
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 274/2018, del 10 de diciembre 2018

Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2018

Analista: Econ. Andres Granja

andres.granja@classrating.ec

www.classinternationalrating.ec

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. es una compañía del Grupo La Fabril, que se dedica a la compra de fruta de palma y nueces de palmiste, las cuales son la materia prima para la posterior extracción de aceite de palma y palmiste, y la elaboración de torta de palmiste.

Segunda Revisión

Resolución N° SCVS-INMV-DNAR-2018-00005704 del 03 de julio de 2018

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 274/2018 de 10 de diciembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** del Tercer Programa de Papel Comercial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. por un monto de dos millones de dólares (USD 2'000.000,00).

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

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

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

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

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada al Tercer Programa de Papel Comercial – EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- El crecimiento de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., está sustentado por el manejo del negocio en base a las etapas de extracción y su control oportuno de cada uno de las mismas. Las etapas de control son: volumen de fruta procesada, calidad de la fruta adquirida, calidad de aceite obtenido, utilización de capacidad instalada y rendimiento de extracción de aceites. Adicionalmente, la compañía tiene implementada un Sistema de Gestión de Calidad que se soporta en una herramienta tecnológica especializada ISOTOOLS.

- Dado que la industria de extracción de palma tiene un mercado competitivo, la participación de mercado en producción nacional de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. es del 15% en aceite de palma y 20% en aceite de palmiste.
- EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., establece como ventaja competitiva la relación de largo plazo con los proveedores de fruta de palma y la ubicación estratégica de plantas extractoras y centros de compras para el autoabastecimiento de fruta.
- Para seguir avanzando en el crecimiento futuro y sobre todo para consolidar su posición como participante en la industria, la compañía tiene previsto la implementación de tecnologías que permitan aprovechar la los residuos del proceso de extracción para la producción de energía.
- Con fecha 04 de septiembre de 2018 la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de la compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A., se reunió con el objetivo de conocer y resolver sobre el proyecto de fusión por absorción a la compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida), por parte de la Compañía EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. (absorbente), así como conocer y resolver sobre las operaciones de la fusión por absorción, balances generales finales y consolidados y demás resoluciones a adoptarse para la implementación y ejecución de dicha fusión por absorción. Una vez tratados los puntos, la Junta resolvió aprobar por unanimidad la fusión por absorción entre EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. (absorbente) y compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida).
- A partir del año 2015, los ingresos de la compañía mantienen una tendencia al alza, pasando de USD 72,85 millones en ese año a USD 88,37 millones al cierre de 2017, producto del incremento en la producción de sus principales productos (aceite de palma y palmiste). Al cierre de octubre de 2018, el total de ventas alcanzó la suma de USD 69,55 millones, evidenciando un ligero decrecimiento (-3,54%) en comparación a su similar período del año 2017 cuando registró USD 72,10 millones debido a la caída del precio del aceite de palma y palmiste.
- Los costos de ventas y gastos operativos fueron cubiertos de manera adecuada por sus ingresos, lo que le permitió generar una utilidad operativa positiva durante el período analizado, no obstante, ésta mantuvo una tendencia creciente únicamente hasta el año 2016, puesto que pasó de representar el 2,73% de los ingresos en 2014 a 6,00% en el 2016, mientras que para diciembre de 2017, ésta disminuyó levemente a 4,27% de los ingresos debido al ligero incremento de sus costos de ventas. Para octubre de 2018 la utilidad operativa representó un 2,60% de los ingresos, porcentaje inferior a lo arrojado en octubre de 2017 (5,36% de los ingresos).
- Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos, gastos e impuesto, la utilidad neta de la compañía registró un comportamiento creciente hasta el año 2016, sin embargo, para diciembre de 2017, la utilidad neta bajó a USD 1,93 millones (2,18% de las ventas), debido a una reducción en su margen operativo. Para octubre 2018, la compañía registró una utilidad antes de impuestos de USD 0,87 millones (1,26% de las ventas) siendo inferior a lo presentado en su similar período de 2017, USD 2,61 millones (3,62% de las ventas), comportamiento que obedece al decrecimiento en sus ventas y aumento en sus costos.
- En lo que respecta al EBITDA (acumulado), éste presentó una tendencia creciente entre los 2014 y 2016, es así que pasó de USD 3,97 millones (4,76% de los ingresos) en el 2014 a USD 7,51 millones (8,68% de los ingresos) en el 2016 gracias al registro de mayores ingresos. Para diciembre de 2017, el EBITDA (acumulado) decrece en 24,02% frente a lo reportado en 2016, totalizando USD 5,70 millones (6,45% de los ingresos) debido a una reducción en su margen operativo. Para octubre de 2018, el EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un decrecimiento de 38,26% respecto a octubre de 2017 debido a una disminución de sus ingresos y consecuentemente de su utilidad operativa, alcanzando así una suma de USD 3,47 millones (USD 5,61 millones octubre 2017) que representó el 4,98% de los ingresos (7,79% a octubre de 2017).
- Para el año 2017, el activo total arrojó una suma de USD 32,66 millones, mientras que en octubre de 2018 fue de USD 32,95 millones, comportamiento que está relacionado al aumento de efectivo y equivalentes, otros activos corrientes y otros activos no corrientes. En cuanto a su estructura, el principal componente del activo corresponde al grupo de activos no corrientes, el mismo que mantiene una participación promedio (2014-2017) del 72,62% (75,48% a octubre de 2018), misma que estuvo compuesta principalmente por propiedad planta y equipo.
- El pasivo total durante el período 2014-2016, presentó una tendencia decreciente, pasando de USD 37,67 millones (87,35% de los activos) en el 2014 a USD 20,18 millones (69,89% de los activos) en 2016, lo que obedece principalmente al decrecimiento en obligaciones financieras, tanto de corto como a largo plazo. Para diciembre de 2017, la tendencia se revierte, es así que con USD 23,11 millones los pasivos financiaron

el 70,75% de los activos, mientras que en octubre de 2018 totalizaron USD 22,52 millones (68,35% de los activos).

- La deuda financiera ha fondeado una parte importante de los activos a lo largo de los periodos analizados, no obstante, su tendencia fue decreciente, es así que luego de financiar el 59,47% en 2014, pasó a 39,16% en diciembre de 2017 (50,83% en octubre de 2018). Dicha deuda estuvo conformada por obligaciones con Instituciones Financieras del Sector Privado y obligaciones con el mercado de valores.
- El patrimonio de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO S.A., muestra una tendencia creciente durante el período analizado, puesto que pasó de USD 5,45 millones (12,65% de los activos) en 2014 a USD 9,55 millones (29,25% de los activos) al cierre del 2017 y USD 10,43 millones (31,65% de los activos) en octubre de 2018, producto de la generación continua de resultados acumulados positivos.
- En todos los periodos bajo análisis, los pasivos de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. superaron a su patrimonio, con lo cual los indicadores de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) pasaron de 6,91 veces en 2014 a 2,42 veces en 2017 y 2,16 veces en octubre de 2018.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa registraron valores inferiores a la unidad a lo largo de los periodos analizados, debido a una participación superior del pasivo corriente con respecto del activo corriente, lo que arrojó un capital de trabajo negativo que a diciembre de 2017 significó el -9,69% de los activos y el -5,38% en octubre de 2018.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 10 de mayo de 2018, la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., autorizó el presente proceso por un monto de USD 2,00 millones, el mismo que se encuentra respaldado por una garantía general.
- Posteriormente, con fecha 18 de mayo de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., en calidad de Emisor, conjuntamente con SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV, como estructurador y colocador y ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Tercer Programa de Papel Comercial - EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.
- Con fecha 17 julio de 2018, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV, inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 09 de agosto de 2018, logró colocar el 90,00% (USD 1,80 millones) del total aprobado.
- El Tercer Programa de Papel Comercial se encuentra respaldado 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 de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ La compañía ha determinado al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. 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; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.
 - ✓ Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, **mayor o igual a 0,62** a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - ❖ Al 31 de octubre de 2018, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Así mismo, mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.

- ✓ Al 31 de octubre de 2018, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Al 31 de octubre de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MASO EXA S.A., presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 12,63 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 10,10 millones, cifra que genera una cobertura de 5,05 veces sobre el monto de capital, de esta manera se puede determinar que el Programa de Papel Comercial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. 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 adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, sin embargo de lo cual, la compañía ha cubierto oportunamente sus obligaciones.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 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, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- En la actualidad los cambios climáticos son muy frecuentes, principalmente debido al calentamiento global causado por la contaminación, erosión del suelo, etc. En el sector palmicultor, el cambio climático puede producir grandes pérdidas en plantaciones, por lo que EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., podría verse afectada en la provisión de materia prima.
- El precio del aceite de palma, al ser este un commodity, está expuesto a variaciones locales como internacionales, lo que podría afectar de cierta manera a los resultados finales de la compañía.
- La variación o incremento de los insumos utilizados por la compañía podrían aumentar los costos y consecuentemente afectar los resultados finales de la compañía.
- El desabastecimiento de su materia prima (fruta de palma y nueces de palmiste), podría afectar de manera significativa su normal operación.
- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- La presencia de fenómenos naturales podría reducir el volumen de fruta de palma y nueces de palmiste, que a su vez podrían mermar la cantidad de producción de aceite de palma y de palmiste.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de los productos que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible.
- La concentración de ventas en un cliente (89,34% a LA FABRIL S.A. en marzo de 2018) es un riesgo que podría generar afectaciones en los resultados de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., 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. Sin embargo, se debe indicar que LA FABRIL S.A. es una empresa consolidada, con un posicionamiento importante en el mercado en el cual se desenvuelve.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la Emisión son las cuentas por cobrar e inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- La concentración de ventas en un solo cliente (LA FABRIL S.A. con el 89,34% de las ventas a marzo de 2018) disminuye la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crea un riesgo de concentración, además implica un posible riesgo de deterioro de su cartera en caso de que su principal cliente se vea afectado en su capacidad de pago.
- Los inventarios de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, o eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante para mitigar estos eventos, la compañía cuenta con pólizas de seguros debidamente contratadas.
- Otro riesgo que podría afectar a los inventarios es que estos perezcan, afectación que se podría dar con paso del tiempo, lo que afectaría la calidad del activo y por ende la operación de la compañía.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión tienen un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, así como de que el inventario tenga 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 del Artículo 19 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:

La empresa registró dentro de la garantía general al 31 de octubre de 2018, cuentas por cobrar a vinculadas por USD 0,80 millones, 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 vinculadas.

