
Fecha de Emisión	Aquella en que los valores de cada una de las emisiones sean negociados en forma primaria.			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico PANDZIC & ASOCIADOS S.A.			
Sistema de Colocación	Bursátil.			
Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, Mercado de Valores, 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"> <li>• Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>• No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>• Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25..</li> </ul>			
Límite de endeudamiento y compromiso adicional	El emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda con costo / Patrimonio no mayor a 3,5 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda con costo se considerarán todas las obligaciones con costo de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y aquellas contraídas en el mercado de valores.			

Fuente: Contrato de Papel Comercial / Elaboración: Class International Rating

## Situación del Sexto Programa de Papel Comercial (31 de agosto de 2023)

Con fecha 13 de junio de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar el Sexto Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 15,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00039901 la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 27 de junio de 2023, determinando además que el plazo de vigencia de la oferta pública es hasta el 02 de junio del 2025.

## Colocación de los Valores

Con fecha 21 de agosto de 2023, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 30 de agosto de 2023 colocó el 43,57% del programa autorizado (USD 15,00 millones).

## 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 agosto de 2023, el emisor cumplió con los resguardos mencionados.

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 y Compromiso Adicional

El emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda con costo / Patrimonio no mayor a 3,5 veces.

La periodicidad de cálculo de este indicador será **semestral**, con balances cortados a **junio y diciembre** de cada año. Para el **cálculo de la deuda con costo** se considerarán todas las obligaciones con costo de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y aquellas contraídas en el mercado de valores.

- ❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 2: RESGUARDOS

Indicador	Límite establecido	Jun-23	Ago-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,23	Si
Activos Depurados / Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	-	2,71	Si
Deuda con costo/Patrimonio	Menor o igual a 3,5	3,12	-	Si

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A./ Elaboración: Class International Rating

## Monto Máximo de la Emisión

El Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial está respaldado por una Garantía General otorgada por SEMVRA-VECONSA S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, al 31 de agosto de 2023, SEMVRA-VECONSA S.A. alcanzó un total de activos de USD 105,23 millones, de los cuales USD 95,80 corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 3: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN. AGOSTO 2023

Concepto	Libres (miles USD)	%
Disponibles	19.541	20,40%
Exigibles	22.670	23,66%
Realizables	14.978	15,63%
Activo Fijo	27.456	28,66%
Otros Activos	11.158	11,65%
<b>TOTAL</b>	<b>95.804</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / 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 agosto 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 complementarias<sup>2</sup>.

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

<sup>2</sup> “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.”

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2023, presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 74,77 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 59,82 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,99 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que el Sexto Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – SEMVRA-VECONSA S.A., objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de agosto de 2023, los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 2,74 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. AGOSTO 2023

Descripción	Miles USD
Total Activos	105.226
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos <sup>3</sup>	311
(-) Activos Gravados	9.423
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>4</sup>	589
(-) Derechos Fiduciarios <sup>5</sup>	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>6</sup>	20.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>7</sup>	135
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)</b>	<b>74.769</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión (USD)</b>	<b>59.816</b>
Sexto Programa de Papel Comercial	15.000
<b>Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>4,98</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>3,99</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de agosto de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en 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 1,24 veces<sup>8</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de agosto de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 9,42 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 95,80 millones, sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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 los valores en circulación representan al 31 de agosto de 2023, el 79,36% del 200% del patrimonio y el 158,72% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

<sup>3</sup> La estructuración financiera incluye dentro de Activos Diferidos o Impuestos diferidos, USD 66.303,22 correspondientes a activos intangibles.

<sup>4</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

<sup>5</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

<sup>6</sup> para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

<sup>7</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

<sup>8</sup> (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO. AGOSTO 2023

Descripción	Miles USD
Patrimonio	22.051
<b>200% del Patrimonio (USD)</b>	<b>44.102</b>
V Programa de Papel Comercial	20.000
VI Programa de Papel Comercial	15.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>35.000</b>
<b>Total Emisiones/200% del Patrimonio</b>	<b>79,36%</b>
<b>Total Emisiones/Patrimonio</b>	<b>158,72%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Descripción	2023	2024	2025
Ventas netas	84.693	88.928	93.374
Costo de ventas	67.748	70.875	74.419
<b>Utilidad bruta</b>	<b>16.945</b>	<b>18.052</b>	<b>18.955</b>
Gastos Operativos	12.113	12.539	13.166
<b>Utilidad operativa</b>	<b>4.832</b>	<b>5.514</b>	<b>5.789</b>
Gastos Financieros	4.520	4.585	4.917
Otros gastos/ingresos, neto	661	694	728
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>973</b>	<b>1.622</b>	<b>1.601</b>
Impuesto a la renta	185	308	304
<b>Utilidad neta</b>	<b>788</b>	<b>1.314</b>	<b>1.296</b>

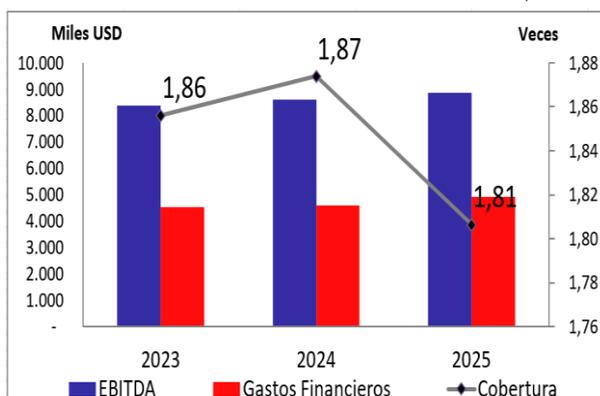
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero para el año 2023, 2024 y 2025 estiman un incremento en ventas del 102,99% para el primer año (frente al 2022) y del 5,00% para los años siguientes. Los costos de ventas significarían un promedio (2023-2025) de 79,80% de los ingresos y los gastos operacionales conformados por gastos administrativos y de ventas mantendrían un promedio (2023-2025) del 14,17% sobre el total de los ingresos. La utilidad operacional por su parte presentaría un comportamiento creciente que pasaría de significar el 5,71% de los ingresos en 2023, a 6,20% para los años 2024 y 2025.

Los gastos financieros estimados de acuerdo con la amortización de las obligaciones vigentes con el sistema financiero y mercado de valores pasarían de representar un 5,34% de los ingresos en el año 2023 a un 5,16% en diciembre de 2024 y 5,27% al cierre del año 2025. Finalmente, una vez descontados otros gastos / ingresos netos y los impuestos de ley, la compañía arrojaría utilidad neta en cada uno de los ejercicios económicos analizados que significaría el 1,15% de los ingresos en el año 2023, 1,82% al cierre del año 2024 y 1,71% en el 2025.

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. En este sentido, existiría, de acuerdo al modelo, una cobertura relativamente estable durante el periodo proyectado, denotándose que el emisor gozaría en todos los ejercicios económicos analizados de una capacidad de pago aceptable.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al relacionar el EBITDA frente a la deuda total se evidencia que éste presentaría una relación inferior a la unidad durante el periodo 2023-2025. La cobertura del EBITDA frente gastos de capital por su parte presentaría un comportamiento creciente, que pasaría de 1,54 veces en 2023 a 4,44 veces en 2025.

Los gastos de capital dentro de las proyecciones realizadas por el estructurador financiero superan el gasto depreciación en el año 2023 evidenciando que la compañía busca capitalizarse a través de la inversión en activos fijos que permitan el desarrollo óptimo de sus operaciones.

La rentabilidad esperada reflejaría a lo largo del periodo proyectado (2023-2025) indicadores positivos crecientes.

Por otra parte, el flujo de efectivo proveniente de actividades de operación presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, los mismos que se presentan positivos a lo largo de la proyección; luego incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado; finalmente, se incluye las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. 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 con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

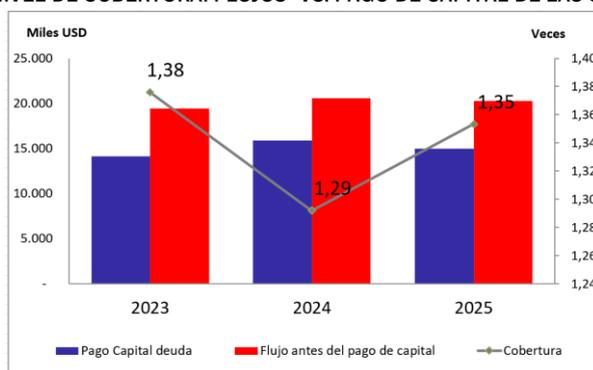
CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025
Utilidad neta	788	1.314	1.296
Depreciaciones	3.557	3.079	3.092
<b>Cargos no monetarios</b>	<b>3.557</b>	<b>3.079</b>	<b>3.092</b>
<b>Utilidad más cargos no monetarios</b>	<b>4.345</b>	<b>4.393</b>	<b>4.388</b>
(+/-) CxC comerciales	(1.569)	(1.457)	(1.530)
(+/-) Impuestos corrientes	120	(127)	(134)
(+/-) Otros activos corrientes	(241)	(59)	(62)
(+/-) Inventario	(1.432)	(874)	(990)
(+/-) Otros activos no corrientes	(16)	(34)	(36)
(+/-) CxP Proveedores	(138)	(129)	73
(+/-) Obligaciones fiscales y laborales	362	112	118
(+/-) Otros pasivos corrientes	451	235	267
(+/-) otros pasivos LP	223	173	181
<b>(+/-) capital de trabajo</b>	<b>(2.242)</b>	<b>(2.161)</b>	<b>(2.113)</b>
<b>Flujo de efectivo de Actividades Operación</b>	<b>2.103</b>	<b>2.232</b>	<b>2.276</b>
Activo Fijo	(5.464)	(2.000)	(2.000)
<b>Flujo de efectivo de Actividades Inversión</b>	<b>(5.464)</b>	<b>(2.000)</b>	<b>(2.000)</b>
Obligaciones inst. financieras	(722)	(907)	15.383
Colocación Emisiones vigentes	638	-	-
Amortización Emisiones vigentes	(13.422)	-	-
Colocación VI Papel comercial (2023)	15.000	15.000	-
Amortización VI Papel comercial (2023)	-	(15.000)	(15.000)

Flujo de efectivo de Financiamiento	1.494	(907)	383
<b>FLUJO GENERADO</b>	<b>(1.867)</b>	<b>(675)</b>	<b>658</b>
(+) Saldo inicial de efectivo	7.183	5.316	4.641
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>5.316</b>	<b>4.641</b>	<b>5.300</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>9</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja y Deuda Total presentaría de acuerdo a las proyecciones realizadas por el estructurador financiero una cobertura suficiente en los años proyectados pasando de registrar 1,38 veces en el año 2023, a 1,35 veces en el año 2025.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de la estructuración financiera, afectando dos variables, el costo de ventas y los gastos de operación (gastos administrativos y ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio, generando así un incremento en ambas variables sobre los ingresos (0,50% año 2023, 1,00% año 2024 y 0,90% año 2025, para el costo de ventas y 0,40% en los gastos operativos para los tres años). Esta afectación provocó una contracción en la utilidad neta y disminución de los flujos finales, sin embargo, la proyección siguió presentando saldos de efectivo positivos, suficientes para cubrir la deuda derivada de la emisión.

## Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

Para agosto de 2023, los ingresos registraron un avance del 81,15% frente a lo proyectado al tercer trimestre del año 2023, mientras que sus costos de ventas lo hicieron en un 84,91%, esto derivó en un margen bruto que reportó un avance de apenas el 66,10%. Por su parte, los gastos administrativos registraron una ejecución de 89,99%. Finalmente, después de descontar los gastos financieros, y otros ingresos egresos, la compañía generó una pérdida al final del periodo alejándose de lo proyectado en un inicio.

CUADRO 8: ESTADO PROYECTADO VS REAL (Miles USD)

Descripción	Proyección		Avance
	III T 2023	Agosto 2023	
Ventas	58.683	47.619	81,15%
Costo de ventas	46.941	39.858	84,91%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>11.741</b>	<b>7.761</b>	<b>66,10%</b>
Gastos administrativos	8.274	7.446	89,99%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>3.467</b>	<b>314</b>	<b>9,07%</b>
Gastos financieros	3.300	2.801	84,87%
Otros ingresos / egresos	457.713	185	-40,38%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>642</b>	<b>(2.671,15)</b>	<b>-427,83%</b>

Fuente: COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de agosto de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que arrojó un valor de USD

<sup>9</sup> (\*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones con costo.

20,45 millones que significó el 42,94% de los ingresos y 19,43% de los activos totales, y después de su flujo de procedente de actividades de financiamiento y de inversión, la compañía generó un flujo final de USD 19,54 millones, monto que representó el 41,04% de los ingresos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y 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 han sido 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. 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 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 2024<sup>10</sup>. 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 2024<sup>11</sup>. 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 mundo<sup>12</sup>.

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 financiero<sup>13</sup>. 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 baja<sup>14</sup>.

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 2024<sup>15</sup>.

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 necesarios<sup>16</sup>.

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

<sup>11</sup> <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

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

<sup>13</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

<sup>14</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

<sup>15</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

<sup>16</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2023

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

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (jul 2023)	48,68%	Inflación mensual (ago 2023)	0,50%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-jul 2023	1.350,96 Superávit)	Inflación anual (ago 2023)	2,56%
Reservas Internacionales (millones USD 06-oct-2023)	5.896,78	Inflación acumulada (ago 2023)	1,92%
Riesgo país (05 de oct 2023) <sup>17</sup>	1.853 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 10-oct-2023)	85,97	Tasa de Desempleo urbano (ago 2023)	4,5%

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)<sup>18</sup>.

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones<sup>19</sup>.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

El **Riesgo País** registró 1.853 puntos al 05 de octubre 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 interés<sup>20</sup>.

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un

<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

<sup>18</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/informIIT\\_2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/informIIT_2023.pdf)

<sup>19</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

<sup>20</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana<sup>21</sup>.

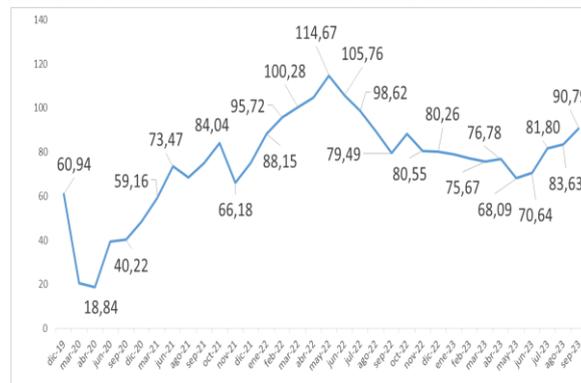
Para julio de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 16.375,35 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 17.346,16 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes, y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para julio de 2023 alcanzaron USD 17.726,31 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 19.590,29 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta julio de 2023 arrojaron una suma de USD 12.964,26 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 4.762,05 millones.

Hasta julio de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.350,96 millones, USD 893,17 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.244,13 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.162,29 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 188,67 millones<sup>22</sup>.

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 y en septiembre de 2023 cierra en USD 90,79 por barril (USD 85,97 por barril al 10 de octubre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20<sup>23</sup> por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84<sup>24</sup>.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

En agosto de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,91 millones de barriles, lo que representa un 2,72% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,72 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,18 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador<sup>25</sup>.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa

<sup>21</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

<sup>22</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE\\_Mensual/m2058/IE\\_M-322-e.xlsx](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE_Mensual/m2058/IE_M-322-e.xlsx)

<sup>23</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-año-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>

<sup>24</sup> [https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1\\_Justificativo-Proforma-2023.pdf](https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf)

<sup>25</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023199.pdf>

ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)<sup>26</sup>.

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 agosto de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 12.189,01 millones, es decir existió un incremento de 3,48% respecto al mismo período de 2022 (USD 11.779,41 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta agosto de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 5.651,81 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.252,74 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 736,98 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 564,18 millones<sup>27</sup>.

La **inflación mensual** en agosto de 2023 registró una variación de 0,50%, mientras que la variación **anual** fue de 2,56% y la **acumulada** fue de 1,92%. Para agosto de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 74,45% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 25,55% se registraron resultados negativos, siendo Bienes y servicios diversos; y Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar, las de mayor variación<sup>28</sup>.

En referencia al **salario nominal promedio**, para agosto de 2023, se fijó en USD 524,83<sup>29</sup>; 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 467,16 para agosto 2023<sup>30</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en agosto de 2023, se ubicó en USD 785,47<sup>31</sup>, 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 106,94% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023<sup>32</sup>.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,5% en agosto de 2023. La tasa de **empleo adecuado**<sup>33</sup> pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 35,0% en agosto de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,2% a agosto de 2023<sup>34</sup>.

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**<sup>35</sup>, 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)<sup>36</sup>.

<sup>26</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/>

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

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/Inf202308.pdf>

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCovuntura/CifrasEconomicas/cie202308.pdf>

<sup>30</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del Índice de precios al consumidor del mes de referencia.

<sup>31</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Agosto/Boletin\\_tecnico\\_08-2023-IPC.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Agosto/Boletin_tecnico_08-2023-IPC.pdf)

<sup>32</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

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

<sup>34</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Agosto/202308\\_Mercado\\_Laboral.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Agosto/202308_Mercado_Laboral.pdf)

<sup>35</sup> 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

<sup>36</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306\\_PobrezayDesigualdad.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezayDesigualdad.pdf)

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 7,51% para octubre de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,48%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,97%<sup>37</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para agosto de 2023 alcanzó la suma de USD 77.661,1 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.807,9 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.249,5 millones<sup>38</sup>.

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 38.589 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 economía<sup>39</sup>.

Para agosto de 2023, la cartera de crédito total cerró en USD 40.937 millones, lo que representa un incremento de 10,4% frente a su similar período de 2022 (USD 3.863 millones más). El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para agosto de 2023, el 59% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 41% al consumo. Por otro lado, si bien el crédito sigue creciendo, existe una desaceleración en la entrega de financiamiento formal. Este comportamiento obedece a factores como la incertidumbre provocada por la normativa local de techos a las tasas de interés que es incompatible con la coyuntura de tasas de interés internacionales, el potencial impacto del Fenómeno de El Niño en la economía y la situación de alta incertidumbre frente al contexto electoral y de inseguridad. Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos<sup>40</sup>.

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 exterior<sup>41</sup>.

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)<sup>42</sup>.

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 período 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 Ecuador<sup>43</sup>. 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 otros<sup>44</sup>.

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

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202308.pdf>

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

<sup>40</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/09/2023-09-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

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

<sup>42</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren20231.pdf>

<sup>43</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

<sup>44</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indexe.htm>

Para julio de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 46.350,86 millones, cifra inferior a la reportada en julio de 2022, cuando fue de USD 46.484,04 millones 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 julio de 2023 fue de USD 11.766,06 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 755,13 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de julio de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,68% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB<sup>45</sup>.

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 septiembre de 2023 totalizaron USD 6.312,20 millones (USD 5.896,78 millones al 06 de octubre de 2023)<sup>46</sup>. 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)<sup>47</sup> constituidas alcanzaron USD 1.817 millones al 23 de agosto de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.472 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 346 millones<sup>48</sup>.

La **calificación de deuda** para octubre de 2023<sup>49</sup> 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 calificadoradora 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"<sup>50</sup>. 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 país<sup>51</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

SEMVRA-VECONSA S.A. es una empresa que se constituyó con la denominación de ECUAGANDUL S.A. el 21 de febrero de 1995. Posteriormente, el 01 de marzo de 1997, mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario Décimo Séptimo del Cantón Guayaquil, ECUAGANDUL S.A. absorbió a la compañía VEGETALES ECUATORIANOS CONGELADOS S.A. a través de una fusión, incrementando así su capital social y cambiando su denominación a SEMVRA-VECONSA S.A.<sup>52</sup>. El plazo de vigencia de la compañía vence en marzo del año 2045.

Con fecha 29 de septiembre de 2021, mediante Escritura Pública, SEMVRA-VECONSA S.A. (antes Veconsa S.A.) reformó sus Estatutos Sociales en lo pertinente a su denominación social y consecuentemente razón social por la de SEMVRA-SEMVRA-VECONSA S.A.

Su actividad principal es el procesamiento y comercialización de toda clase de productos congelados y sin procesar, ya sean alimenticios, frutas, hortalizas y vegetales, principalmente en el exterior. Dentro de su portafolio de productos se encuentran los elaborados y vegetales, respectivamente congelados (IQF), los mismos que mantienen su exquisito sabor y sus propiedades nutritivas, bajo un proceso altamente tecnificado y con una alta responsabilidad y cuidado con el medio ambiente.

<sup>45</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=14245>

<sup>46</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

<sup>47</sup> 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.

