

**CALIFICACIÓN:**

Quinto Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*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 pertenece y a la economía en general.*

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

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

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

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para el Quinto Programa de Papel Comercial de VECONSA S.A. en comité No. 226-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 13 de agosto de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha a junio de 2021. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 12 de julio de 2021 por un monto de hasta USD 20.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector agroindustrial manufacturero es un sector en crecimiento con mucho potencial de desarrollo para productos agrícolas debido a las condiciones climáticas óptimas y favorables del país. Asimismo, el país ha firmado nuevos acuerdos comerciales en los últimos años que generan apertura a nuevos mercados y oportunidades de expansión para las empresas exportadoras como VECONSA S.A. Para el año 2020 se registraron decrecimientos en la economía en general por la emergencia sanitaria ocasionada por el COVID-19, al reducirse el consumo y la producción y al limitarse el tránsito y movilidad a nivel nacional. Puntualmente, el sector de fabricación de productos alimenticios presentó un incremento en su demanda por las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central en el 2020. Todo esto representa una oportunidad para el Emisor, que ha evidenciado mayores ventas durante el año 2020. La situación a futuro todavía es incierta dado que aún no se vislumbra un final, por lo que los efectos económicos son difíciles de proyectar.
- El Emisor, forma parte de un grupo sólido de empresas, Grupo Vilaseca, que tiene años de experiencia en el sector de manufactura y cuenta con una amplia trayectoria en el país en sus diversas líneas de negocio. Asimismo, el Emisor cuenta con prácticas de Gobierno Corporativo lo que garantiza la administración objetiva de la compañía y define las funciones de cada uno de los directivos y áreas para el desarrollo de sus operaciones. Cuenta con un Directorio estatutario para asegurar el cumplimiento de objetivos y funciones de los directivos de la compañía, haciendo énfasis en la objetividad de la administración.
- VECONSA S.A. está posicionada como la primera empresa del Ecuador en fabricación de alimentos congelados y enlatados. La empresa exporta la mayor parte de su producción, vendiendo el 70% de sus productos a 43 países, donde cuenta con una importante participación de mercado en productos como: plátano, maduro y gándul.
- Las ventas de VECONSA S.A. han mantenido una tendencia positiva constante desde el año 2017. En el año 2018, dado que la mayoría de la producción se destina al mercado internacional, las ventas de la compañía registraron una demanda atípica por las condiciones climáticas de Centroamérica que redujeron su producción regional y se incrementaron las exportaciones en dicho año. En el 2019, el volumen de ventas se normalizó frente al presupuesto estimado. Al 2020, con la pandemia de COVID-19 se registró un incremento en ventas debido al tipo de productos que produce el Emisor, enlatados y congelados, que incrementaron su demanda. Los resultados siempre se mantuvieron positivos y constantes en el periodo de análisis producto de la estructura de gastos flexible, a excepción del año 2017 donde se registró una pérdida neta a causa del incendio de la planta industrial.
- La compañía a partir de agosto de 2021 agregó una nueva línea a su portafolio de productos mediante la adquisición de activos y pasivos de una empresa relacionada, lo que le permitirá presentar un crecimiento en ventas y un mayor margen de contribución, que fortalecen la cobertura de EBITDA/ gasto financiero y los indicadores de liquidez. En 2021 optó por fuentes de financiamiento de largo plazo con la banca local, en condiciones y términos favorables, que permitirán tener años de pago con EBITDA por debajo de los pactados con las distintas instituciones, acentuando la solvencia y liquidez de la institución.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y adicionalmente, se obliga a mantener como límite de endeudamiento una relación de pasivos con costo sobre patrimonio no mayor a 3 veces.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de VECONSA S.A. provienen en su mayoría de las ventas realizadas al mercado extranjero con exportaciones a Centroamérica y Estados Unidos. Las ventas para el mercado nacional se realizan a través de la compañía relacionada Tropicalimentos S.A. por la integración vertical con la que cuenta al formar parte de Grupo Vilaseca. Las ventas de la compañía presentaron un comportamiento fluctuante entre el año 2017 y 2020 con un monto mínimo de USD 47,55 millones y un máximo de USD 56,46 millones. En el año 2017, los resultados fueron distorsionados por un incendio que se dio en una de las plantas industriales de la compañía, que provocó gastos elevados y pérdidas considerables. En el año 2018 se registró un incremento atípico en las ventas como consecuencia de las malas condiciones climáticas y huracanes que provocaron malas cosechas en el mercado Centroamericano, lo que incrementó la demanda de productos del Emisor. En el año 2020, las ventas de la compañía registraron un crecimiento del 3% frente al año anterior, equivalente a USD 1,64 millones adicionales. Este incremento se atribuye a la emergencia sanitaria ocasionada por el COVID-19, ya que el Emisor se enfoca en la fabricación y comercialización de enlatados y productos congelados, que incrementaron su demanda por la necesidad de los hogares de abastecerse de este tipo de alimentos.