Se debe indicar que según certificado reportado por la administración de la compañía, dentro de las cuentas por cobrar de Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A., se registró un monto de USD 36.275,98, misma que respalda la emisión.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo inicial del Tercer Programa de Papel Comercial – EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato de Emisión del Papel Comercial.
- Acta de la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. celebrada el 10 de mayo de 2018.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. y, Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales no auditados con corte al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018 (sin notas a los Estados Financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En 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 o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

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. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. 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 EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., 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. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En Montecristi, el 10 de mayo de 2018, se reunió la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar el Tercer Programa de Papel Comercial, por un monto de USD 2'000.000,00.

Posteriormente, con fecha 18 de mayo de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., en calidad de Emisor, conjuntamente con SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV, como estructurador y colocador y ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Tercer Programa de Papel Comercial - EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A, de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

EMISIÓN DEL TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL -EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.	
Emisor	EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.,
Monto	USD 2'000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Títulos de las obligaciones	Valores desmaterializados, el valor mínimo será de USD 1.000,00
Clase, Serie	Clase C
Sorteos y rescates Anticipados	No contempla sorteos ni recates anticipados.
Tipo de Oferta	Pública.
Sistema de Colocación	Bursátil.
Plazo del programa	720 días.
Plazo de la primera emisión	359 días
Tasa de Interés	Cero cupón.
Estructurador/Agente Colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV
Agente Pagador	Es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo al Art.162 de la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos.
Amortización Capital	Al vencimiento
Destino de los recursos	100% para capital de trabajo, específicamente compra de materia prima y pago a proveedores.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
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 del Libro II, Mercado de Valores, 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> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> a. 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; y b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. <p>De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenece dicha compañía.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,62 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
Límite de Endeudamiento	El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.

Fuente: Contrato de Emisión del Tercer Programa de Papel Comercial / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Papel Comercial (31 de octubre de 2018)

Con fecha 03 de julio de 2018, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar el Tercer Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. por un monto de hasta USD 2,00 millones, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00005704, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 06 de julio de 2018. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión vence el 22 de junio de 2020.

Colocación de los Valores

Con fecha 17 julio de 2018, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV, inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 09 de agosto de 2018, logró colocar el 90,00% (USD 1,80 millones) del total aprobado.

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:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. 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; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

- ❖ Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, **mayor o igual a 0,62** a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, 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

- El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.
- Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.

- ❖ Al 31 de octubre de 2018, la compañía cumplió con todos los resguardos antes mencionados. En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 2: RESGUARDOS

Resguardos	Límite establecido	oct-18	Cumplimiento
Indicador promedio semestral de liquidez	>= 0,62	El Tercer Programa de Papel Comercial fue aprobado el 03 de julio de 2018, por ende no ha pasado suficiente tiempo para la revisión de este indicador.	-
Activos reales / Pasivos Exigibles (Veces)	>= 1,00	2,93	SÍ
Pasivos con costo / Patrimonio (Veces)	<= 3,00	1,61	SÍ

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A./ Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

El Tercer Programa de Papel Comercial está respaldado por una Garantía General otorgada por EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de octubre de 2018, la empresa alcanzó un total de activos de USD 32,95 millones, de los cuales el 54,45% corresponde activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 3: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (USD Octubre 2018)

Activo	Libres	%
Disponible	2.826.484	15,75%
Exigible	1.749.683	9,75%
Realizable	1.801.807	10,04%
Propiedad Planta y Equipo	7.125.195	39,71%
Otros activos	4.437.921	24,74%
Total	17.941.089	100,00%

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA 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 octubre de 2018, 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 amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del 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; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; 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 la negociación 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; 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 complementarias¹.

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

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros

¹ “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 octubre de 2018, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 12,63 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 10,10 millones, cifra que genera una cobertura de 5,05 veces sobre el monto de capital, de esta manera se puede determinar que el Programa de Papel Comercial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (USD OCTUBRE 2018)

Descripción	USD
Total Activos	32.949.565
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	146.382
(-) Activos Gravados	15.008.475
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	2.487.500 ²
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan	-
(-) Derechos Fiduciarios	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras	2.681.484
Total Activos menos Deducciones señaladas por la normativa	12.625.724
80,00% Activos Deducidos y Monto Máximo de Emisión	10.100.579
Emisión Obligaciones a Corto Plazo(USD)	2.000.000
Total Activos Deducidos / Capital nuevas emisiones (veces)	6,31
80,00% Activos Libres de Gravámenes / Capital nuevas emisiones (veces)	5,05

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A./ Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de octubre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,59 veces³ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., representan el 21,52% del 200% del patrimonio al 31 de octubre de 2018 y el 43,03% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (Octubre 2018)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	10.428.023
200% del Patrimonio (USD)	20.856.046
2da Emisión de Papel Comercial	2.000.000
Emisión de Obligaciones de LP	487.500 ⁴
3 ra Emisión Obligaciones a Corto Plazo (USD)	2.000.000
Total Valores en circulación	4.487.500
Total Valores en circulación / 200% del Patrimonio	21,52%
Total Valores en circulación / Patrimonio	43,03%

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A./ Elaboración: Class International Rating

² Al 31 de octubre de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. mantuvo el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de USD 0,49 millones correspondiente a su Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, no obstante, ésta fue cancelada en su totalidad el 11 de noviembre de 2018.

³ Total Activos Deducidos – nueva emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

⁴ Al 31 de octubre de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. mantuvo el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de USD 0,49 millones correspondiente a su Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, no obstante, ésta fue cancelada en su totalidad el 11 de noviembre de 2018.

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras, comprendidas entre los años 2018 y 2020, arrojan cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2020, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 2,50 millones.

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2018	2019	2020
Ventas	92.844.347	93.880.393	96.650.507
Costo de Ventas	84.517.155	85.693.430	88.231.980
Utilidad Bruta	8.327.192	8.186.963	8.418.527
Gastos de Administración	2.097.728	2.142.781	2.207.064
Depreciación y amortización	2.072.992	2.195.032	2.195.032
Utilidad Operacional	4.156.472	3.849.150	4.016.431
Gastos Financieros	1.413.363	1.326.359	1.060.951
Otros ingresos	1.176.474	790.114	812.255
Utilidad Antes de Impuestos	3.919.583	3.312.905	3.767.735
Participación a trabajadores	587.937	496.936	565.160
Impuestos	732.962	619.513	704.566
Utilidad Neta	2.598.683	2.196.456	2.498.008

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

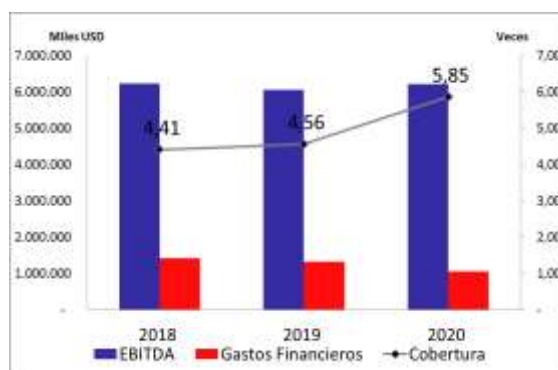
Las ventas de la compañía, fueron elaboradas bajo premisas trimestrales, en donde se estiman ventas conforme su evolución histórica, es así que para el cierre del año 2018 se espera un aumento en ventas del 5,06% llegando a un valor de USD 92,84 millones, puesto que se proyecta un crecimiento en el volumen de producción como efecto de la adquisición de la nueva planta que comenzó a funcionar desde este año (2018), no obstante, para los años siguientes, las ventas se muestran conservadores con un crecimiento del 1,12% en 2019 y 2,95% en 2020.

Por su parte, los costos de ventas, registrarían una tendencia ligeramente creciente en su participación sobre las ventas, es así que pasarían de un 91,03% para el año 2018 a un 91,29% al cierre de 2020. Al referirnos a los gastos operacionales, donde se incluyen los gastos de administración, ventas y depreciaciones, estos pasan de 4,49% de las ventas en el 2018 al 4,55% en 2020, resultados que generaron una utilidad operativa ligeramente decreciente respecto a sus ventas, representando el 4,48% en 2018 y 4,16% en el año 2020.

Posteriormente, dentro del modelo financiero de la proyección, se observa el rubro correspondiente a gastos financieros que son derivados de las obligaciones con costo que la compañía mantiene y estima contraer. Después de lo descrito y ante el cómputo de participación a trabajadores e impuesto a la renta, la compañía generaría una utilidad neta proyectada de USD 2,60 millones (2,80% de las ventas) en el 2018 y USD 2,50 millones (2,58% de las ventas) en el 2020.

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 que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros que pasaría de 4,41 veces en el año 2018 a 5,85 veces en el año 2020, demostrando que el emisor gozaría en estos periodos de una capacidad de pago suficiente y aceptable para los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros que registraría.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, el flujo de efectivo, se encuentra dividido por actividades de operación, inversión y financiamiento, en su primera instancia presentan movimientos de ingresos y pagos por la normal operación de la compañía, posteriormente se encuentra inmerso los movimientos generados por actividades de inversión y el de actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso y pago de los recursos obtenidos por la emisión de papel comercial y de las otras obligaciones que la compañía mantiene y estima contraer.

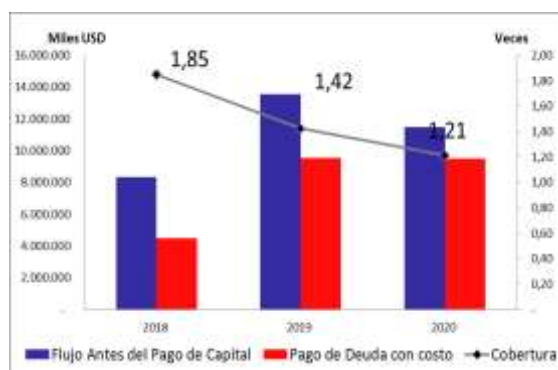
En virtud de lo señalado, la proyección indica que la compañía posee el suficiente flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, incluyendo las relacionadas con el proceso de emisión. Con lo dicho, en el periodo proyectado la compañía reflejaría un nivel de cobertura suficiente de los flujos sobre el pago de obligaciones financieras.