<sup>48</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion\\_Sep23.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Sep23.pdf)

<sup>49</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

<sup>50</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

<sup>51</sup> <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respondio-el-gobierno/>

<sup>52</sup> El 17 agosto 2016 se llevó a cabo una Asamblea de Obligacionistas en la cual se aprobó la autorización para la fusión por absorción de la compañía SEMVRA-VECONSA S.A. en calidad de absorbente y la compañía ECUAVEGETAL S.A.<sup>52</sup> en calidad de absorbida y con fecha 13 de diciembre de 2016 fue aprobada dicha fusión, misma que fue inscrita en el Registro Mercantil el 20 de diciembre de 2016.

Los productos que comercializa la empresa son procesados y empacados en la planta de SEMVRA-VECONSA S.A. con el objetivo de garantizar a sus clientes alimentos inocuos de alta calidad. Los productos de la compañía son elaborados con materia fresca y seleccionada, totalmente naturales, de tal modo que se conservan todas sus propiedades nutricionales y su excelente sabor.

CUADRO 10: PRODUCTOS

PRODUCTOS	
Plátanos Fritos	Tostones/ Patacones, Maduros Fritos tajados, Arañitas, Canastilla de plátano y Papitas de plátano.
Vegetales Congelados	Gandul precocido, choclo entero, Malanga/Yautia, Mote, Hoja de choclo, Alverjitas, Maíz dulce, Maíz dulce fiesta, Vegetales mix.
Vegetales Enlatados	Arvejas y arvejas con zanahoria, corazones de palmito, fréjol negro, rojo y rosado, gandul verde, garbanzo, maíz dulce y maíz dulce con pimientos.
Yuca Congelada	Fresca, seleccionada, troceada, pelada y congelada mediante proceso IQF. Yuca, yuca frita y masa de yuca
Preparados Congelados	Pan de Yuca, Caldo de Bola, Sancocho, Mini muchines de yuca, Bolitas de verde, Empanaditas de verde, papas fritas, empanaditas de maíz, deditos de yuca, empanaditas de morocho, Tortilla de papa.
Elaborados Enlatados	Arroz con lentejas, arroz con fréjol negro, menestra de fréjol negro, menestra de lenteja.
Conservas	Pasta de tomate, pasta de ajo, aliños, y otros
Jugos	Bebidas de manzana, mango, durazno, mora y guayaba. Néctares de durazno, mango, manzana, naranja y pera.
Frutas	Pasta de guayaba, papaya de almíbar y otros.

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Una de las características de la empresa corresponde a que su producción se basa en las necesidades de cada uno de los clientes, brindando amplia diversidad de presentaciones, diseños, empaques y el servicio de marca propia para los clientes que requieran productos terminados y deseen trabajar con su propia marca.

SEMVRA-VECONSA S.A. cuenta con cinco establecimientos registrados en el Servicio de Rentas Internas, ubicados en la ciudad de Guayaquil en su mayoría. A continuación, se presenta el detalle de la ubicación de los establecimientos:

CUADRO 11: ESTABLECIMIENTOS

Establecimientos	Ubicación
Establecimiento Matriz	GUAYAS / GUAYAQUIL / PASCUALES S/N
Establecimiento Adicional	GUAYAS / PEDRO CARBO / SABANILLA / 7 DE AGOSTO SOLAR 3 Y LA INDUSTRIA – G RONQUILLO
Establecimiento Adicional	LOS RÍOS / BABAHOYO / DR. CAMILO PONCE/ S/N
Establecimiento Adicional	GUAYAS / GUAYAQUIL/ TARQUI / AV. REPÚBLICA SOLAR 1 Y AV. DE LAS AMÉRICAS
Establecimiento Adicional	GUAYAS / GUAYAQUIL/ JUAN GÓMEZ RENDÓN (PROGRESO) / VIA A LA COSTA 43

Fuente: SRI. GOV.EC / Elaboración: Class International Rating

SEMVRA-VECONSA S.A. es una sociedad anónima subsidiaria de Grupo VILASECA Pte. Ltd. de Singapur, que cuenta con más de 40 años de experiencia en el sector industrial. El Grupo VILASECA es uno de los mayores conglomerados empresariales líderes en Ecuador. La visión clara de sus fundadores hizo posible el crecimiento del Grupo (ofrecer productos y servicios de alta calidad a un precio competitivo, reinvertiendo en el país y la sociedad).

El Grupo VILASECA apoya firmemente el progreso de la industria ecuatoriana, especialmente la industria de alimentos, siendo esta una de las características para ser líder en los sectores en los que se desenvuelve: Pescado en conservas, bebidas y agroindustria.

La filosofía de servicio excelente, acompañado de una sólida declaración de negocios y el trabajo en equipo de todos los colaboradores del Grupo VILASECA, lo han posicionado como una de las organizaciones líderes locales y regionales.

El Grupo VILASECA ha fomentado directamente el desarrollo de los productos no tradicionales agrícolas e industriales, los mismos que pueden ser reconocidos en los cinco continentes por sus altos estándares de calidad.

Las empresas pertenecientes al Grupo incluyen a: SEMVRA, CHIVERIA, FACUNDO, DIANA'S, LA LLAVE, ECUAIMCO, COMERCIAL GINATTA, DALKASA, FADESA, ECUABARNICES E INMOVILA.

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de agosto de 2023, el capital suscrito y pagado de SEMVRA-VECONSA S.A. se mantiene en USD 9.265.000, monto que está conformado por 9.265.000 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. El capital pertenece a 3 personas jurídicas extranjeras, GRUPO VILASECA PTE. LTD. de Singapur, HAYMARKET & UK CAPITAL LIMITED de Inglaterra, y CIA. KASTEL S.A. de Panamá. La mayor participación le pertenece al GRUPO VILASECA PTE. LTD., con el 75,27%, a continuación, un detalle de lo mencionado:

CUADRO 12: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
GRUPO VILASECA PTE. LTD.	6.973.766,00	75,27%
HAYMARKET & UK CAPITAL LIMITED	1.853.000,00	20,00%
KASTEL LIMITED PARTNERSHIP	438.234,00	4,73%
<b>Total</b>	<b>9.265.000</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La compañía está gobernada por la Junta General de Accionistas y es administrada por el Directorio, Presidente Ejecutivo y Gerente General; quienes cuentan con atribuciones que les competen por Ley en los estatutos de la escritura de constitución. La representación legal de la compañía la ejerce el Presidente Ejecutivo y el Gerente General o quienes legalmente los reemplacen.

De conformidad con los estatutos de la compañía, ésta se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas, siendo ésta la máxima autoridad de la compañía, órgano que según sus estatutos y políticas busca tomar las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos productivos eficientes.

Así mismo 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.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente / Elaboración: SEMVRA-VECONSA S.A.

El siguiente cuadro detalla los principales ejecutivos de la Compañía, siendo importante recalcar que el equipo de SEMVRA-VECONSA S.A., cuenta con amplio conocimiento y experiencia en el sector donde la compañía

desarrolla sus actividades, ventaja competitiva para la continuidad de su negocio, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio.<sup>53</sup>

**CUADRO 13: PRINCIPALES EJECUTIVOS Y DIRECTORES**

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo (E)	Daniel Martínez González
Gerente de Supply Chain	Santiago Madero
Director de negocio Internacional	Christian Lyon Sullivan
Director de Operaciones	Daniel Martínez González
Gerente Financiero (E)	Kaira Viteri
Director de Gente y Transformación	Mariuxi Ortiz
Gerente de Negocio Local	María Fernanda Torres

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, con fecha 29 de julio de 2022, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Semvra-Veconsa S.A. nombró a la señora María Auxiliadora Ortiz Guarderas como Gerente General de la compañía.

## Gobierno Corporativo

El Gobierno Corporativo de SEMVRA-VECONSA S.A. establece los deberes y funciones de las diferentes autoridades y directores de la compañía. A través de éste, se determinan los parámetros de funcionamiento de cada una de las áreas involucradas. 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.

## Empleados

SEMVRA-VECONSA S.A. al 31 de agosto de 2023, mantiene dentro de su nómina 921 empleados (865 empleados en febrero de 2023), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas y están distribuidos en diferentes áreas. Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

Los colaboradores cuentan con diferentes tipos de contrato, indefinido sin prueba, se concentra en el 49,84% de los empleados al 31 de agosto de 2023.

SEMVRA-VECONSA S.A. no posee sindicatos ni comités de empresa que afecten la operación de la compañía.

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 14: COMPAÑÍAS RELACIONADAS**

Empresa	Tipo de Vinculación
Chivería S.A.	Activa
Agrícola Oficial S. A. AGROFICIAL	Activa
Fábrica de Envases S. A. FADESA	Activa

<sup>53</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

Jutecero S. A.	Activa
Empresarios y Asesores EMPASE C. A.	Activa
La Llave Sociedad Anónima de Comercio	Activa
Islandcorp S.A.	Activa
Semvra Limited	-
Semvra USA	-

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clientes

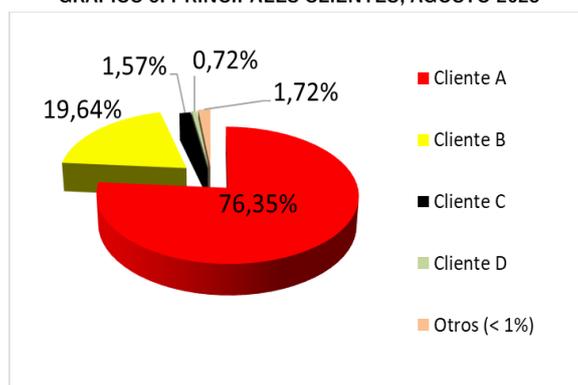
Los productos fabricados por SEMVRA-VECONSA S.A. son comercializados bajo las marcas Facundo y Cosita Rica, además cuenta con un servicio adicional de marca privada para los clientes que desean colocar su propia marca a los productos. La compañía adapta sus productos a las necesidades de sus clientes, brindándoles amplia variedad de presentaciones, diseños, empaques e incluso brinda el servicio de marca propia para los clientes que deseen recibir el producto final terminado, para que el cliente sea quien lo comercialice.

Según el informe de los auditores externos, a diciembre de 2022 los ingresos de la compañía provienen principalmente de terceros con el 82,13% de las ventas totales y la diferencia (17,87%) corresponde a partes relacionadas.<sup>54</sup>

Así mismo, se debe indicar que, a agosto de 2023, el 99,00% de las ventas realizadas por la compañía fueron a crédito y el restante 1,00% al contado.