Históricamente, la compañía financió sus actividades en promedio en 40% a través de recursos propios, situación de apalancamiento conservadora frente a otras empresas del sector. La principal fuente de financiamiento externo de la compañía fueron las obligaciones con costo, principalmente programas de papel comercial, que han sido renovados conforme sus vencimientos. Hasta junio de 2021 la compañía captó recursos de la banca local en términos y plazos convenientes, lo que concentró las obligaciones bancarias en el largo plazo y permitió una estructura de pagos beneficiosa para la compañía. En este sentido la deuda neta incrementó y está financiando inversiones programadas de CAPEX, cuentas por cobrar relacionadas de naturaleza comercial e inventarios.

El indicador de Servicio de Deuda alcanzó un monto máximo en el año 2018, como consecuencia de la mayor necesidad de liquidez para hacer frente a sus obligaciones en dicho año. No obstante, gracias a los resultados alcanzados por las ventas extraordinarias y al flujo operativo generado, la deuda fue cubierta con holgura manteniendo un nivel de liquidez suficiente. Con la estrategia de financiar el capital de trabajo a través de programas de Papel Comercial, el Servicio de Deuda se redujo para los años 2019 y 2020.

Por otro lado, la Necesidad Operativa de Fondos fue superior a los USD 14,00 millones en el periodo analizado, pero demostró una clara tendencia a la baja que se atribuye principalmente a la reducción del crédito con clientes no relacionados. Los años de pago con EBITDA mostraron una tendencia creciente en el periodo de estudio, lo que indica que son necesarios más años para cancelar la deuda total con la utilidad operativa generada actualmente; sin embargo, hasta junio 2021 los años de pago con EBITDA fueron inferiores a los años de los préstamos contraídos por la compañía.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	JUNIO 2020	JUNIO 2021
	REAL	REAL	REAL	REAL	PROY.	PROY.	PROY.	INTERNO	INTERNO
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	47.550	55.016	51.265	52.906	62.958	76.809	80.649	24.446	25.254
Utilidad operativa (miles USD)	1.441	7.021	3.010	2.692	3.947	6.653	7.099	1.780	5.943
Utilidad neta (miles USD)	(3.008)	4.025	1.296	627	965	2.565	2.975	628	1.729
EBITDA (miles USD)	2.215	8.166	4.522	4.288	5.543	8.249	8.695	2.354	6.559
Deuda neta (miles USD)	21.970	16.478	18.923	18.254	38.963	38.512	35.468	26.230	40.748
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.736)	9.208	(1.094)	7.159	(6.075)	1.848	3.361	(5.356)	(13.339)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	19.515	18.392	13.979	13.212	19.566	18.755	19.180	12.278	11.932
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	-	18.113	11.021	14.243	12.782	18.196	18.874	13.340	25.977
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-	0,45	0,41	0,30	0,43	0,45	0,46	0,35	0,51
Capital de trabajo (miles USD)	10.082	11.296	11.358	10.521	19.157	18.451	18.808	14.831	27.815
ROE	-14,76%	16,50%	5,20%	2,39%	3,85%	9,29%	9,73%	4,81%	13,40%
Apalancamiento	1,81	1,21	1,45	1,49	2,46	2,21	1,92	1,68	2,07

Fuente: VECONSA S.A.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La compañía a partir de agosto de 2021 incorporó nuevos productos a su portafolio, los que representarán un incremento en el nivel de ventas para 2021, 2022 y 2023. De la misma manera, se espera que la incorporación de estas nuevas líneas mejore el margen de contribución, aumentando la utilidad operativa

para periodos futuros. Con este comportamiento se prevé una mayor generación de EBITDA, lo que permitirá una mejora en la cobertura sobre el gasto financiero, aun cuando este rubro se estime mayor, de acuerdo con los préstamos contraídos en 2021, lo que incide en un mayor servicio de la deuda para los próximos años.