CUADRO 7: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (USD)

Descripción	2018	2019	2020
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Ingresos por ventas aceites	93.944.476	93.880.393	96.650.507
Otros Ingresos Operativos	635.632	790.114	812.255
Pagos de materias primas	(86.250.891)	(85.693.430)	(88.231.980)
Pagos de operación	(2.633.283)	(2.142.781)	(2.207.064)
Pago Impuestos y utilidades	(920.264)	(1.320.899)	(1.116.449)
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	4.775.670	5.513.397	5.907.269
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Inversiones	(1.432.752)	(1.600.000)	(1.450.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(1.432.752)	(1.600.000)	(1.450.000)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Venta de Papel Comercial	1.920.000	3.840.000	-
Prestamos Instituciones Financieras	-	-	1.000.000
Pago Instituciones Financieras	441.088	(2.886.730)	(3.064.743)
Pago Emisión de Obligaciones	(1.387.500)	-	-
Pago II Programa Papel Comercial	-	(2.000.000)	(2.000.000)
Pago III Programa Papel Comercial	-	(2.000.000)	(2.000.000)
Pago de intereses	(951.089)	(639.983)	(418.521)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	22.499	(3.686.712)	(6.483.264)
Flujo de Efectivo del periodo	3.365.418	226.684	(2.025.995)
Efectivo al Inicio del Periodo	454.797	3.820.214	4.046.899
SALDOS AL FIN DEL AÑO	3.820.214	4.046.899	2.020.904

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS MÁS DEUDA VS. DEUDA TOTAL



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó el estrés del modelo de proyección, considerando en el primer escenario reducir las ventas estimadas únicamente para el año 2018 en dos puntos porcentuales, manteniendo todas las otras variables como costo en ventas y gastos operacionales constantes. Mientras que en el segundo escenario contempla la reducción de las ventas, además del incremento de los costos en ventas y los gastos operacionales en un punto porcentual solamente para el año 2018, las variables correspondientes a los años 2019 y 2020 permanecen constantes. Bajo ambos escenarios la compañía aún tendría la capacidad de generar flujos, no obstante sería el máximo ajuste que soportaría el modelo antes de arrojar resultados negativos en el flujo de efectivo.

Comparativo de Resultados Reales vs. Proyectados:

Las ventas hasta octubre de 2018 alcanzaron un cumplimiento del 74,91% frente a lo proyectado al IV trimestre de 2018 y al deducir los costos de ventas la utilidad bruta alcanzó un nivel de cumplimiento del 44,02%. Por otro lado, los gastos operacionales se ubicaron por debajo del proyectado, arrojando un cumplimiento de 44,57% sobre lo proyectado, determinando en la Utilidad Operacional un cumplimiento del 43,46%.

Los gastos financieros reales por su parte registraron un cumplimiento del 75,14% frente a lo proyectado a diciembre de 2018; finalmente, luego de incorporar y deducir otros ingresos, gastos e impuestos, la utilidad antes de impuestos de la compañía registró un cumplimiento de 22,30%.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS REAL (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Proyectado Cuarto Trimestre 2018	Real Octubre-18	% Cumplimiento
Ventas	92.844.347	69.546.386	74,91%
Costo de Ventas	84.517.155	65.880.892	77,95%
Utilidad Bruta	8.327.192	3.665.494	44,02%
Gastos Operacionales	4.170.720	1.858.924	44,57%
Utilidad Operacional	4.156.472	1.806.569	43,46%
Gastos Financieros	1.413.363	1.062.020	75,14%
Otros ingresos o egresos	1.176.474	129.484	11,01%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	3.919.583	874.033	22,30%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al cierre de octubre de 2018 el flujo de efectivo fue positivo y suficiente para cubrir las necesidades inherentes a la actividad de la empresa.

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

recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con sus obligaciones con costo, así como con los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas⁵.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019⁶.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)⁷, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019⁸. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019⁹. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹⁰. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹¹.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a noviembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

⁵ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

⁷ El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

⁸ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

⁹ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹⁰ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹¹ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018	17.848,71	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018	0,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2018)	31,86%	Inflación mensual (octubre- 2018)	-0,05%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - sep 2018	-8,28	Inflación anual (octubre - 2018)	0,33%
RI (millones USD al 23 de noviembre - 2018)	2.758,72	Inflación acumulada (octubre - 2018)	0,42%
Riesgo país (28 - noviembre - 2018)	760,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 28 - nov- 2018)	50,29	Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)	5,20%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹². Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia¹³.

Durante enero a septiembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 16.275,24 millones, siendo superior en 18,05% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 13.787,17 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36%), bienes de consumo (18%), bienes de capital (15,6%), materias primas (11,3%) y productos diversos (41,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y septiembre de 2018 alcanzaron USD 16.266,96 millones, siendo superiores en 15,84% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 14.042,95 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,4%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 35,7%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,6 durante enero-septiembre 2017 a USD 60,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-septiembre de 2018 crecieron en 4,93% frente al 2017, alcanzando USD 9.511,41 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁴. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁵. A septiembre 2018 del total de crudo producido, un 22,35% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁶. En cuanto a la producción promedio diaria a septiembre de 2018, esta alcanzó los 518,5 miles de barriles, siendo un 1,97% inferior a la producción registrada en septiembre de 2017¹⁷.

¹² <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹³ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁴ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

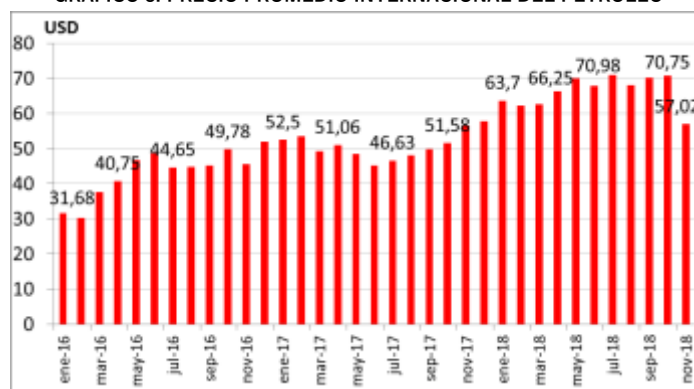
¹⁵ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁶ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/indice.htm>

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento menos volátil en lo que va del 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en octubre de 2018 llegó a USD 70,75 por barril, no obstante cae a USD 57,02 en promedio hasta el 29 de noviembre 2018.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)¹⁸ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta octubre de 2018 sumó USD 12.038,34 millones, siendo un 8,29% superior a lo registrado entre enero-octubre 2017 (USD 11.116,62 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 5.558,70 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.975,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 987,45 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 833,34 millones¹⁹.

La **inflación** anual en octubre de 2018 fue de 0,33%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,05%, lo que se debe, principalmente a la disminución en los precios de los segmentos de comunicaciones; muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar; y, prendas de vestir y calzado.

En referencia al **salario nominal promedio**, en octubre de 2018, alcanzó USD 450,26²⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 106,92 para este mes²¹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2018, ésta se ubicó en USD 714,31²², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,87% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre de 2017 (40,4%)²³. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto de 2017²⁴. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁵.

¹⁸ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

¹⁹ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201810.pdf>

²¹ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²² http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Octubre-2018/Boletin_tecnico_10-2018-IPC.pdf

²³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf

²⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantienen>

²⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%), mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades²⁶. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente²⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,32% para noviembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,47%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,15%²⁸.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda²⁹.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)³⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros³¹.

Al mes de octubre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.192,7 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,79% superior con respecto a octubre de 2017 (USD 31.205,7 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta septiembre 2018 fue de USD 8.013,3 millones, que equivale al 7,32% del PIB³², conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,8% del PIB³³, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁴.

²⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2018.pdf>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³² La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.453,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³³ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/Bolet%C3%A9n-Deuda-P%C3%BAblica-Octubre-2018.pdf>

³⁴ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 23 de noviembre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.758,72 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁵.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas³⁶. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018³⁷. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁸.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 26 de enero de 1977, mediante Escritura Pública otorgada en la Notaria Décimo Segunda del Cantón Quito, fue constituida la compañía, bajo la denominación COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA COMPAÑÍA LIMITADA, y fue inscrita en el Registro Mercantil el 17 de febrero de 1977. El 10 de marzo de 1987, mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario Público Segundo del Cantón Manta José Vicente Alvarado, cambió su domicilio y se transformó en COMPAÑÍA ANÓNIMA y fue inscrita en el Registro Mercantil el 13 de agosto de 1987. El plazo de duración de la compañía es de cincuenta (50) años desde la fecha de inscripción de la escritura de constitución, eso quiero decir 17 de febrero de 2027.

Mediante escritura pública otorgada ante el Notario Tercero del cantón Manta, el primero de noviembre del 2006, se celebró el contrato de Fusión por Absorción a la COMPAÑÍA AGRÍCOLA PALMERA DE LOS RÍOS S.A., la Compañía aumentó su capital y reformó parcialmente su estatuto, instrumento debidamente inscrito en el Registro Mercantil correspondiente el 29 de marzo de 2007.

COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. aumentó su capital, mediante escritura pública otorgada ante el Notario Primero del Cantón Montecristi, el veintisiete de octubre de dos mil nueve, instrumento debidamente inscrito en el Registro Mercantil correspondiente el 10 de diciembre de 2009.

COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. tiene como objeto principal instalar en el territorio de la República del Ecuador, plantas procesadoras destinadas a la extracción de aceite crudo de palma africana, ya sea de cultivos propios de la compañía o de terceras personas y cumplir con la comercialización de los productos elaborados. De igual forma la compañía tiene la capacidad de importar y exportar productos agrícolas así como la importación de maquinarias, repuestos, para la actividad de la agroindustria, la explotación agraria en todas sus fases, esto es siembra, cultivo y cosecha tecnificados de toda clase de productos agrícolas incluyendo la extracción y/o industrialización y la fase de comercialización interna y externa de sus propios productos como los de terceros.

³⁵ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁷ <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

³⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

Durante los primeros años de funcionamiento, la compañía inició con una planta de extracción de aceite de crudo de palma africana, en la actualidad por medio de las claras estrategias y la administración la COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. cuenta con cuatro plantas extractoras de aceite de palma y dos plantas de aceite de palmiste, en total trece centros de compras; instalaciones que se encuentran distribuidas desde la zona noroccidental del Ecuador yendo hasta la parte central por la costa ecuatoriana.

En noviembre primero de 2006 la COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. realizó un contrato de fusión por absorción con AGRÍCOLA PALMERA DE LOS RÍOS S.A. En julio de 2012 adquirió el 99% del paquete accionario de la empresa PROCESADORA VALLE DEL SADE S.A. PROVASA, la cual cuenta con una planta extractora en Valle del Sade, en la provincia de Esmeraldas, con esta planta la compañía aumentó su capacidad en 48.000,00 toneladas de fruto al año. En febrero de 2013 la compañía realizó la fusión por absorción de Tysai S.A. tras adquirir el 50% adicional de las acciones, misma que se dedica al procesamiento de nuez de palmiste, producción de aceite de palmiste, torta de palmiste y cascarilla (PKS) como fuente de energía. Adicionalmente en el 2015 la compañía adquirió la planta extractora Monterrey.

Es relevante mencionar que la empresa se encuentra mejorando sus recursos tecnológicos, con el fin de mejorar los sistemas de información y comunicación interna que permita responder y tomar decisiones de manera oportuna y efectiva. Los temas relevantes que la empresa pretende desarrollar en el corto y mediano plazo tienen relación con el aprovechamiento de los residuos del proceso para la generación de energía, con lo cual agregará valor a sus resultados financieros y contribuirá con la reducción de emisiones de gases de invernadero.