En agosto de 2023, el cliente más importante, CLIENTE "A" alcanzó una participación sobre los ingresos del 76,35%, el CLIENTE "B" representó el 19,64% y la diferencia estuvo conformada por clientes cuyo peso individual se encontró por debajo del 2%. En base a la información proporcionada, se puede observar que existe concentración en el portafolio de de clientes de la Compañía situación que podría afectar la normal recuperación en sus cuentas por cobrar y la actividad del emisor en caso de que se presente un incumplimiento en el pago de sus obligaciones

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES, AGOSTO 2023



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al 31 de diciembre de 2022, se determinó que el 89,33% del total de la cartera de SEMVRA-VECONSA S.A. (comercial y relacionada) corresponde a cartera por vencer (94,30% en agosto de 2023) y la diferencia, 10,67%, a cartera vencida entre 1 a 30 días, (5,70% en agosto de 2023), distribución considerada como normal en el ámbito comercial que evidencia la estructura de una cartera sana.

<sup>54</sup> La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

CUADRO 15: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Cartera	2021	2022	ago-23
Por vencer	88,48%	89,33%	94,30%
Vencida de 1 a 30 días	6,63%	10,67%	5,70%
Vencida de 31 a 60 días	2,72%	0,00%	0,00%
Vencida de 61 a 90 días	1,82%	0,00%	0,00%
Vencida de 91 a 180 días	0,29%	0,00%	0,00%
Vencida de 181 a 360 días	0,02%	0,00%	0,00%
Vencida más de 360 días	0,04%	0,00%	0,00%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía fue de apenas 0,73% a diciembre de 2021; a partir de 2022 la compañía no registra provisiones, puesto que la cartera vencida se encuentra dentro del rango establecido dentro de su política de crédito (hasta 45 días).

SEMVRA-VECONSA S.A., cuenta con una política de cuentas por cobrar y recaudaciones, cuyo propósito es establecer lineamientos para gestionar una adecuada recaudación y recuperación de cartera por las ventas de contado y crédito, con el fin de mantener índices de incobrabilidad bajos y tener información real y oportuna de la cartera de los clientes.

### Proveedores<sup>55</sup>

Conforme información proporcionada por la Compañía, para el abastecimiento de materia prima agrícola, SEMVRA-VECONSA S.A. cuenta con varios proveedores, así también existe diversidad de proveedores de material de empaque y de materia prima no agrícola. Es importante señalar que la Compañía ha determinado sustitutos o suplentes con capacidad adecuada para abastecer la demanda de la empresa en caso de presentarse inconvenientes con alguno de los proveedores principales. El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades demanda de innovación y tecnología.

Para agosto de 2023, el principal proveedor de material de empaque, proveedor "A", quien tiene una integración vertical, registró una participación del 63,74% (42,00% en diciembre de 2022) de las compras, a este le sigue de lejos el proveedor B con el 12,92% (12,64 en diciembre de 2022). Se debe destacar que en su mayoría los proveedores de material de empaque son ecuatorianos. Por su parte, el principal proveedor de materia prima no agrícola, compañía extranjera, al 31 de agosto de 2023 registró una participación del 89,19% de las compras (15,63% en diciembre de 2022), los resultados evidencian claramente concentración en sus acreedores.

SEMVRA-VECONSA S.A., cuenta con políticas de gestión para cuentas por pagar, misma que tiene el objetivo de establecer lineamientos a seguir para su gestión, asegurando que la recepción, procesamiento y pago de facturas se realice de manera oportuna y según los términos establecidos con los proveedores.

Conforme información remitida por la Compañía, al 31 de agosto de 2023 se determinó que el 75,03% del total de las cuentas por pagar corresponde a cartera por vencer, mientras que el 24,97% restante hace referencia a cartera vencida, concentrada en su mayoría el rango de hasta 30 días.

### Estrategias y Políticas de la Empresa

Las principales estrategias utilizadas por la empresa son las siguientes:

- Ofrecer la mejor calidad del mercado internacional.
- Mantener un servicio ágil y eficiente, despachando las órdenes a tiempo.
- Ofrecer empaques al mercado que permitan realizar llenado automatizado, para tener mejores eficiencias en costos.
- La compañía siempre está implementando nuevas tecnologías en todos los procesos de las fábricas.

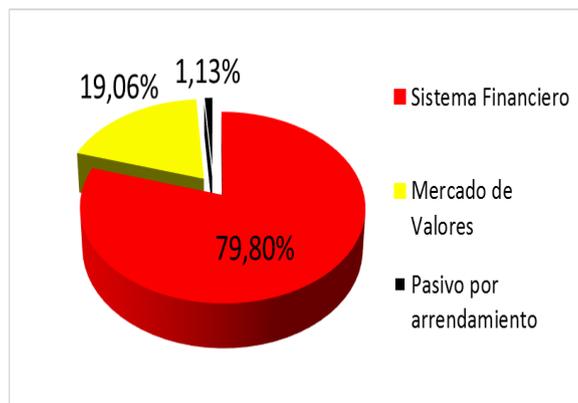
<sup>55</sup> La compañía posee la capacidad de negociación con sus proveedores.

## Política de Financiamiento

Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los recursos de terceros dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose al 31 de diciembre de 2022 en 2,98 veces y 3,77 veces en agosto de 2023.

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Sistema Financiero, el mercado de Valores; y pasivo por arrendamiento; al 31 de agosto de 2023 ascendió a USD 68,15 millones (64,76% frente al activo), recursos destinados en su mayoría para financiar capital de trabajo.

GRÁFICO 6: DEUDA FINANCIERA. AGOSTO 2023



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A./Elaboración: Class International Rating

De acuerdo a lo indicado por la Administración, debido al mismo giro del negocio, la deuda financiera crece usualmente en el tercer trimestre del año, ya que en este periodo se inicia la compra de gandul, misma que se extiende hasta el cuarto trimestre. Esto permite contar con mayor flujo, producto de los cobros de las ventas de gandul y con ello reducir el nivel de endeudamiento para el último trimestre del año.

## Política de Precios

La compañía no cuenta con una política de precios, ya que los productos agrícolas tienen precios fluctuantes que varían de acuerdo con el mercado, la cosecha y las condiciones climáticas. Sin embargo, una de sus estrategias es ofrecer la mejor calidad del mercado internacional, con la finalidad de vender sus productos a un precio adecuado y que cubra sus costos.

## Responsabilidad Social

SEMVRA-VECONSA S.A. al 31 de agosto de 2023, no presenta proyectos de responsabilidad social.

## Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

SEMVRA-VECONSA S.A. es una compañía 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, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

La empresa opera con un sistema de seguridad alimentaria, el mismo que garantiza la calidad y la inocuidad de sus productos. SEMVRA-VECONSA S.A. aplica a sus operaciones, normas de tipo BPM y la certificación FSSC22000:2010 que se enfoca dentro de la Iniciativa Global de Seguridad de Alimentos.

## Riesgo Legal

Conforme información remitida por SEMVRA-VECONSA S.A., 31 de agosto de 2023 la compañía mantiene dos procesos judiciales uno en calidad de demandado, por una cuantía aproximada de USD 17.000,00 y el segundo en calidad de demandante por una cuantía aproximada de USD 86.000,00.

## Liquidez de los títulos

Con fecha 21 de agosto de 2023, PICAVAL CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 30 de agosto de 2023 colocó el 43,57% del programa autorizado (USD 15,00 millones).

SEMVRA-VECONSA S.A., es un partícipe activo en el financiamiento a través del Mercado de Valores, al 31 de agosto de 2023 mantiene vigente la siguiente emisión:

CUADRO 16: DETALLE EMISIONES

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Estado
V Programa de Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00008677	20.000.000,00	Vigente
VI Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00039901	15.000.000,00	Vigente

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A./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 de marzo de 2023 a agosto de 2023, se registraron valores negociados en los meses julio y agosto de 2023, como se detalla a continuación:

CUADRO 17: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL, (USD)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
jul-23	1	2	2.641.924,00	21	4,76%
ago-23	4	4	3.894.300,00	23	17,39%

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.

## Eventos Importantes

- El principal impacto del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sobre el negocio es el aumento de tarifas de fletes por parte de las navieras, puesto que se duplicaron y continúan inestables. El plan para mitigar este problema es la revisión de tarifas con las navieras y llegar a un acuerdo.
- En el informe de los auditores externos independientes, Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda., menciona que los estados financieros separados presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de SEMVRA-VECONSA S.A. al 31 de diciembre de 2022, y los resultados de sus operaciones, los cambios en su patrimonio y sus flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera y las disposiciones establecidas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

## Situación del Sector

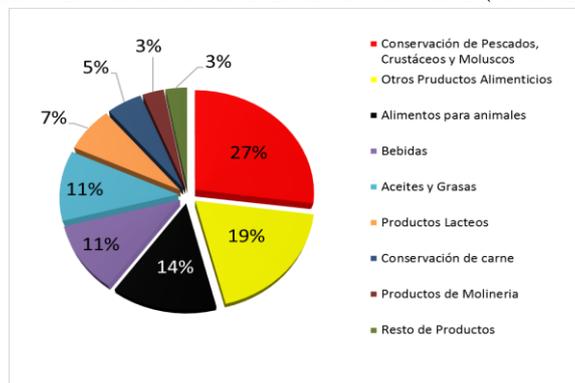
Las participaciones porcentuales de los productos tradicionales y no tradicionales en las exportaciones no petroleras, registradas en 2022, fueron 57,27% y 42,73%, respectivamente. Dentro de las exportaciones no petroleras tradicionales, las participaciones de los principales productos fue: camarón (34,59%); banano y plátano (15,51%); cacao y elaborados (4,77%); atún y pescado (1,83%); y, café y elaborados (0,57%), en las no tradicionales destacan: productos mineros (13,17%); enlatados de pescado (6,49%), flores naturales (4,51%), otras manufacturas de metal (2,20%), madera (1,79%); extractos y aceites vegetales (1,17%), manufacturas de cuero, plástico y caucho (1,13%); y, fruta (1,05%); el resto de productos tienen representaciones inferiores al 1%.<sup>56</sup>

La evolución de las exportaciones no petroleras ha presentado una tendencia creciente de (+16,47%) de enero a diciembre de 2022, en relación al mismo periodo de 2021. En el primer trimestre del 2023, las exportaciones no petroleras alcanzaron un total de USD 5.562 millones, con un aumento trimestral del 6,6%<sup>57</sup>. Asimismo, se pudo observar que, en el primer semestre del presente año, las exportaciones del Ecuador cayeron un 10% con relación al mismo periodo en 2022, principalmente por la caída de las exportaciones petroleras (-36%). No obstante, las exportaciones no petroleras (74% de las exportaciones totales) se incrementan en 5% en relación al mismo periodo en 2022<sup>58</sup>.