Para años posteriores, se estiman incrementos en la Deuda Neta por las nuevas obligaciones con entidades financieras para financiar la ampliación de la planta industrial y se proyecta mantener un comportamiento constante del financiamiento recibido a través de programas de Papel Comercial. Para los años 2021 y 2022, el Servicio de Deuda proyecta alcanzar valores máximos históricos por la mayor necesidad de liquidez para financiar la estrategia de expansión. Las proyecciones contemplan un incremento en la Necesidad Operativa de Fondos para los años 2021 y 2022, coherente con el incremento de los inventarios por la mayor producción pronosticada con el aumento de la capacidad instalada y por el incremento de las cuentas por cobrar a clientes no relacionados motivados por mayores ventas. Los años de pago con EBITDA proyectan mantener la tendencia creciente registrada históricamente por la mayor deuda incurrida para financiar la estrategia de expansión; sin embargo, los años serían menores a los concedidos en los préstamos, confirmando una sólida posición por parte de la compañía.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun, dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir, a lo que se suma la incertidumbre generada del proceso de vacunación y de las nuevas olas potenciales de contagio del virus. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

## FACTORES DE RIESGO

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, la reactivación que ya se vislumbra aparejada del esfuerzo de vacunación que se está llevando a cabo permite reducir el riesgo del entorno tanto en el corto como en el largo plazo. Además, la empresa se inscribe dentro de un sector que no resulta directamente afectado producto de la pandemia, lo que permite suponer que sus clientes cubrirán sus obligaciones en los plazos y condiciones previstos.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo y también exporta un buen porcentaje de sus productos con lo que recibe beneficios en cuanto a aranceles y medidas de comercio exterior.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas y de éstas, la mayor parte son compañías del extranjero, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Condiciones climáticas desfavorables que podrían afectar la producción de los cultivos de la materia prima de la compañía incrementando sus costos de producción. La compañía mitiga este riesgo a través

del procesamiento de diferentes productos agrícolas con diferentes estacionalidades de cosecha para cubrirse de condiciones climáticas desfavorables en cualquier temporada del año.

- Cambio en las condiciones fitosanitarias de los productos en el Ecuador y en los países a los que exporta la compañía que podrían generar complicaciones en la venta de sus productos o elevar los costos de producción. La empresa se mitiga de este riesgo a través de la venta directa a sus clientes extranjeros, con los que mantiene una larga trayectoria y buena relación comercial. Donde, en caso de necesitar algún cambio fitosanitario del producto, se les brinda la flexibilidad para adaptar su producto.
- Al ser una compañía exportadora de productos fabricados en el país, tiene como riesgo la pérdida de competitividad por la apreciación del dólar. La compañía se mitiga de este riesgo enfocando un gran porcentaje de sus ventas hacia Estados Unidos y Puerto Rico, donde no existe este riesgo al compartir la misma moneda.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar *back ups* por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente propiedad, planta y equipos, inventarios y cuentas por cobrar comerciales. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

- Afectaciones causadas por factores externos como catástrofes naturales, robos, incendios, plagas o enfermedades; lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa ya que los activos fijos e inventarios se podrían ver afectados, total o parcialmente. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A. con lo que ofrece coberturas multirriesgo por un monto de USD 81.117.194.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene, así como la trayectoria de buena relación comercial que mantiene con sus clientes extranjeros, con los que se aseguran un estricto cumplimiento de sus obligaciones.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene VECONSA S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 15,21 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden al 19,19% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es medianamente representativo y si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, podría existir un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza. La mayor parte de las cuentas por cobrar con relacionadas corresponden a transacciones comerciales de acuerdo con la integración vertical de empresas del grupo empresarial al que pertenecen.

**INSTRUMENTO**

QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO	PLAZO EMISIÓN	PLAZO PROGRAMA	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	Hasta USD 20.000.000	Hasta 359 días	Hasta 720 días	Al vencimiento	Cero cupón
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía Específica	n/a				
Destino de los recursos	los recursos provenientes de la colocación de los valores de la emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial serán utilizados en un 100% para capital de trabajo consistente en el pago a proveedores no vinculados con el Emisor.				
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central de Ecuador DCV-BCE				
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.</li> <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 valores/obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos menos deducciones sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> </ul>				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener la relación de deuda con costo / patrimonio, no superior a 3 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.</li> </ul>				

Fuente: Circular de Oferta Pública.

El Informe de Calificación de Riesgos del Quinto Programa de Papel Comercial de VECONSA S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)**  
 Gerente General