Productos y Procesos

Las principales líneas de productos y subproductos que comercializa la compañía son:

- Aceite de palma
- Aceite de palmiste
- Torta de palmiste
- Cascarilla de palmiste
- Compost

Dentro del proceso de elaboración tanto del aceite como el de la torta, cascarilla y compost existe un control de gestión de calidad que garantiza la calidad del producto, así mismo existe un control de operaciones detallado que tiene los siguientes indicadores:

- Informe de fruta ingresada: mide el cumplimiento de compra de fruta de palma proyectada de forma diaria, semanal y mensual.
- Informe utilización de planta: mide diariamente la eficiencia del proceso en cuanto a la utilización de la capacidad de procesamiento instalada.
- Informe porcentaje de extracción: mide la tasa de extracción o porcentaje de aceite obtenido en base al peso de fruta.
- Informe de aceite producido: la cantidad de aceite producido diariamente.
- Informe de porcentaje de acidez: muestra el indicativo promedio diario de la calidad de aceite medido en porcentaje de ácidos grasos libres
- Informe de porcentaje de humedad e impurezas: muestra el indicativo de promedio diario de calidad de aceite medido en porcentaje de los componentes diferentes al aceite (agua e impurezas).

Es importante también señalar que la clave del éxito descrito por COMPAÑÍA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., ha sido a través de la obtención de la mayor cantidad de materia prima al menor costo. De igual manera mantiene una excelente relación con sus proveedores con los cuales mantiene programas de desarrollo y de pago inmediato.

Propiedad Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de octubre de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. registró la suma de USD 2.550.291,80 como capital suscrito. A continuación se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía según el capital pagado:

CUADRO 10: ACCIONISTAS

Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
AGRICOLA VIVERO SA	Ecuatoriana	116.819,88	4,58%
HOLDING LA FABRIL S.A. HOLDINGFABRIL	Ecuatoriana	2.433.471,92	95,42%
Total		2.550.291,80	100%

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Orgánicamente, la compañía es administrada por el Directorio, de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas a cada uno de ellos, las cuales están señaladas en los Estatutos de la empresa. A continuación se aprecia el organigrama de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A./ Elaboración: Class International Rating

La Plana Gerencial de la compañía se encuentra conformada por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio.

CUADRO 11: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Presidente	Carlos Esteban González-Artigas Díaz
Apoderado General	Carlos Esteban González-Artigas Loor
Gerente General	Jaime Ramón González-Artigas Polanco
Gerente Financiero	Jimmy Charberk Moreira Alvarado
Gerente de Producción	Rolando Mauricio Loor Cool
Jefe de Adquisiciones de MP	Paulo Homero Andrade Vera
Contador General	Walberto Ricardo Cevallos Mera

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Gobierno Corporativo

Al 31 de octubre de 2018, es importante señalar que la compañía no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, maneja prácticas que le permiten realizar una adecuada gestión para impulsar el crecimiento de la empresa.

Colaboradores

Al 31 de octubre de 2018, la compañía contó con 402 empleados (443 colaboradores a agosto de 2018). Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades, todo lo contrario, la compañía mantiene una relación positiva con sus empleados.

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 del Artículo 19, 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 12: VINCULADAS

Empresa	Relación
INMORIEC AGRÍCOLA ORIENTE S.A.	No Comercial
AGRÍCOLA EL NARANJO S. A.	No Comercial
LA FABRIL S.A.	Comercial
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	Comercial
BLUEGRASS ENERGY HOLDINGS LLC	No comercial
BLUEGRASS HOLDING S.A.	No comercial
PENEDES LLCC	No comercial
MONSANT LLC	No comercial
HIDROALTO S.A.	No comercial
COMPAÑÍA DE TRANSPORTE DE CARGA PESADA TRANSMONSERRATE	Comercial
FORESTAL CABO-PASADO S.A.	No Comercial
PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS	Comercial

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. mantiene una amplia gama de clientes, sin embargo, el cliente con mayor representación dentro de sus ingresos es LA FABRIL S.A., siendo importante mencionar que de acuerdo con los informes de la compañía no existe una diferenciación de políticas de las cuentas por cobrar para sus clientes, sin embargo, consideran que una vez que la cuenta sobrepasa los 12 meses de mora, esta cuenta pasa al rubro de activos no corrientes.

Al 31 de octubre de 2018, LA FABRIL S.A. representó el 90,96% de las ventas de la compañía, seguido por PRONACA con el 1,68%, Agripac S.A. con el 1,37% y Cevallos Tuarez Rocío Anabel con el 0,88%; la diferencia, 5,10%, corresponde a clientes con una participación individual inferior al 1,00%. En efecto se puede observar que existe concentración en un solo cliente (LA FABRIL S.A.), lo cual implica un riesgo para la compañía pues tiene alta dependencia y se vería afectada ante los cambios que se presenten en la gestión del cliente

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES (OCTUBRE - 2018)



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al 31 de octubre de 2018, se determinó que el total de cuentas por cobrar estuvo compuesto por el 89,81% de cartera por vencer y el 10,19% de cartera vencida, dentro de la cartera vencida existe mayor participación en los rangos comprendidos entre 1 y 30 días y entre 91 y 180 días, lo que evidencia que la compañía mantiene un ligero porcentaje de cartera deteriorada, es así que debe fortalecer su gestión de cobranza en los rangos de tiempo señalados con la finalidad de evitar un posible de riesgo de incobrabilidad.

Proveedores

Al referirnos a los proveedores de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., se debe indicar que la compañía tiene una extensa lista de proveedores nacionales, lo cual evita la concentración y dependencia de un solo proveedor. Al 31 de octubre del 2018, el proveedor con mayor participación sobre los costos fue Agrícola Rosa María S.A. ROSMARILA con el 4,32%, seguido por Aufstellen C.A. con el 1,22%, Mendieta Obaco Hower Walter con el 1,18%, y Mendoza Palma Erwin Eduardo que alcanzó el 1,16%, la diferencia, 92,12% se distribuyó entre varios proveedores con participaciones inferiores a las mencionadas.

La compañía cuenta con una política de cuentas por pagar en donde se establece diferentes opciones de pago, brindando de esta manera mayores facilidades a sus proveedores de materia prima.

Estrategias y Políticas de la Empresa

La administración de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. con el objetivo de mantener la continuidad del negocio, se ha enfocado en su mejoramiento continuo como proveedor de aceite de palma y de palmiste, esto a través de la optimización de los métodos de producción, así como el fortalecimiento de relaciones con sus proveedores. Entre las estrategias adoptadas por la empresa para asegurar su crecimiento se encuentran:

- Integrar el Sistema de Gestión de Salud Ocupacional y Seguridad Industrial en todos los procesos de la empresa con el objetivo de alcanzar cero accidentes.
- Alcanzar un óptimo Plan de Manejo Ambiental en todos los procesos productivos con el objetivo de reducir los impactos ambientales.
- Lograr una certificación ambiental en la cadena de provisión de fruta de palma, el reto es alcanzar que el 100% de los palmicultores proveedores obtengan la licencia ambiental.

Entre las estrategias futuras que se ha planteado la empresa están:

- Mejoramiento de la calidad de la fruta en un 20%.
- Incrementar la productividad en toneladas de fruta cosechada por hectáreas del 10% de los proveedores de fruta en un 30%.
- Generación de la rentabilidad neta sobre patrimonio que alcance el 25%.

Mantiene un plan de contingencia para eventos de riesgo productivo que le permite responder adecuadamente ante riesgos que afecten las actividades productivas de la empresa. Estos planes de contingencia son personalizados por cada planta en funcionamiento y cuenta con medidas de respuesta y niveles de tolerancia. Adicionalmente, los planes de contingencia aplican a desastres naturales.

Políticas de Precios

El Precio de Compra de Fruta de Palma que se paga a los productores proveedores de la empresa, está en función del precio local del aceite crudo de palma, mismo que a su vez está sujeto a las variaciones de precios regionales (Colombia y Venezuela) e internacionales (Indonesia y Malasia).

El valor que se reconoce por la fruta de palma que adquiere la empresa está sujeto al contenido de aceite de palma que ésta contiene y ésta puede fluctuar por la variedad del material genético de la planta, tamaño de la fruta, edad de la planta, condiciones de manejo y cosecha de la fruta. A continuación se presentan los distintos estándares de calidad de la fruta de palma y como se valoriza la fruta de acuerdo a la calidad.

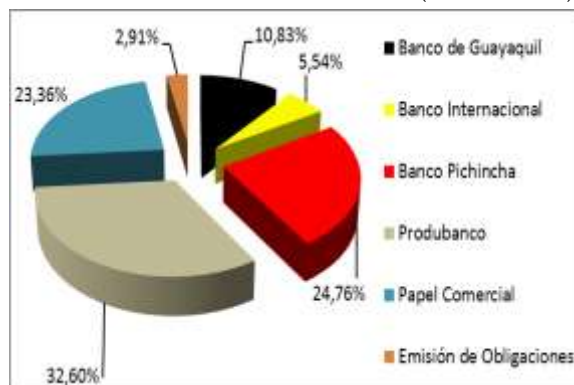
- Peso de Racimo de Fruta:

1. RACIMO GRANDE: Se considera a aquel racimo cuyo peso es mayor a 10,00 kg. El precio de la tonelada de fruta con racimo grande es mínimo del 17,00% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
 2. RACIMO MEDIANO: Se considera a aquel racimo cuyo peso es mayor a 5 kg y menor a 10 kg. El precio de la tonelada de fruta mediana es mínimo el 13,50% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
 3. RACIMO PEQUEÑO: Se considera a aquel racimo cuyo peso es menor a 5,00 kg. El precio de la tonelada de fruta pequeña es máximo el 11,50% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
- Cosecha de la fruta de palma:
 1. FRUTO MADURO: Se considera a aquel racimo cuya característica principal es el color externo ROJO ANARANJADO con un desprendimiento de fruto no mayor al 5,00%, es decir, este es un fruto de óptimas condiciones.
 2. FRUTO VERDE: Se considera aquel racimo cuya característica principal es el NO DESPRENDIMIENTO de fruto, así como el color característico de la pulpa es amarillo, tendiendo a un tono pálido, la tolerancia de aceptación de fruto con esta calidad es hasta el 2,00%, mayor a este porcentaje se reconoce un 10,00% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
 3. FRUTO SOBREMADURO: Se considera a aquel racimo cuya característica principal es el DESPRENDIMIENTO de más del 50,00% de fruto de la primera capa, la tolerancia de aceptación de fruto con esta calidad es hasta el 5,00%, superior a este porcentaje se reconoce un precio del 15,00% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
 4. FRUTO CON PEDÚNCULO LARGO: Se considera a aquel cuya característica principal es que su pedúnculo tiene un tamaño superior a 5,00 cm. La tolerancia de aceptación de fruto con esta calidad es hasta el 2,00%, mayor a este porcentaje se reconoce un precio del 15,00% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).
 5. FRUTO DURO: Se considera a aquel racimo cuya característica principal es que su NUEZ tiene un tamaño superior al 50,00% en relación al fruto y su otro 50,00% corresponde al mesocarpio o pulpa del fruto, la tolerancia de aceptación de fruto con esta calidad es hasta el 2,00%, mayor e este porcentaje se reconoce un precio del 13,00% del precio del ACP (Aceite Crudo de Palma).