El sector agroindustrial cuenta con una participación importante en las ventas del sector manufacturero, de acuerdo las últimas cifras publicadas por el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca, el sector Agroindustrial cuenta con una participación del 47,88% de las ventas totales del sector manufacturero.<sup>59</sup>

Dentro de la Agroindustria la conservación de pescados, crustáceos y moluscos cuentan con una participación del 27,00%; otros productos alimenticios con el 19,00%; alimentos para animales el 14%; bebidas y aceites y grasas con el 11,00% respectivamente, y el restante 18,00% cuenta con una participación inferior al 8% de las ventas.

GRÁFICO 7: VENTAS MANUFACTURERAS POR ACTIVIDAD (AGROINDUSTRIA)



Fuente: Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca. /Elaboración: Class International Rating

Debido a las condiciones climáticas del país, la diversidad de alturas y suelos, y la luminosidad permanente permite que exista una constante cosecha de varios productos y a lo largo de todo el año.

Bajo este contexto, el sector agroindustrial se puede desenvolver cómodamente y en un ambiente en el que se puede dar un constante crecimiento; la variedad de productos permite una mayor oferta de distintos productos e incita a la innovación de productos elaborados con valor agregado.

De acuerdo, a cifras del Sector Productivo macroeconómicas de ventas netas por actividad económica a agosto de 2022, la participación de las principales actividades es: Comercio con 38,7%, manufactura con el 16,3%,

<sup>56</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE\\_Mensual/Indices/m2051012023.html](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE_Mensual/Indices/m2051012023.html) 3.1.2b

<sup>57</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/ComercioExterior/informes/ResultCE\\_012023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/ComercioExterior/informes/ResultCE_012023.pdf)

<sup>58</sup> <https://thefoodtech.com/industria-alimentaria-hoy/las-exportaciones-de-ecuador-caen-un-10-en-el-primer-semestre-de-2023/>

<sup>59</sup> <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2021/06/Presentacio%CC%81n-Industria-Junio-2021.pdf>

Petróleo y minería con el 12,5% y Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca con el 8,1% en relación al total de ventas nacionales<sup>60</sup>.

Este sector productivo en el cual se desenvuelve SEMVRA-VECONSA S.A. es también uno de los 14 sectores productivos considerados dentro de la estrategia nacional para el cambio de la Matriz Productiva, donde se pretende transformar una economía primaria y extractivista en una diversificada y con valor agregado. Estos sectores se beneficiarán de incentivos específicos con el objetivo de mejorar la productividad y la diversificación.

SEMVRA-VECONSA S.A. se dedica a la industria de alimentos congelados, pues oferta productos elaborados y vegetales congelados (IQF). Ecuador genera variedad de alimentos y ha desarrollado una industria en esta rama. Este método de congelamiento (Individual Quick Freezing) permite que tras descongelar el producto no exista pérdida de sabor, textura, ni de valor nutritivo; además que no permite el desarrollo de microorganismos y su cambio brusco de temperatura elimina, si existiesen, a microorganismos ya existentes<sup>61</sup>.

Actualmente, EE.UU. y Europa siguen siendo los mayores mercados de frutas y vegetales congelados, según Pro Ecuador. Asia Pacífico y Latinoamérica presentan el más rápido crecimiento, logrando tasas anuales de 4 a 5,5%<sup>62</sup>

En Ecuador esto permitió el desarrollo de una industria que, principalmente, sirve al mercado de exportación. En la Sierra, según la Asociación de Productores de Frutas y Legumbres (Aprofel), se procesan y congelan al menos una decena de vegetales.<sup>63</sup>

SEMVRA-VECONSA S.A., ha presentado un comportamiento variable en el tema de exportación de sus productos es así que paso de USD 34,93 millones en el año 2017 a USD 38,16 millones en 2020 y USD 17,24 en 2021 donde su principal país de exportación es Estados Unidos con el 50%, seguido de Puerto Rico con el 33% y República Dominicana con el 5% y el resto lo exporta a países como España y Colombia.<sup>64</sup>

Entre las ventajas de los alimentos congelados se encuentran los precios y los volúmenes ofertados son mucho más estables que los productos frescos. Cuando los alimentos frescos suben de precio por mal clima, los congelados no se verán afectados mientras aún haya inventario disponible de la cosecha anterior.

Los supermercados son quienes localmente comercializan la mayor variedad de estos productos, desde verduras y hierbas congeladas hasta comidas precocinadas o fabulosos helados. Hay ciertas tendencias de los consumidores en este tiempo, donde los alimentos congelados y de rápida preparación son preferidos<sup>65</sup>.

Los sectores donde la empresa desarrolla sus actividades, presentan como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, la necesidad de profesionales especializados y con experiencia en el desarrollo de los productos, la necesidad de fuertes inversiones de capital en maquinaria, tecnología, etc., el acceso a proveedores, altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios, la experiencia y el *Know how* necesario para incursionar en este sector, el factor climático puesto que su principal materia prima depende de la agricultura.

Por su parte, la principal barrera de salida que tiene el sector de transformación de materias primas es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad, por su parte para el sector comercial, los compromisos a largo plazo con clientes y proveedores, representa su gran barrera de salida.

<sup>60</sup> file:///C:/Users/Luis%20Jaramillo/Downloads/Boletin-Cifras-Productivas-OCT2022.pdf

<sup>61</sup> Obtenido de: <https://www.directoalpaladar.com/nuevas-tendencias/la-iqf-o-congelacion-rapida-de-manera-individual>

<sup>62</sup> <https://www.revistalideres.ec/lideres/vegetales-congelados-llegan-eeuu-ecuador.html>

<sup>63</sup> <https://www.revistalideres.ec/lideres/vegetales-congelados-llegan-eeuu-ecuador.html>

<sup>64</sup> <https://www.veritradecorp.com/es/ecuador/importaciones-y-exportaciones-veconsa-sa/ruc-0991311602001>

<sup>65</sup> <http://bvs.minsa.gob.pe/local/minsa/2603.pdf>

## Expectativas

La industria del sector agroindustrial en el que se desarrolla SEMVRA-VECONSA S.A. es uno de los sectores que en los últimos años ha incrementado su participación en el PIB y el que tiene mayor participación respecto a las exportaciones no petroleras. De acuerdo con las previsiones macroeconómicas realizadas por el Banco Central del Ecuador, se estima que la industria de elaboración de productos alimenticios registre un valor agregado bruto de 1,6% para el año 2023.<sup>66</sup>

La industria de los alimentos congelados está creciendo y se prevé que llegue a USD 363,90 millones en el mercado para 2024, en vista que los productos congelados vienen con una serie de ventajas como: mayor vida útil, más nutrientes (los productos se congelan cuando tienen la mayoría de los minerales y vitaminas, que se conservan en el proceso de congelación y se mantienen por un periodo más largo), y facilidad de dividir en porciones y poder almacenarse para su uso futuro.

Por otro lado, a causa de la creciente tendencia de comidas rápidas, los fabricantes han refinado las técnicas de almacenamiento, preparación y recalentamiento, para crear comidas sanas, sabrosas y de calidad. Ahora, incluso las variedades tradicionales o étnicas que requieren un largo tiempo de preparación están impulsando el mercado de los alimentos congelados. Esta es la razón por la cual, el sector de congelados de comidas preparadas, también se prevé que crezca enormemente hasta el 2024<sup>67</sup>.

## Posición Competitiva de la Empresa

SEMVRA-VECONSA S.A., considerando el CIU (C1030.12)<sup>68</sup>, tiene como actividad principal, exportación de frutas, pulpa de frutas, legumbres y hortalizas mediante el congelado, secado, deshidratado, inmersión en aceite o vinagre, enlatado, etcétera. De acuerdo a la información remitida por la compañía, SEMVRA-VECONSA S.A. ocupó el primer lugar en el ranking de exportadores, es líder en banano IQF con el 28% del mercado, plátano IQF con el 24%, gandul IQF con el 39% y gandul enlatado con el 51%.

CUADRO 18: PRINCIPALES COMPETIDORES - EXPORTACIÓN DE BANANO- ESTADOS UNIDOS

Nombre	Participación
SEMVRA-VECONSA S.A.	26%
Inalma S.A. de Honduras	18%
Life Food Product Ecuador Lifeprodec S.A.	15%
Filiberto S.A.	12%
Caminos del Sol S.A.	8%
Otros	21%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

### PRINCIPALES COMPETIDORES – EXPORTACIÓN

CUADRO 19: BANANO IQF

Exportador	Participación
SEMVRA	28%
Chiquita (Costa Rica)	22%
Tropilight (Guatemala)	20%
Otros	30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

CUADRO 20: GANDUL IQF

Exportador	Participación
SEMVRA	39%
Veg&Fruit (Perú)	25%
Procesadora SAC (Perú)	21%
Otros	15%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

CUADRO 21: PLÁTANO IQF

Exportador	Participación
SEMVRA	24%
Inalma (Honduras)	21%
Lifeprodec (Ecuador)	13%
Otros	42%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

CUADRO 22: GANDUL ENLATADO

Exportador	Participación
SEMVRA	51%
Veg&Fruit (Perú)	17%
Procesadora SAC (Perú)	17%
Otros	15%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International

<sup>66</sup> Previsiones macroeconómicas 2023. resultados a precios corrientes y constantes, base 2007. Banco Central del Ecuador.

<sup>67</sup> <https://elproductor.com/noticias/los-productos-congelados-generan-menos-desperdicios/>

<sup>68</sup> [https://aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec/SIN/resul\\_correspondencia.php?ciiu=12&id=C1030.12](https://aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec/SIN/resul_correspondencia.php?ciiu=12&id=C1030.12)

La empresa tiene una 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, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis SEMVRA-VECONSA S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 23: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Apropiada diversificación de productos	Sensibilidad a la variación de los costos y precios de la energía eléctrica y combustibles
Personal capacitado	
Pertenece a un grupo importante de empresas	
Buenas relaciones internacionales	Concentración de clientes en el exterior
Cuenta con planes de contingencia para enfrentar posibles crisis operacionales	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Crecimiento constante del mercado de sus productos	Cambio del comportamiento de consumo del mercado
Productos con alta demanda en Estados Unidos y Puerto Rico	Mayores exigencias fitosanitarias en el país y en los países donde se exporta el producto
El gandul, uno de sus principales materias primas es un vegetal de alta resistencia a los distintos factores climáticos	Nuevas medidas arancelarias por ingreso de productos ecuatorianos en el mercado de Estados Unidos y Puerto Rico
Llegar a ser líder en la exportación de gandul congelado	

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Riesgo operacional

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

La operación de SEMVRA-VECONSA S.A. se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno, por lo que, considerando la vulnerabilidad de sus activos, especialmente de sus equipos, inventarios e infraestructura, contrató una póliza de seguro en el ramo de Multirisgo Industrial, responsabilidad civil, transporte interno, fidelidad, mismas que se encuentran vigentes hasta el 30 de abril de 2023.