Política de Financiamiento

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. durante los últimos 4 años, ha financiado sus actividades principalmente con Instituciones financieras; adicionalmente a partir del año 2013, la compañía incursiona en el Mercado de Valores con la finalidad de diversificar y mejorar las condiciones de sus fuentes de financiamiento e incrementar su inventario.

GRÁFICO 6: DETALLE DEUDA CON COSTO (OCTUBRE 2018)



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Política de Inversiones

Al referirnos a la política de inversión de la compañía, se debe mencionar que los principales ejecutivos de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., han destinado los recursos obtenidos tanto del sector

financiero como del mercado de valores al mejoramiento y equipamiento de la planta, oficinas, bodegas, y la adquisición de nuevas plantas extractoras.

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. se considera una compañía dinámica, y para esto ha considerado que la parte más importante de la industria se concentra en la eficiencia del proceso productivo y la diversificación de unidades de negocios.

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

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Agricultura, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras.

Adicionalmente, la compañía cuenta con una matriz de riesgo que ayuda al control de sus plantas; así como el uso del sistema de control de calidad llamado ISOTOOLS, el cual ayudó a la implementación de las Normas ISO 9001 – 2008, a través del cual, la compañía demuestra el cumplimiento de las normas SART.

Responsabilidad Social y Ambiental

En lo que se refiere a responsabilidad ambiental, la compañía tiene implantado un plan de manejo ambiental en todos los procesos productivos con el objetivo de reducir impactos ambientales. Adicionalmente, dentro de sus objetivos estratégicos se encuentra optimizar este plan y llegar tener el menor impacto ambiental posible.

Dentro de la responsabilidad social, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. está comprometida con sus empleados y comunidades a prestar la mayor integración posible. Dentro de su plan de talento humano, la compañía cuenta con varios programas de desarrollo de los cuales se puede enlistar los siguientes: Capacitaciones, Educación para adultos – Programa de alfabetización, Proyectos de integración, Transferencia de conocimiento a proveedores de fruta, Evaluaciones de clima laboral.

Eventos Importantes

- Con fecha 04 de septiembre de 2018 la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de la compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A., se reunió con el objetivo de conocer y resolver sobre el proyecto de fusión por absorción a la compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida), por parte de la Compañía EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. (absorbente), así como conocer y resolver sobre las operaciones de la fusión por absorción, balances generales finales y consolidados y demás resoluciones a adoptarse para la implementación y ejecución de dicha fusión por absorción. Una vez tratados los puntos, la Junta resolvió aprobar por unanimidad la fusión por absorción entre EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. (absorbente) y compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida).
- En dicha Junta, el presidente propuso varios puntos entre los cuales se puede mencionar: i) La compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida) deberá disolverse, sin que por ello opere o sea precisa su liquidación, ii) como consecuencia de la fusión la compañía absorbida procederá a traspasar la totalidad de sus activos y pasivos, iii) producto de la fusión la tenencia accionarial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. en PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A., se elimina y por ser la única accionista de la compañía absorbida no hay incremento de capital social, entre otros.
- En el mes de agosto de 2018 se registró en la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, el cambio de representante de Obligacionistas de la Emisión de Obligaciones.
- En diciembre de 2017 la Junta General de Accionistas aprobó la distribución de dividendos, provenientes de las utilidades retenidas en el ejercicio fiscal 2016.

- EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. compró del 100% de las Acciones de la empresa Palmisa Palmeras Industrializadas S.A. el 01 de diciembre del 2017.

Riesgo Legal

Al 31 de octubre de 2018, la Administración de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. señala que no mantienen litigios ni procesos judiciales en su contra, que representen una amenaza o contingente legal que comprometa su normal operación.

Liquidez de los títulos

Con fecha 17 julio de 2018, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV, inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 09 de agosto de 2018, logró colocar el 90,00% (USD 1,80 millones) del total aprobado.

EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. ha participado anteriormente en el Mercado de Valores, tal como se evidencia a continuación:

CUADRO 13: EMISIONES REALIZADAS (OCTUBRE 2018)

Emisión	Año Aprobación	Resolución Aprobatoria	Monto	Saldo de Capital
Emisión de Papel Comercial	19 de diciembre de 2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00024568	2.000.000,00	2.000.000
Emisión de Obligaciones de LP	03 de octubre de 2013	Q.IMV.2013.04926	5.000.000,00	487.500 ³⁹
Emisión de Papel Comercial	03 de abril de 2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.001597	5.000.000,00	Cancelada
Emisión de Papel Comercial	03 de julio de 2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00005704	2.000.000,00	2.000.000

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

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.

CUADRO 14: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	Transacciones	Monto Negociado	Días Bursátiles	Presencia Bursátil
may-18	0	0.00	21	0.00%
jun-18	0	0.00	22	0.00%
jul-18	1	1.000.000	22	4,55%
ago-18	6	1.527.000	22	27.27%
sep-18	3	600.000	20	15.00%
oct-18	1	200.000	22	4.55%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating S.A.

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 del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

La plantación de la palma africana ha tomado auge en la última década en el Ecuador, existen un gran número de productores de palma africana, por lo cual la industria se encuentra en estado de gran competitividad,

³⁹ Al 31 de octubre de 2018, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. mantuvo el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de USD 0,49 millones correspondiente a su Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, no obstante, ésta fue cancelada en su totalidad el 11 de noviembre de 2018.

dando nuevos estándares de compras a sus consumidores. La palma aceitera en el Ecuador es una cadena productiva que tiene una trayectoria de más de 60 años, con una superficie cultivada de aproximadamente 300 mil hectáreas y una producción promedio (2016 y 2017) de 565 mil toneladas métricas.

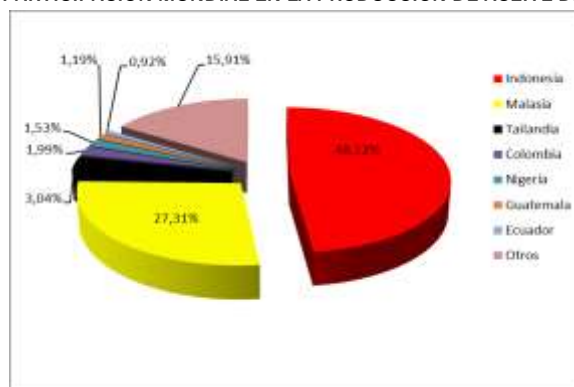
A la palma aceitera se dedican alrededor de 6.568 productores, de los cuales el 87% son pequeños (<50 ha), participando en el PIB agrícola con el 4,4% de la producción y con 0,4% de aporte al PIB total a diciembre de 2017. Fue concedida desde un inicio como una cadena agroindustrial de generación de valor agregado en forma de aceites y grasas comestibles así como otros derivados, que van desde la fabricación de balanceados y biocombustibles hasta artículos de limpieza y cosmética y que, por su propio desarrollo competitivo, aporta divisas al país por exportaciones de aceite crudo, semielaborados y procesados⁴⁰.

A pesar de la importancia de la palma aceitera en el país, en términos mundiales, Ecuador es un productor marginal, pues la producción local representa únicamente el 0,9% del total, siendo Malasia e Indonesia los principales fabricantes con el 85% de la producción mundial. En lo que respecta al continente americano, Colombia es el principal productor, seguido de Ecuador, Honduras y Guatemala; sin embargo, es muy posible (de seguir la tendencia en rendimientos y tasa de crecimiento), que los países centroamericanos en un futuro cercano superen a la producción ecuatoriana.

Con el establecimiento de esta industria a nivel nacional, la extracción de aceite de palma se encuentra en crecimiento, movimiento que se inicia a finales del año 1999 y 2000, datos colectados por FEDAPAL, que es la Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y sus derivados de origen nacional. En el año 2017 la producción de aceite de palma llegó a 593.000 en TM, con exportaciones de 320.408 TM⁴¹ TM. Estos datos en comparación con el 2016 han incrementado, en particular las exportaciones.

Adicionalmente, de acuerdo con datos reportados por FEDAPAL (Federación de Exportaciones de Aceite de Palma y sus Derivados de Origen Nacional) con corte a diciembre de 2017, el Ecuador se encuentra como el séptimo productor de aceite de palma en el mundo con 593,000 TM⁴², Indonesia y Malasia se ubican en primero y segundo lugar con 31,16 millones y 17,68 millones de TM respectivamente. Dada la participación que tiene Indonesia en este mercado, el precio a nivel mundial se determina principalmente por la producción de este país asiático.

GRÁFICO 7: PARTICIPACIÓN MUNDIAL EN LA PRODUCCIÓN DE ACEITE DE PALMA (%)⁴³



Fuente: FEDAPAL/ Elaboración: Class International Rating

Con respecto al precio local del aceite de palma en Ecuador, se puede observar una tendencia fluctuante en el período 2015-2017 y primer trimestre del 2018.

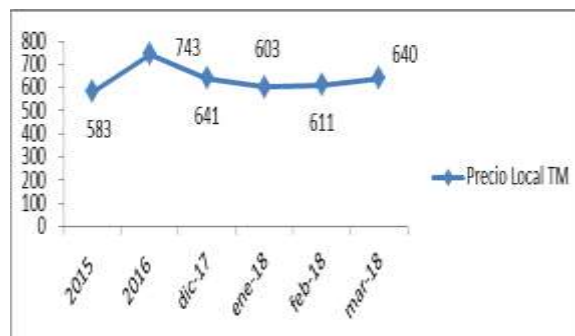
⁴⁰ <http://fedapal.org/web2017/index.php/multimedia/publicaciones/book/11/1?page=6>

⁴¹ <http://fedapal.com/web/index.php/joomla/estadisticas-nacionales>

⁴² <https://www.produccionmundialaceitedepalma.com/>

⁴³ FEDAPAL (Federación de Exportaciones de Aceite de Palma y sus Derivados de Origen Nacional)

GRÁFICO 8: COMPORTAMIENTO PRECIOS LOCALES ACEITE DE PALMA



Fuente: FEDAPAL / Elaboración: Class International Rating

En el año 2016, el sector de palma de aceite exportó 349.569 mil toneladas métricas, sin embargo, para el cierre del 2017 el total de exportaciones disminuyó en 8,34%, alcanzando la suma de 320.408 mil toneladas métricas.