El manejo de información precisa de un cuidado especial en la industria en la que se desenvuelve SEMVRA-VECONSA S.A., es así que, se realizan diariamente respaldos de la información generada en Cintas, CD o DVD, la obtención de los respaldos se realiza a través de un software automático de respaldo en discos. Los respaldos son entregados en la ruta que decida el Jefe de Aplicaciones o de Operaciones TI, siguiendo el procedimiento establecido.

Por otro lado, se debe mencionar que el abastecimiento de materias primas es un procedimiento importante para este tipo de industrias, SEMVRA-VECONSA S.A. cuenta con la ventaja de mantener relaciones comerciales de muchos años con sus proveedores, a la vez que el país tiene a su disposición un amplio número de productores agrícolas, por lo que presenta un poder de negociación positivo.

Otro riesgo que se afecta la actividad de la empresa es el relacionado con el factor climático, que resulta muy difícil de predecir y que afecta directamente a la materia prima que utiliza la compañía, pues proviene de la producción agrícola cultivada por sus proveedores.

## Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **SEMVRA-VECONSA S.A.**, se realizó en base a los informes auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 junto a las cifras de los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 31 de agosto de 2022 y 31 de agosto de 2023.

### Análisis de los Resultados de la Empresa

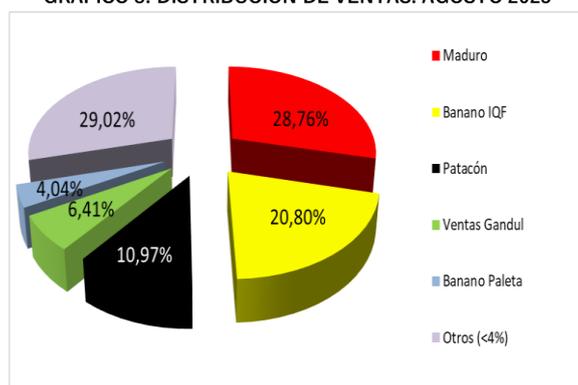
Los ingresos ordinarios de SEMVRA-VECONSA S.A. presentaron un comportamiento creciente, pasando de USD 51,27 millones en 2019 a USD 52,91 millones en diciembre de 2020 y USD 62,48 millones en diciembre de 2021, gracias al incremento de la demanda internacional de maduro y patacón. Adicionalmente, de acuerdo a lo indicado por la Compañía a partir del mes de agosto de 2021, SEMVRA-VECONSA S.A. adquiere las operaciones de Agrícola Oficial S.A. AGROFICIAL teniendo tres localidades (Vía Daule/Babahoyo/Vía a la Costa) por ello el incremento de ventas en las líneas banano IQF, paleta y otros, ingresos que no se tenía en el año 2020.

Para diciembre de 2022, los ingresos continúan creciendo, hasta registrar USD 82,23 millones (+31,62% frente a 2021), dicho resultado obedece a que en ese año se consolidó la operación de la línea de Banano en SEMVRA-VECONSA S.A., por tal motivo se evidencia un crecimiento significativo del volumen de producción en esa línea.

Para los periodos interanuales, los ingresos crecieron de USD 44,90 millones en agosto de 2022 a USD 47,62 millones en agosto 2023, existió una variación interanual de +6,06% que obedece a que SEMVRA-VECONSA S.A. tiene un proceso estacional, propio de su giro de negocio y además, a la estabilización de uno de los proyectos más importantes de la empresa, mismo que se encuentra enfocado en el crecimiento del volumen de la producción de la línea de Banano, este producto fue capaz de generar USD 2,00 millones más de ventas que en el periodo anterior.

Al referirnos a los ingresos de la compañía por la línea de negocio, se debe indicar que, para agosto de 2023, el mayor predominio registró la venta de “Maduro” con el 28,76%, le siguen las ventas de “Banano IQF” y “Patacón” que, para este mes, representan el 20,80% y el 10,97% de los ingresos respectivamente, entre las principales.

GRÁFICO 8: DISTRIBUCIÓN DE VENTAS. AGOSTO 2023



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

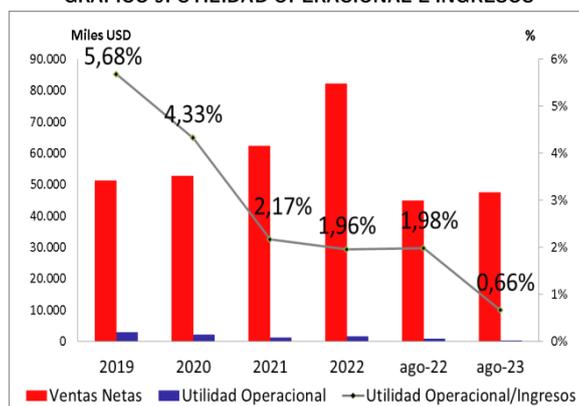
La tendencia observada en el costo de ventas fue creciente frente a los ingresos, es así que pasó de significar el 75,49% en 2020 a 75,59% en el año 2021 y 81,91% a diciembre de 2022, lo mencionado obedece al aumento de tarifas de fletes por parte de las navieras a nivel mundial. Adicionalmente, en el año 2022, se consolidó la operación de la línea de Banano en SEMVRA-VECONSA S.A., por tal motivo se evidencia un incremento en los costos de los insumos de producción (efecto post guerra).

Por su parte para el 31 de agosto de 2023, el costo de ventas representó el 83,70%, valor porcentual superior a lo registrado en su similar periodo del año 2022 (77,85% de los ingresos), debido al impacto en el precio de la materia prima de plátano por escasez mundial debido a factores climáticos, además el consumo interno de plátano fresco incrementó, lo que provoca que la oferta disponible se limite y por ende incremente el precio del mismo.

Los gastos operacionales mantuvieron una participación decreciente sobre los ingresos entre los años 2021 y 2022, pues la empresa logró implementar eficientemente los planes de control de gasto dentro de su operación, es así que pasaron de 22,24% en el año 2021 a 16,13% en 2022. Dentro de los gastos operacionales, se concentraron los gastos de sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales, gastos aduaneros, y publicidad. En los periodos interanuales, los gastos operativos pasaron de significar el 20,17% de los ingresos en agosto de 2022 a 15,64% en agosto de 2023.

Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, lo que originó a lo largo de todo el periodo analizado resultados operativos positivos. La utilidad operativa pasó de representar el 4,33% de los ingresos en 2020 a 2,17% en 2021 y 1,96% en diciembre de 2022. En los cortes interanuales el margen operativo pasó de 1,98% de los ingresos en agosto de 2022 a 0,66% en agosto de 2023 afectado por el incremento del costo de ventas principalmente.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos e impuestos, la Compañía estuvo en la capacidad de generar un margen neto en cada uno de los periodos anuales analizados, no obstante, decreció de 1,19% de los ingresos en 2020 a 1,91% en 2021 y 1,02% en diciembre de 2022. Para los cortes interanuales, la compañía registró pérdidas antes de impuestos, mismas que significaron un -1,85% de los ingresos en agosto de 2022 y -5,61% en agosto de 2023, pues su margen operacional no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros.

Lo mencionado anteriormente obedece a que SEMVRA-VECONSA S.A. tiene un proceso estacional, propio de su giro de negocio, pues en el primer semestre se enfoca en producción y comercialización de plátano, mientras que, en el segundo semestre, concentra su capacidad en la zafra de Gandul y temporada de venta de conservas locales. En el primer semestre del año en curso, la empresa se vio afectada por los altos precios de la materia prima de plátano producto de una escasez mundial por factores climáticos, sumado a que en el mercado interno se amplió la especificación del plátano fresco de exportación. Lo cual disminuyó el volumen disponible del plátano de rechazo, principal fuente de abastecimiento de producción/exportación. Esto a su vez, encareció el precio por ton de materia prima. Adicionalmente SEMVRA-VECONSA S.A. ha tenido un retraso en la zafra de gandul. Asimismo, se explica que han logrado implementar un esquema de pricing en el cual los impactos que se vayan generando por los costos de las principales materias primas sean trasladados vía el incremento de los precios.

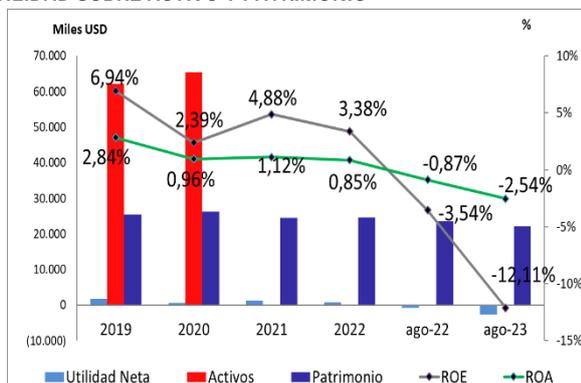
## Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Entre los años 2019 y 2022, tanto el ROA como el ROE fueron positivos, lo que demostró que los activos de la compañía generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron una rentabilidad sobre su inversión. Para los cortes interanuales de agosto (2022 y 2023) los indicadores arrojan indicadores negativos, debido a las pérdidas generadas.

CUADRO 24, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	2,84%	0,96%	1,12%	0,85%
ROE	6,94%	2,39%	4,88%	3,38%

Ítem	ago-22	ago-23
ROA	-0,87%	-2,54%
ROE	-3,54%	-12,11%



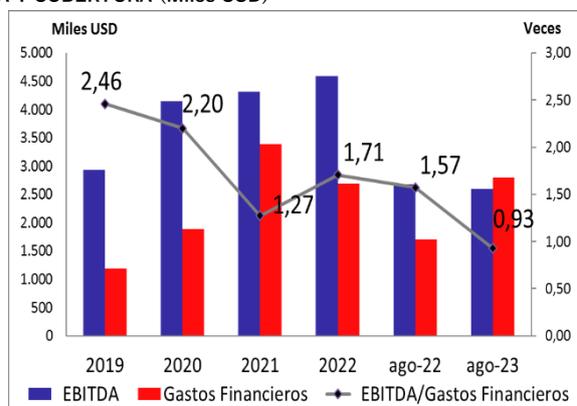
Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2020, el EBITDA (acumulado) de la compañía mostró un comportamiento decreciente, no obstante, se evidenció una cobertura aceptable sobre sus gastos financieros (excepto en agosto de 2023), lo que demuestra que la generación de recursos propios es adecuada para su normal desenvolvimiento.