CUADRO 15: EXPORTACIONES ANUALES DE ACEITE DE PALMA

Año	Toneladas Métricas
2012	325.868
2013	282.981
2014	263.210
2015	308.724
2016	349.569
2017	320.408

Fuente: FEDAPAL / Elaboración: Class International Rating

Expectativas

Los actores de la cadena de producción del aceite rojo de palma africana se trazan nuevos retos para posicionar el excedente de este producto ecuatoriano en los mercados internacionales. La meta de este sector es conseguir una certificación internacional que le permita ampliar sus exportaciones, principalmente a Europa que ya anunció que a partir del 2020 solo piensa adquirir aceite certificado. El año pasado el país colocó el 10,76% de sus excedentes de este aceite en la Unión Europea, es decir 37.621 TM, según cifras de la Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma (Fedapal). De esa forma, Europa se constituyó en el tercer mercado más importante para los palmicultores ecuatorianos. En primer lugar se ubicó Colombia (188.894 t) seguido de Venezuela (39.209 t).

Para alcanzar mejores niveles de exportación, Ecuador firmó el 29 de marzo de 2018 un acta de compromiso que busca conseguir la Certificación Jurisdiccional de la Mesa Redonda para la Producción de Palma Sostenible, RSPO por sus siglas en inglés. Se trata de una normativa que tiene un alcance nacional, pero en lo posterior da lugar para obtener la que rige a escala mundial.

Esta certificación exige a toda la cadena de actores de la palma cumplir estrictamente la normativa legal vigente en el ámbito ambiental, laboral, social, de transparencia de información.

Los actores involucrados en buscar esta certificación jurisdiccional son los ministerios de Agricultura, Ganadería, Acuicultura y Pesca (Magap) y de Ambiente. Además, la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (Ancupa), Fedepal, Conservación Internacional, World Wild Fund for Nature – WWF, grupos productores y procesadores privados y organizaciones de la sociedad civil. El director Ejecutivo de Fedapal, César Loaiza, participó en la suscripción de este convenio. Él señala que actualmente en el país hay una fuerte convicción para conseguir la Certificación Jurisdiccional RSPO gracias al compromiso del Gobierno Nacional, la sociedad civil y los actores de la cadena productiva.

Los involucrados mantienen diálogos permanentes con la idea de conformar un comité nacional para, en lo posible, lograr los compromisos que se tendrán que sellar con la firma de un Acuerdo Ministerial, La meta es que en el 2020 el 50% de la producción nacional cuente con esta certificación. En el 2016, Ecuador exportó 349 569 toneladas de aceite rojo de palma a 24 mercados extranjeros. Eso significó que el 61,91% de la producción se colocó a escala internacional, mientras que el 38,09% restante fue para el consumo interno, asegura Fedapal. Según el Magap, la búsqueda de una certificación internacional “constituye una gran motivación para continuar con la transformación de la cadena de palma aceitera, de manera productivamente eficiente, ambientalmente sostenible y socialmente incluyente”. En gremios como Ancupa, también se trabaja en el tema. Sus directivos tienen en marcha un plan de mejora competitiva de la palma para duplicar la producción de aceite de palma, triplicar las exportaciones y aumentar plazas de empleo, según las metas de esta organización⁴⁴.

Por otro lado en respuesta a las demandas hechas por la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (Ancupa), la Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y sus derivados de Origen Nacional (Fedapal) y la Asociación Ecuatoriana de Extractores de Palma y sus Derivados (Aexpalma), los productores ecuatorianos de palma africana pagarán un impuesto único por la producción y cultivo de palma aceitera a partir de este 01 de enero, según decreto ejecutivo 273 publicado por el presidente Lenín Moreno con la finalidad de mitigar los efectos de la caída de los precios internacionales y baja productividad debido a la presencia de plagas letales.⁴⁵

Otra de las ventajas que conlleva esta medida, es la exoneración del anticipo, pago y liquidación del impuesto a la renta, además simplifica la gestión tributaria de las empresas generando un ahorro, así como una menor intervención por parte del SRI, beneficiando al 95% de productores que actualmente mantienen microempresas.⁴⁶

Posición Competitiva de la Empresa

De acuerdo a la información proveniente de la compañía, existen 41 plantas extractoras en el Ecuador aproximadamente, lo que le convierte a esta industria alta en competencia y rivalidad; la capacidad de extracción en total de las plantas existentes superan la producción de la materia prima por lo que las empresas extractoras compiten agresivamente para adquirir la fruta. Los principales competidores de la empresa son: Palmera de los Andes, La Sexta, Oleodavila, Extractora Quevepalma, Oleorios.

Dado este ambiente competitivo, EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. posee estrategias competitivas y ventajas comparativas definidas.

Estrategias competitivas:

- Diferenciación por servicios en la compra de la fruta – la empresa realiza el pago inmediato por la fruta adquirida.
- Imagen por cumplimiento de compromisos en todos los ámbitos de la empresa – a proveedores, empleados, medio ambiente y comunidad.

Ventajas comparativas:

- Ubicación estratégica de plantas extractoras y centros de compras para su autoabastecimiento de fruta.
- Relaciones de largo plazo con proveedores de fruta de palma a base de conjunto de servicios que buscan el incremento de la productividad del proveedor como son Asesoría Agrícola y Provisión de Insumos a Precios Competitivos y a Crédito para aplicación de mejores tecnologías en sus cultivos.

Es importante mencionar que EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. tiene el 15% de participación nacional en producción aceite de palma y 20% de participación nacional en producción de aceite de palmiste.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.,

44 Revista Líderes, 09 de mayo de 2017

45 ANE Agencia de Noticias de Ecuador

46 Fuente: Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (Ancupa)

evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 16: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Gran capacidad instalada en el procesamiento de fruta de palma y nueces del país, le permite ser competitivo en costos productivos.	Gastos financieros altos por endeudamiento
Integración vertical en el procesamiento de fruta de palma y nueces de palmiste.	
Sistema de información oportuna, suficiente, segura y alineada a la estrategia de servicios a proveedores de fruta de la empresa.	
Habilidades gerenciales y personal clave competente.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Crecimiento de áreas sembradas de palma aceitera aumenta la oferta de fruta de palma.	Mercado de compra de fruta de palma altamente competitivo.
Generar valor a partir de los residuos del proceso, como compost, biomasa, alimento balanceado para industria de alimentos para animales.	

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Existen riesgos que pueden afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, ambientales, fallas humanas, etc.

Dentro de los riesgos a los que se expone EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. de acuerdo a las actividades que desarrolla, está la sustitución del aceite de palma y palmiste, sin embargo dado a que una sola compañía abarca más del 80% de la compra de este producto, el riesgo se basa mayormente en la capacidad constante de compra por parte de este cliente que es LA FABRIL S.A.

En lo que respecta a la cobertura de seguros, resulta importante señalar que la compañía cuenta con pólizas de seguro contra todo riesgo, en los que se incluye incendio, robo y asalto, rotura de maquinaria, equipo eléctrico, maquinaria de contratistas, mismas que se encuentran vigentes hasta abril 2019.

Debido a que la empresa cuenta con más de 2.400 proveedores de materia prima, sus compras se encuentran distribuidas, dando como resultado que ningún proveedor alcanza más del 2,50% del volumen total de compras por lo tanto existe un mínimo riesgo, que no afecta la operación de la empresa.

Finalmente, la compañía cuenta con políticas informáticas y planes de contingencia para el manejo, archivo y recuperación de información, de esta manera EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. utiliza un sistema integrado de gestión administrativa llamado ExaCorporativo 2.0, el mismo que se encuentra con motor de datos SQL 2008. Es relevante mencionar que la compañía tiene un software llamado Dynamics GP, que es un programa ERP, un sistema integrado para la continua supervisión y manejo de cuentas financieras.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A., se realizó sobre la base de los estados de situación financiera auditados del año 2014, 2015, 2016 y 2017 con sus respectivas notas a los estados financieros, y los estados financieros no auditados con corte al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

A partir del año 2015, los ingresos de la compañía mantienen una tendencia al alza, pasando de USD 72,85 millones en ese año a USD 88,37 millones al cierre de 2017, producto del incremento en la producción de sus principales productos (aceite de palma y palmiste).

Al cierre de octubre de 2018, el total de ventas alcanzó la suma de USD 69,55 millones, evidenciando un ligero decrecimiento (-3,54%) en comparación a su similar período del año 2017 cuando registró USD 72,10 millones debido a la caída del precio del aceite de palma y palmiste.

Durante el período analizado (2014-2017), la participación del costo de ventas frente al total de ingresos, fue relativamente estable, representando en promedio el 92,02%, permitiéndole arrojar un margen bruto con similar tendencia, pues significó en promedio el 7,98% de los ingresos.

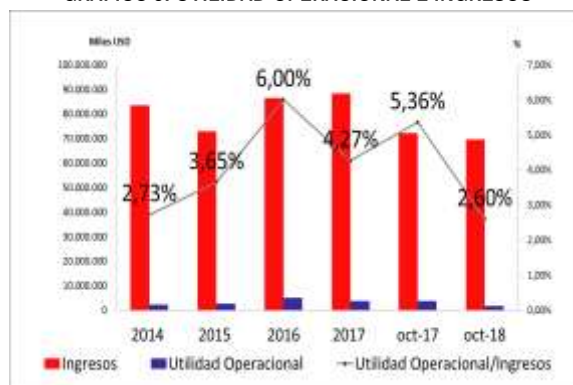
Para octubre de 2018, los costos de venta significaron el 94,73% de los ingresos (91,86% en octubre de 2017), generando así una utilidad bruta de 5,27% de los ingresos (8,14% a octubre de 2017).

A partir del año 2015, los gastos operativos mantuvieron una tendencia decreciente frente al nivel de ingresos, pasando de 4,32% en ese año a 2,92% en 2017, gracias a un mejor control en sus políticas de gastos. Se debe acotar que dentro de los gastos operativos, se contabiliza la participación de trabajadores, gastos administrativos y de ventas.

Por lo mencionado anteriormente, la utilidad operacional mantuvo una tendencia creciente hasta el año 2016, pasando de representar el 2,73% de los ingresos en 2014 a 6,00% en el 2016, no obstante, para diciembre de 2017, ésta disminuye levemente a 4,27% de los ingresos debido al ligero incremento de sus costos de ventas.

Para octubre de 2018, los gastos operativos significaron el 2,67% de los ingresos (2,78% en octubre de 2017), lo que influyó sobre su utilidad operativa, pues a esa misma fecha representó un 2,60% de los ingresos, porcentaje levemente inferior a lo arrojado en octubre de 2017 (5,36% de participación sobre los ingresos).

GRAFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros mantuvieron una tendencia decreciente a partir del año 2015, pasando de 3,15% en el 2015 a 1,31% al cierre de 2017 (1,53% a octubre de 2018), lo que obedece a la amortización normal de sus obligaciones con costo.

Después de deducir otros ingresos, gastos y el impuesto a la renta, la utilidad neta de la compañía registró un comportamiento creciente hasta el año 2016, pasando de USD 0,14 millones (0,17% sobre el total de ventas) en el 2014 a USD 2,38 millones (2,75% sobre el total de ventas) en 2016 producto del crecimiento observado en el total de ingresos de la compañía. Para diciembre de 2017, la utilidad neta bajó a USD 1,93 millones (2,18% de las ventas), debido a una reducción en su margen operativo.

Para octubre 2018, la compañía registró una utilidad antes de impuestos de USD 0,87 millones (1,26% de las ventas) siendo inferior a lo presentado en su similar período de 2017, USD 2,61 millones (3,62% de las ventas), comportamiento que obedece al decrecimiento en sus ventas y aumento en sus costos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE), presentaron una tendencia creciente hasta diciembre de 2016, producto del comportamiento al alza de su utilidad neta. Para el año 2017 éstos decaen, debido a un menor resultado al final del periodo, ocurriendo lo mismo para los periodos interanuales.

CUADROS 17, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	0,33%	2,68%	8,24%	5,91%
ROE	2,64%	11,95%	27,36%	20,19%

Ítem	oct-17	oct-18
ROA	8,46%	2,65%
ROE	23,06%	8,38%



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) presentó una tendencia creciente hasta el año 2016, es así que pasó de USD 3,97 millones (4,76% de los ingresos) en 2014 a USD 7,51 millones (8,68% de los ingresos) en el 2016. Para diciembre de 2017, el EBITDA (acumulado) decreció en 24,02% frente a lo reportado en 2016, totalizando USD 5,70 millones (6,45% de los ingresos) debido a una reducción en su margen operativo.

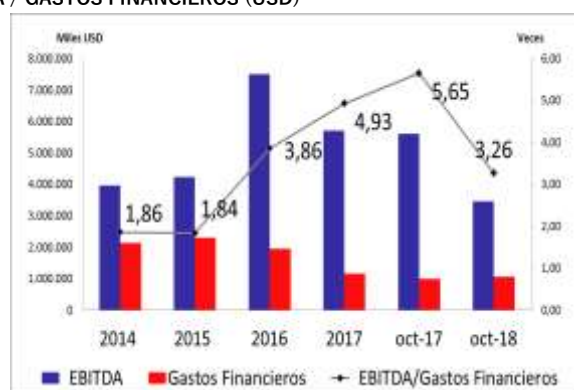
Para octubre de 2018, el EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un decrecimiento de 38,26% respecto a octubre de 2017 debido una disminución de sus ingresos y consecuentemente de su utilidad operativa, alcanzando así una suma de USD 3,47 millones (USD 5,61 millones octubre 2017) que representó el 4,98% de los ingresos (7,79% a octubre de 2017).

Los resultados generados por la compañía muestran un aceptable flujo operativo, el mismo que le permite cubrir sus gastos financieros de manera adecuada.

CUADROS 18, GRÁFICO 11: COBERTURA EBITDA / GASTOS FINANCIEROS (USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	3.969.615	4.224.668	7.507.901	5.704.384
Gastos Financieros	2.137.766	2.297.665	1.945.507	1.157.714
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,86	1,84	3,86	4,93

Ítem	oct-17	oct-18
EBITDA	5.613.557	3.465.927
Gastos Financieros	993.460	1.062.020
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	5,65	3,26



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

El activo total de la compañía registró un comportamiento decreciente hasta el año 2016, es así que pasaron de USD 43,13 millones en 2014 a USD 28,88 millones al cierre de 2016, debido a una disminución en su inventario, activos por impuestos corrientes y sus inversiones en acciones. A partir del año 2017, el activo total refleja una

tendencia creciente, registrando una suma de USD 32,66 millones. Mientras que en octubre de 2018 fue de USD 32,95 millones, comportamiento que está relacionado al aumento de efectivo y equivalentes, otros activos corrientes y otros activos no corrientes.

En cuanto a su estructura, el principal componente del activo corresponde al grupo de activos no corrientes, el mismo que mantiene una participación promedio (2014-2017) del 72,62% (75,48% a octubre de 2018), misma que estuvo compuesta principalmente por propiedad planta y equipo, y que en el año 2015 presentó un crecimiento relevante, pues la compañía realizó la compra de la planta Extractora de Aceite Rojo Monterrey (incluye terreno, edificio y maquinarias).

Pasivos

El pasivo total durante el período 2014-2016, presentó una tendencia decreciente, pasando de USD 37,67 millones (87,35% de los activos) en el 2014 a USD 20,18 millones (69,89% de los activos) en 2016, lo que obedece principalmente al decrecimiento en obligaciones financieras, tanto de corto como a largo plazo. Para diciembre de 2017, la tendencia se revierte, es así que con USD 23,11 millones los pasivos financiaron el 70,75% de los activos, mientras que en octubre de 2018 totalizaron USD 22,52 millones (68,35% de los activos).

En cuanto a su estructura, en base al análisis realizado, se observa que históricamente la empresa ha financiado sus actividades principalmente con recursos de terceros, adquiriendo obligaciones tanto a corto como a largo plazo, es así que el pasivo corriente registró una participación promedio (2014-2017) del 40,87% (29,91% a octubre de 2018) y el pasivo no corriente una participación promedio del 35,51% (38,45% a octubre 2018). Referente a su composición, los rubros más representativos históricamente fueron obligaciones financieras, seguido por obligaciones en el Mercado de Valores a corto y largo plazo.

Patrimonio

El patrimonio de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO S.A., muestra una tendencia creciente durante el período analizado, puesto que pasó de USD 5,45 millones (12,65% de los activos) en 2014 a USD 9,55 millones (29,25% de los activos) al cierre del 2017 y USD 10,43 millones (31,65% de los activos) en octubre de 2018, producto de la generación continua de resultados acumulados positivos.

Históricamente el patrimonio de la compañía estuvo conformado principalmente por resultados acumulados (excepto el año 2014, en donde el principal rubro fue Reserva por valuación de inversiones), es así que a diciembre de 2017 financiaron el 12,70% de los activos, mientras que al 31 de octubre de 2018 lo hicieron en un 18,45%, a éste le sigue el capital social que fondeó el 7,81% de los activos (7,74% en octubre de 2018) y la utilidad neta del ejercicio que lo hizo en un 5,91% (2,65% en octubre de 2018).

Se debe acotar que el capital social no ha registrado movimiento alguno durante el periodo analizado.

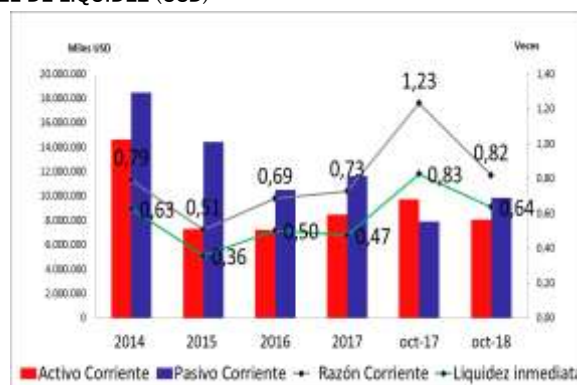
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa registraron valores inferiores a la unidad a lo largo de los periodos analizados, debido a una participación superior del pasivo corriente con respecto del activo corriente, lo que arrojó un capital de trabajo negativo que a diciembre de 2017 significó el -9,69% de los activos y el -5,38% en octubre de 2018.

CUADROS 19, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	14.651.981	7.322.164	7.218.067	8.463.104
Pasivo Corriente	18.491.454	14.452.174	10.501.861	11.628.486
Razón Circulante (veces)	0,79	0,51	0,69	0,73
Liquidez Inmediata (veces)	0,63	0,36	0,50	0,47

Ítem	oct-17	oct-18
Activo Corriente	9.737.190	8.080.655
Pasivo Corriente	7.902.523	9.854.012
Razón Circulante	1,23	0,82
Liquidez Inmediata	0,83	0,64



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

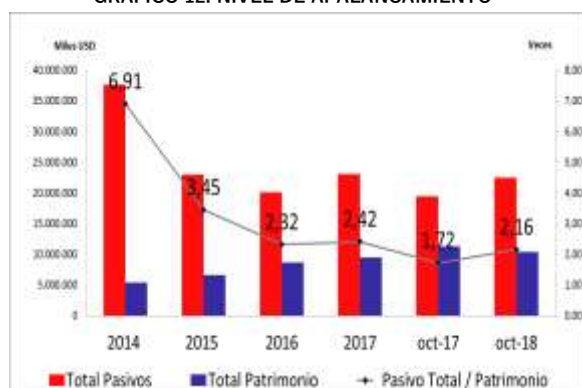
Durante el ejercicio económico analizado (2014-2017), la compañía ha presentado en el período de cobro anual que se traduce como el tiempo que le toma a la compañía efectivizar el cobro de cartera, una tendencia a la baja, pasando de 29 días en el 2014 a 7 días en diciembre de 2016, sin embargo, para el cierre de 2017, éste crece levemente a 10 días. Por otro lado, al referirnos al indicador que mide el período de pago a proveedores, se pudo evidenciar un plazo promedio de 7 días (2014-2017). Lo anterior evidencia un descalce entre el periodo de pago a proveedores frente al período de cobro de cartera.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantuvo sus existencias en bodega por un plazo promedio aproximado de 12 días (2014-2017).

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

En todos los periodos bajo análisis, los pasivos de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. superaron a su patrimonio, con lo cual los indicadores de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) pasaron de 6,91 veces en 2014 a 2,42 veces en 2017 y 2,16 veces en octubre de 2018.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al referirnos al indicador que relaciona el pasivo total/capital social, se evidenció un decrecimiento entre el año 2014 y 2016, pasando de 14,77 veces a 7,91 veces, producto del decremento en los pasivos con costo. Para diciembre de 2017, el indicador presentó un ligero incremento ubicándose en 9,06 veces (8,83 veces en octubre de 2018), efecto del crecimiento del pasivo.