CUADRO 25, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	2.931	4.143	4.318	4.589
Gastos Financieros	1.191	1.882	3.391	2.688
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,46	2,20	1,27	1,71

Ítem	ago-22	ago-23
EBITDA	889	314
Gastos Financieros	1.702	2.801
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,57	0,93



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado Activos

El activo total de SEMVRA-VECONSA S.A. presentó un comportamiento decreciente a partir del año 2021, desde USD 106,54 millones en ese año a USD 98,40 millones en diciembre de 2022 y USD 105,23 millones en agosto de 2023, en este último corte existió una variación de +6,93% determinada por efectivo y equivalentes de efectivo principalmente. De acuerdo lo indicado por la Administración de la Compañía, los movimientos responden al proceso estacional propio del negocio enfoca su primer semestre en la producción y comercialización de plátano y banano congelado y en el segundo semestre la zafra de Gandul.

En cuanto a su estructura, los activos presentan una mayor participación en aquellos de tipo corriente, aunque con un comportamiento decreciente, pues pasaron de 65,84% sobre el total de activos en el año 2021 a 56,79% al cierre del año 2022 y 57,81% en agosto de 2023. La cuenta más relevante en este último corte fue

cuentas por cobrar relacionadas<sup>69</sup>, significó el 19,76% del activo total (27,82% en diciembre de 2022); le sigue efectivo y equivalentes de efectivo con el 18,57% (7,32% en diciembre de 2022) e inventarios<sup>70</sup> con el 14,23% (17,78% en diciembre de 2022).

Se debe aclarar que las cuentas por cobrar a relacionadas y clientes<sup>71</sup> mantienen constantes fluctuaciones (+/-), lo que básicamente obedece a que, en el año 2022, por temas estratégicos, a partir de agosto, empieza la operación de la empresa Semvra USA como trader de SEMVRA-VECONSA S.A. hacia los clientes del exterior. Al crear esta empresa relacionada, la cartera cambia de cuenta contable y pasa de ser clientes por exportación directa a clientes por exportación directa relacionadas.

Los activos no corrientes por su lado crecieron de 34,16% de los activos totales en diciembre de 2021 a 43,21% en 2022 (42,19% en agosto de 2023). Su cuenta más relevante fue propiedad planta y equipo, misma que representó el 38,04% del activo total en 2022 (35,05% en agosto de 2023) y le sigue de lejos cuentas por cobrar relacionadas con el 4,71% (2,59% en diciembre de 2022).

## Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de 77,03% en 2021 a 74,89% en diciembre de 2022 y 79,04% en agosto de 2023, comportamiento que obedece a las fluctuaciones observadas en la deuda con costo principalmente. Por otro lado, se debe destacar que, a partir del año 2022, dentro de su estructura, prevalece el pasivo no corriente, como efecto de mayor deuda con costo de largo plazo.

Entre tanto, el pasivo corriente financió el 36,16% del activo total en diciembre de 2022 y un 31,89% en agosto de 2023, en donde su principal rubro fue obligaciones con el Mercado de Valores, que fondeó el 12,99% de los activos en 2022 (10,95% en agosto de 2023); le sigue obligaciones financieras con el 10,58% (10,04% en agosto de 2023) y proveedores<sup>72</sup> (locales y del exterior) con el 5,94% (5,02% en agosto de 2023).

Por su parte, el pasivo no corriente financió el 38,73% de los activos en el año 2022 y el 47,16% en agosto de 2023, siendo su cuenta más representativa obligaciones financieras a largo plazo, con el 35,24% de los activos en 2022 y el 43,04% en agosto de 2023.

La deuda financiera<sup>73</sup> de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Sistema Financiero, el mercado de Valores; y pasivo por arrendamiento; al 31 de agosto de 2023 ascendió a USD 68,15 millones (64,76% frente al activo), recursos destinados en su mayoría para financiar capital de trabajo. Es importante señalar que la deuda financiera superó en 3,09 veces el valor del patrimonio y significó el 81,93% del pasivo en el corte interanual agosto de 2023.

## Patrimonio

El patrimonio registró un comportamiento variable, con ascensos y descensos alternados año con año, es así que pasó de USD 26,27 millones en 2020 a USD 24,47 millones en 2021, USD 24,71 millones en diciembre de 2022 y USD 22,05 millones en agosto de 2023. Las variaciones obedecen principalmente a los cambios en utilidad neta del ejercicio, y resultados acumulados. Por su parte, la participación del patrimonio en el financiamiento de los activos varió de un 22,97% en 2021, 25,11% en diciembre de 2022 y 20,96% en agosto de 2023, lo que implica un alto apalancamiento con recursos de terceros.

<sup>69</sup> Al 31 de diciembre de 2022, las cuentas por cobrar a partes relacionadas están conformadas por las siguientes empresas: Semvra USA, LLC., Semvra Ecuador S.A. Islandcorp S.A. Chivería S.A. y Fadesa. Las transacciones entre partes relacionadas son realizadas en los términos acordados entre las partes, los saldos pendientes al cierre del año no están garantizados, no devengan intereses y son liquidados en efectivo. La variación en el corte agosto de 2023 responde a que el pico de ventas está en el segundo semestre por lo que los saldos de cuentas por cobrar al cierre de año quedan elevados y se recuperan en el primer semestre.

<sup>70</sup> La variación en agosto de 2023 responde a que al cierre de 2022 la Compañía dejó inventario de Gandul para poder comercializarlo en el primer semestre del 2023 además de la alta rotación en su principal línea de negocio que es el plátano.

<sup>71</sup> El informe de auditoría del año 2022 menciona que las cuentas por cobrar a clientes no generan intereses y poseen un periodo de crédito promedio de hasta 45 días.

<sup>72</sup> El informe de auditoría del año 2022 menciona que las cuentas por pagar a proveedores corresponden a saldos por compras de materias primas que no devengan intereses con un plazo promedio de crédito de 30 días.

<sup>73</sup> Entre los años 2022 y 2021 la deuda financiera disminuyó en 4,64% pues, la compañía realizó un cambio en la fuente de financiamiento, sustituyendo mercado de valores con la Banca.

Dentro de su estructura, el principal rubro es resultados acumulados, que a diciembre de 2022 significó el 14,01% de los activos totales; el 13,83% en agosto de 2023; le sigue capital social que, a lo largo del periodo analizado se mantuvo sin variaciones en una suma de USD 9,27 millones y que financió al activo total en un 9,42% en el año 2022 y en un 8,80% en agosto de 2023. Finalmente, a partir del año 2021, los rubros reservas y utilidad del ejercicio presentaron participaciones inferiores al 1% de los activos.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

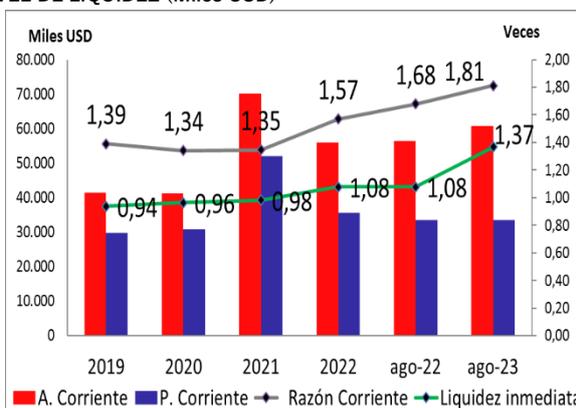
## Flexibilidad Financiera

El indicador de liquidez (razón corriente) se ubicó por encima de la unidad durante los periodos analizados, lo que refleja que la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo, además evidencia la inexistencia de recursos ociosos. Consecuentemente el capital de trabajo fue positivo, representando el 20,62% del activo total en diciembre de 2022 y el 25,92% en agosto de 2023.

CUADRO 26, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	41.411	41.299	70.139	55.879
Pasivo Corriente	29.779	30.778	52.086	35.586
Razón Circulante (veces)	1,39	1,34	1,35	1,57
Liquidez Inmediata (veces)	0,94	0,96	0,98	1,08

Ítem	ago-22	ago-23
Activo Corriente	56.393	60.830
Pasivo Corriente	33.604	33.556
Razón Circulante (veces)	1,68	1,81
Liquidez Inmediata (veces)	1,08	1,37



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Indicadores de Eficiencia

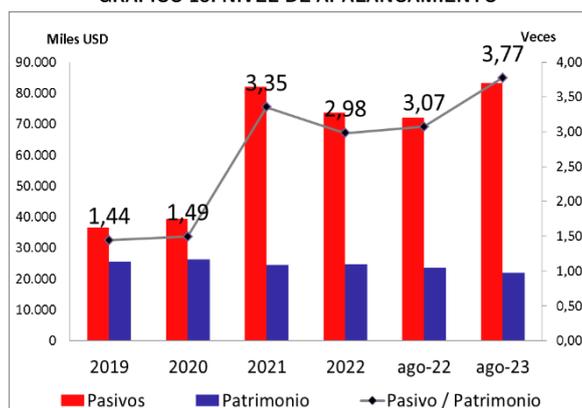
SEMVRA-VECONSA S.A. presentó un periodo de cobros decreciente desde 139 días en 2021 hasta 126 días en diciembre de 2022, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso, aproximadamente.

Por otro lado, el indicador duración de existencias, pasó de 147 días en diciembre de 2021 a 95 días en diciembre de 2022. Mientras que, el indicador que revela el periodo de pago a proveedores se ubicó en 32 días en el año 2022 (104 días en 2021). Lo mencionado demostró un desfase de 189 días en diciembre de 2022 (182 días en 2021) entre el periodo de cobro a clientes, el pago a proveedores y la duración de existencias, lo que demuestra que la compañía debe recurrir a otras fuentes de financiamiento aparte de proveedores, para su normal desenvolvimiento.

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía se ubicó en 2,98 veces en diciembre de 2022 y 3,77 veces en agosto de 2023. Su comportamiento superior a la unidad, evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Entre tanto, el indicador que relaciona los pasivos totales con el capital social pasó de 7,95 veces en 2022 a 8,98 veces en agosto de 2023. Lo mencionado refleja cuántas veces la deuda de la empresa supera el aporte de los accionistas. Se debe destacar que, debido al giro de negocio, la deuda financiera de la compañía crece usualmente en el tercer trimestre del año, ya que en este periodo se inicia la compra de gandul, misma que se extiende hasta el cuarto trimestre. Esto permite contar con mayor flujo, producto de los cobros de las ventas de gandul y con ello reducir el nivel de endeudamiento para el último trimestre del año.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) se ubicó en 16,06 años en diciembre de 2022 y 18,46 años en agosto de 2023, determinando que los recursos propios de la compañía permitirían cancelar el total de sus obligaciones en dicho periodo de tiempo. Por otro lado, el indicador que relaciona la deuda financiera/EBITDA (anualizado) registró 12,76 años en diciembre 2022 y 15,12 años en agosto de 2023, cifra que refleja el tiempo en que la compañía podría cancelar la totalidad de su deuda con costo.