El indicador que relaciona Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) registró un comportamiento también decreciente durante el periodo 2014-2016, pasando de 6,46 años a 1,56 años, no obstante, para diciembre de

2017 esta relación se incrementa levemente a 2,24 años (4,71 años en octubre de 2018), determinando que este sería el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar el total de su actual deuda financiera.

Los distintos comportamientos tanto del EBITDA (anualizado) como de los pasivos, determinan que la compañía presente un indicador pasivo / EBITDA (anualizado) decreciente hasta 2016, desde 9,49 años en 2014 hasta 2,69 años en 2016, mientras que al cierre de 2017, éste sería de 4,05 años (6,33 años en octubre de 2018) evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones con la generación de recursos propios.

Contingentes

De acuerdo a la información presentada por EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. y sus administradores, al 31 de octubre de 2018 la empresa mantiene una operación como codeudor, no obstante, esta no representa un riesgo en caso de que el titular incumpla con sus obligaciones.

Información financiera PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A.

Entre los planes de EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A.⁴⁷ se encuentra el proyecto de fusión por absorción a la compañía PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. (absorbida, que es una sociedad relacionada, con el objetivo de optimizar costos y aumentar la capacidad de extracción de fruta de la empresa.

Por lo mencionado se debe acotar que PALMISA PALMERAS INDUSTRIALIZADAS S.A. es una empresa que como objeto principal tiene la industrialización de productos agrícolas especialmente oleaginosas como palma africana, soya, ajonjolí etc.

CUADROS 20: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA Y DE RESULTADOS PALMISA S.A. OCT-18

BALANCE GENERAL	oct-18	ESTADO DE RESULTADOS	oct-18
Efectivo y equivalentes de efectivo	-	Ventas	-
Documentos y cuentas por cobrar, neto	-	Costo de ventas	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	-	MARGEN BRUTO	-
Propiedad y Equipo, neto	2.371.090	Gastos de Administración	172.399
Otros activos no corrientes	-	TOTAL GASTOS	172.399
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.371.090	UTILIDAD OPERACIONAL	172.399
TOTAL ACTIVOS	2.371.090	Gastos Financieros	11
PASIVOS		Otros ingresos	-
Cuentas por pagar relacionadas	30.691	UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES IMPUESTOS	-172.411
Otras cuentas por pagar	679	TOTAL DEL RESULTADO DEL AÑO	-172.411
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	31.370		
Obligaciones a largo plazo	-		
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	-		
TOTAL PASIVOS	31.370		
PATRIMONIO			
Capital Social	120.960		
Reserva legal	1.705.032		
Aportes para futuras capitalizaciones	686.138		
Resultado del ejercicio	-172.410,67		
TOTAL PATRIMONIO	2.339.720		
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2.371.090		

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁴⁷ EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. compró del 100% de las Acciones de la empresa Palmisa Palmeras Industrializadas S.A. el 01 de diciembre del 2017

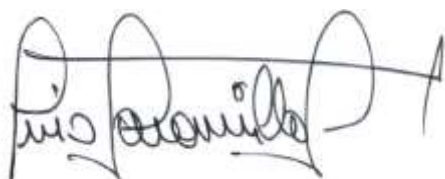
Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁸

Hasta septiembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 47 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 31 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 279,70 millones, valor que representó 47,19% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,66%, acciones el 0,85% y las titularizaciones el 11,30% del total aprobado hasta el 30 de septiembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 592,82 millones hasta septiembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 52,53%, comercio al por mayor y al por menor reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 31,67%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Econ. Andrés Granja
Analista

⁴⁸ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.027.980	116.237	1.322.026	2.183.966	454.797	2.826.484
Cuentas por cobrar clientes	655.795	412.690	347.561	696.091	458.132	350.939
Inventarios	3.060.983	2.155.703	1.936.126	3.202.642	2.951.323	1.801.807
Cuentas por cobrar relacionados	5.887.158	1.955.731	1.331.123	652.000	2.079.366	800.120
Otros Activos Corrientes	3.020.065	2.681.804	2.281.231	3.002.491	2.519.486	2.301.305
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	14.651.981	7.322.164	7.218.067	9.737.190	8.463.104	8.080.655
Propiedad, planta y equipo neto	17.781.882	19.785.049	21.408.051	20.072.351	21.455.644	22.133.670
Otros Activos No Corrientes	10.694.155	2.614.522	252.629	987.088	2.740.454	2.735.240
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	28.476.037	22.399.571	21.660.680	21.059.439	24.196.098	24.868.910
TOTAL ACTIVOS	43.128.018	29.721.736	28.878.747	30.796.628	32.659.202	32.949.565
PASIVOS						
Obligaciones Financieras	11.814.236	11.083.057	5.521.899	3.109.093	3.209.319	3.288.063
Obligaciones Mercado de Valores	4.599.790	1.000.000	1.400.000	1.862.500	1.800.000	4.399.550
Proveedores	1.419.959	1.415.357	908.320	1.328.791	2.025.768	842.325
Otros Pasivos Corrientes	657.469	953.760	2.671.642	1.602.139	4.593.399	1.324.074
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	18.491.454	14.452.174	10.501.861	7.902.523	11.628.486	9.854.012
Obligaciones Financieras	9.236.320	1.768.306	3.015.181	7.471.671	7.779.540	9.061.354
Obligaciones Mercado de Valores	0	3.200.000	1.800.000	325.000	0	0
Otros Pasivos No Corrientes	9.946.183	3.622.878	4.866.454	3.795.517	3.697.185	3.606.176
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	19.182.503	8.591.184	9.681.635	11.592.188	11.476.725	12.667.529
Deuda Financiera	25.650.346	17.051.363	11.737.080	12.768.264	12.788.859	16.748.966
Deuda Financiera C/P	16.414.026	12.083.057	6.921.899	4.971.593	5.009.319	7.687.613
Deuda Financiera L/P	9.236.320	4.968.306	4.815.181	7.796.671	7.779.540	9.061.354
TOTAL PASIVOS	37.673.957	23.043.358	20.183.496	19.494.711	23.105.211	22.521.542
PATRIMONIO						
Capital Social	2.550.292	2.550.292	2.550.292	2.550.292	2.550.292	2.550.292
Reservas	438.558	396.041	732.925	732.925	925.803	925.803
Reserva por valuación de inversiones	3.765.922	0	0	0	0	0
Resultados por aplicación NIFF	843.850	-1.519.337	-1.519.337	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	143.776	797.924	2.379.224	2.606.670	1.928.782	874.033
Resultados acumulados	-2.288.337	4.453.458	4.552.147	5.412.031	4.149.114	6.077.895
TOTAL PATRIMONIO	5.454.061	6.678.378	8.695.251	11.301.917	9.553.991	10.428.023

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Ventas	83.451.844	72.847.026	86.503.913	72.099.559	88.374.370	69.546.386
Costo de ventas	77.701.642	67.040.006	77.953.374	66.230.343	82.025.349	65.880.892
MARGEN BRUTO	5.750.202	5.807.020	8.550.539	5.869.216	6.349.021	3.665.494
TOTAL GASTOS	3.472.558	3.149.607	3.356.354	2.005.520	2.578.804	1.858.924
UTILIDAD OPERACIONAL	2.277.644	2.657.413	5.194.185	3.863.696	3.770.217	1.806.569
Gastos Financieros	2.137.766	2.297.665	1.945.507	993.460	1.157.714	1.062.020
Otros ingresos / egresos netos	605.067	564.220	(281.811)	(263.566)	(191.577)	129.484
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	744.945	923.968	2.966.867	2.606.670	2.420.926	874.033
Impuesto a la Renta (menos)	601.169	126.044	587.643	0	(492.144)	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	143.776	797.924	2.379.224	2.606.670	1.928.782	874.033

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Gastos Operacionales / Ingresos	4,16%	4,32%	3,88%	2,78%	2,92%	2,67%
Utilidad Operacional / Ingresos	2,73%	3,65%	6,00%	5,36%	4,27%	2,60%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,17%	1,10%	2,75%	3,62%	2,18%	1,26%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1584,16%	333,04%	218,31%	148,22%	195,47%	206,69%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	420,84%	70,71%	-11,84%	-10,11%	-9,93%	14,81%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1486,87%	287,96%	81,77%	38,11%	60,02%	121,51%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	2,64%	11,95%	27,36%	23,06%	20,19%	8,38%
Rentabilidad sobre Activos	0,33%	2,68%	8,24%	8,46%	5,91%	2,65%
Liquidez						
Razón Corriente	0,79	0,51	0,69	1,23	0,73	0,82
Liquidez Inmediata	0,63	0,36	0,50	0,83	0,47	0,64
Capital de Trabajo	-3.839.473	-7.130.010	-3.283.794	1.834.667	-3.165.382	-1.773.357
Capital de Trabajo / Activos Totales	-8,90%	-23,99%	-11,37%	5,96%	-9,69%	-5,38%
Cobertura						
EBITDA	3.969.615	4.224.668	7.507.901	5.613.557	5.704.384	3.465.927
EBITDA anualizado	3.969.615	4.224.668	7.507.901	5.898.228	5.704.384	3.556.754
Ingresos	83.451.844	72.847.026	86.503.913	72.099.559	88.374.370	69.546.386
Gastos Financieros	2.137.766	2.297.665	1.945.507	993.460	1.157.714	1.062.020
EBITDA / Ingresos	4,76%	5,80%	8,68%	7,79%	6,45%	4,98%
EBITDA/Gastos Financieros	1,86	1,84	3,86	5,65	4,93	3,26
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,09	0,16	0,44	0,30	0,29	0,11
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,35	1,10	3,97	4,23	1,07	1,53
Gastos de Capital / Depreciación	1,88	2,74	1,05	0,80	2,75	1,40
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	6,91	3,45	2,32	1,72	2,42	2,16
Activo Total / Capital Social	16,91	11,65	11,32	12,08	12,81	12,92
Pasivo Total / Capital Social	14,77	9,04	7,91	7,64	9,06	8,83
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	6,46	4,04	1,56	2,16	2,24	4,71
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	9,49	5,45	2,69	3,31	4,05	6,33
Deuda Financiera / Pasivo	68,09%	74,00%	58,15%	65,50%	55,35%	74,37%
Deuda Financiera / Patrimonio	470,30%	255,32%	134,98%	112,97%	133,86%	160,61%
Pasivo Total / Activo Total	87,35%	77,53%	69,89%	63,30%	70,75%	68,35%
Capital Social / Activo Total	5,91%	8,58%	8,83%	8,28%	7,81%	7,74%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	12,65%	22,47%	30,11%	36,70%	29,25%	31,65%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	29	12	7	6	10	5
Duración de Existencias (días)	14	12	9	15	13	8
Plazo de Proveedores (días)	7	8	4	6	9	4

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO EXA S.A. / Elaboración: Class International Rating