## Contingentes

De acuerdo a información reportada por SEMVRA-VECONSA S.A., al 31 de agosto de 2023 la empresa mantiene varias operaciones como codeudor con instituciones financieras locales, cuyo monto representa el 8,33% de los activos de la compañía, sin embargo, no representan un riesgo para la compañía en caso de incumplimiento por parte del titular.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>74</sup>

Hasta el 01 de octubre de 2023, el Mercado de Valores autorizó 57 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 25 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 433,50 millones, valor que representó 43,79% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 989.91 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,04%, mientras que las titularizaciones representaron el 20,17%.

<sup>74</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

## ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.479	8.532	24.036	8.028	7.199	19.541
Cuentas por cobrar clientes comerciales	8.577	6.818	9.243	3.427	189	271
Cuentas por cobrar relacionadas	10.078	12.285	14.226	18.695	27.379	20.790
Inventarios	13.514	11.604	19.032	20.120	17.497	14.978
Otros Activos Corrientes	4.763	2.060	3.602	6.123	3.615	5.250
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>41.411</b>	<b>41.299</b>	<b>70.139</b>	<b>56.393</b>	<b>55.879</b>	<b>60.830</b>
Propiedad, planta y equipo	18.866	22.543	33.356	36.376	37.433	36.879
Inversiones en subsidiarias	1.363	1.105	299	299	135	135
Otros activos no corrientes	405	555	2.742	2.543	4.956	7.382
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>20.634</b>	<b>24.203</b>	<b>36.397</b>	<b>39.218</b>	<b>42.524</b>	<b>44.396</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>62.045</b>	<b>65.502</b>	<b>106.536</b>	<b>95.611</b>	<b>98.403</b>	<b>105.226</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones Financieras (Préstamos)	18.081	17.844	34.157	19.632	23.197	22.088
Proveedores (locales y exterior)	7.574	5.287	13.442	7.994	5.850	5.279
Otros Pasivos Corrientes	4.124	7.647	4.487	5.979	6.539	6.189
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>29.779</b>	<b>30.778</b>	<b>52.086</b>	<b>33.604</b>	<b>35.586</b>	<b>33.556</b>
Obligaciones Financieras (Préstamos)	3.991	5.942	26.397	35.000	34.680	45.285
Otros Pasivos No Corrientes	2.881	2.517	3.586	3.523	3.430	4.335
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>6.872</b>	<b>8.459</b>	<b>29.983</b>	<b>38.523</b>	<b>38.110</b>	<b>49.620</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>22.072</b>	<b>23.786</b>	<b>61.058</b>	<b>54.938</b>	<b>58.577</b>	<b>68.145</b>
Deuda Financiera C/P	18.081	17.844	34.423	19.700	23.547	22.292
Deuda Financiera L/P	3.991	5.942	26.635	35.238	35.030	45.853
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>36.651</b>	<b>39.237</b>	<b>82.069</b>	<b>72.127</b>	<b>73.696</b>	<b>83.176</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	9.265	9.265	9.265	9.265	9.265	9.265
Reservas	1.953	2.130	705	825	824	908
Resultados acumulados	12.591	13.534	13.844	14.225	13.782	14.549
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>25.394</b>	<b>26.265</b>	<b>24.467</b>	<b>23.484</b>	<b>24.707</b>	<b>22.051</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
Ventas Netas	51.265	52.906	62.475	44.898	82.231	47.619
Costo de ventas	39.772	39.939	47.225	34.955	67.358	39.858
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>11.493</b>	<b>12.967</b>	<b>15.250</b>	<b>9.943</b>	<b>14.873</b>	<b>7.761</b>
TOTAL GASTOS	8.582	10.678	13.894	9.054	13.263	7.446
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.911</b>	<b>2.289</b>	<b>1.356</b>	<b>889</b>	<b>1.610</b>	<b>314</b>
Gastos Financieros	1.191	1.882	3.391	1.702	2.688	2.801
Otros ingresos/egresos no operacionales	230	415	3.143	(17)	1.893	(185)
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.</b>	<b>1.950</b>	<b>822</b>	<b>1.108</b>	<b>(830)</b>	<b>815</b>	<b>(2.671)</b>
Impuesto a la Renta	188	195	(86)	0	(21)	0
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>1.762</b>	<b>627</b>	<b>1.194</b>	<b>(830)</b>	<b>836</b>	<b>(2.671)</b>
Otros resultados integrales	(177)	709	(541)	0	0	0
<b>Resultado integral del año</b>	<b>1.585</b>	<b>1.336</b>	<b>653</b>	<b>(830)</b>	<b>836</b>	<b>(2.671)</b>

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
Gastos Operacionales / Ingresos	16,74%	20,18%	22,24%	20,17%	16,13%	15,64%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,68%	4,33%	2,17%	1,98%	1,96%	0,66%
Utilidad Neta del Ejercicio / Ingresos	3,44%	1,19%	1,91%	-1,85%	1,02%	-5,61%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	165,21%	365,07%	113,57%	-107,07%	192,58%	-11,77%
Utilidad Neta / capital permanente	15,71%	5,50%	11,98%	-12,35%	8,29%	-39,39%
Utilidad Operativa / capital permanente	25,95%	20,09%	13,60%	13,22%	15,96%	4,64%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	13,05%	66,19%	263,23%	2,07%	226,44%	6,92%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	67,59%	300,16%	284,00%	-205,00%	321,53%	-104,85%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	6,94%	2,39%	4,88%	-3,54%	3,38%	-12,11%
Rentabilidad sobre Activos	2,84%	0,96%	1,12%	-0,87%	0,85%	-2,54%
Rentabilidad operacional / activos operacionales	9,12%	6,04%	2,03%	2,79%	3,59%	0,83%
Resultados operativos medidos / activos totales	4,69%	3,49%	1,27%	1,39%	1,64%	0,45%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,39	1,34	1,35	1,68	1,57	1,81
Liquidez Inmediata	0,94	0,96	0,98	1,08	1,08	1,37
Capital de Trabajo	11.632	10.521	18.053	22.789	20.293	27.274
Capital de Trabajo / Activos Totales	18,75%	16,06%	16,95%	23,83%	20,62%	25,92%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	2.931	4.143	4.318	2.678	4.589	2.595
EBITDA anualizado	2.931	4.143	4.318	4.016	4.589	4.506
Ingresos	51.265	52.906	62.475	44.898	82.231	47.619
Gastos Financieros	1.191	1.882	3.391	1.702	2.688	2.801
EBITDA / Ingresos	5,72%	7,83%	6,91%	5,96%	5,58%	5,45%
EBITDA/Gastos Financieros	2,46	2,20	1,27	1,57	1,71	0,93
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,13	0,10	0,02	0,02	0,03	0,00
EBITDA/Deuda Total	0,13	0,17	0,07	0,07	0,08	0,07
Flujo libre de caja / Deuda total	1,05	2,26	1,38	0,26	0,13	0,37
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	25,05	0,79	0,33	0,86	0,73	1,90
Gastos de Capital / Depreciación	1,56	3,28	6,12	2,60	2,23	1,04
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	1,44	1,49	3,35	3,07	2,98	3,77
Activo Total / Capital Social	6,70	7,07	11,50	10,32	10,62	11,36
Pasivo Total / Capital Social	3,96	4,23	8,86	7,78	7,95	8,98
Pasivo Total / Activo Total	59,07%	59,90%	77,03%	75,44%	74,89%	79,04%
Capital Social / Activo Total	14,93%	14,14%	8,70%	9,69%	9,42%	8,80%
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	7,53	5,74	14,14	13,68	12,76	15,12
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	12,50	9,47	19,01	17,96	16,06	18,46
Deuda Financiera / Pasivo	60,22%	60,62%	74,40%	76,17%	79,48%	81,93%
Deuda Financiera / Patrimonio	86,92%	90,56%	249,55%	233,94%	237,09%	309,03%
Deuda total de corto plazo / Deuda total	81,92%	75,02%	56,38%	35,86%	40,20%	32,71%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	40,93%	40,10%	22,97%	24,56%	25,11%	20,96%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	160	139	142	125	126	116
Duración de Existencias (días)	124	106	147	140	95	91
Plazo de Proveedores	70	48	104	56	32	32

Fuente: SEMVRA-VECONSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## ANEXO IV: ESTADOS DE SITUACIÓN PROYECTADOS

(en miles USD)	2023	2024	2025
Caja y bancos	5.316	4.641	5.300
Inversiones financieras	16	16	16
Cuentas por cobrar comerciales CP	29.137	30.594	32.123
Inventarios	18.929	19.802	20.793
Otras Cuentas por cobrar	495	520	546
Activos por impuestos corrientes	2.549	2.677	2.811
Gastos pagados por anticipado y otros activos	693	727	764
<b>Activo Corriente</b>	<b>57.135</b>	<b>58.977</b>	<b>62.351</b>
Propiedad, planta y equipo, neto	41.083	40.004	38.912
Inversión en subsidiaria	135	135	135
Impuestos diferidos	2.551	2.551	2.551
Otros activos no corrientes	678	712	748
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>101.582</b>	<b>102.379</b>	<b>104.697</b>
Oblig. con instituciones financieras	11.145	10.917	14.781
Obligaciones emitidas	15.000	15.000	0
Cuentas por pagar - Proveedores	5.728	5.599	5.672
Cuentas por pagar Cías Relacionadas	5.096	5.331	5.597
Pasivos por impuestos corrientes	511	537	564
Otros pasivos corrientes	1.729	1.815	1.906
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>39.208</b>	<b>39.198</b>	<b>28.520</b>
Oblig. con instituciones financieras LP	33.226	32.547	44.066
Impuestos Diferidos	197	197	197
Otros pasivos y beneficios no corrientes	3.456	3.628	3.810
<b>Pasivo no Corriente</b>	<b>36.878</b>	<b>36.372</b>	<b>48.072</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>76.087</b>	<b>75.570</b>	<b>76.592</b>
Capital social	9.265	9.265	9.265
Reservas	908	986	1.118
Resultados acumulados	14.534	15.243	16.426
Resultados Ejercicio	788	1.314	1.296
<b>PATRIMONIO</b>	<b>25.495</b>	<b>26.809</b>	<b>28.105</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating