

CALIFICACIÓN:

Cuarto Programa Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de Calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Cuarto Programa de Papel Comercial de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. en comité No. 322-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de noviembre de 2024; en base a los estados financieros auditados de los periodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha octubre 2024. (Aprobada por la Junta General Ordinaria de Accionistas de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. el 21 de mayo de 2024 por un monto de hasta USD 5.000.000,00).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de alimentos en el Ecuador reflejó un crecimiento importante en 2021 y 2022, impulsado por el consumo a nivel nacional y la reactivación de varias actividades económicas. Sin embargo, diferentes factores en 2023 como inestabilidad política, la inseguridad y la crisis energética causaron cierta incertidumbre, reflejado en una variación anual de un 0,22%. Al segundo trimestre de 2024 el crecimiento fue de 1,10%, superior a la contracción de la economía ecuatoriana, lo que refleja la importancia del sector en la actividad económica del país. En términos de oportunidades de cara al último trimestre de 2024 y 2025, la crisis energética se presenta como un factor determinante para el nivel de la actividad económica del sector. Por otro lado, las exportaciones de han beneficiado de los acuerdos comerciales que abren las puertas a nuevos mercados de forma preferencial, por lo que las previsiones para 2024 proyectan un crecimiento de 1,5%, cifra superior al de la economía ecuatoriana de 0,9%. Dentro del mercado de consumo masivo, la compañía alcanza una participación superior a 10%. Según un estudio de mercado la marca propia Trü, se encuentra dentro de 11% de los hogares del país.
- El Emisor cuenta con más de 20 años de experiencia en el mercado dedicado al procesamiento, producción y distribución de lácteos, brindando productos de calidad a través de un modelo empresarial asociativo e incluyente, que trabaja con miles de pequeños y medianos productores de leche, lo cual garantiza el desarrollo sostenible de la industria. La compañía satisface las necesidades del sector industrial y de mercados de consumo masivo. Actualmente, se encuentra inmersa en un proceso de diversificación del portafolio de productos, incursionando en el desarrollo de alimentos sostenibles en diversas presentaciones, con mayor valor agregado.
- SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. cuenta con prácticas formales de Gobierno Corporativo, con un Directorio Estatutario que formula los objetivos estratégicos. La compañía reformó los estatutos sociales en los artículos referentes al objeto social, y a las atribuciones del Directorio, el Presidente y el Gerente General, para reforzar el compromiso de generar un impacto positivo en la sociedad y en el medio ambiente. El equipo gerencial está altamente calificado, y cuenta con amplia experiencia en el sector, lo que permite mantener a la empresa con metas consistentes.
- La compañía se convirtió en la primera empresa de lácteos en el Ecuador en alcanzar la Certificación de Corporación B, otorgada por B Lab, que reconoce los más altos estándares de desempeño social y medioambiental, transparencia y rendición de cuentas. De esta manera, SOCIEDAD INDUSTRIAL ELORDEÑO S.A. busca ser reconocida como la empresa número uno en responsabilidad social en el país.
- SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. mantuvo durante el periodo de análisis niveles de ingresos crecientes, a pesar de la reducción marginal para el cierre de 2023, resultado de la situación actual de la industria láctea. Los activos mantienen un comportamiento atado a las variaciones de las cuentas por cobrar a relacionadas e inventarios, cuentas concentradas en el corto plazo, lo que le ha permitido mantener un indicador de liquidez superior a la unidad. Por su parte, la estructura de financiamiento, que se concentra principalmente en el corto plazo, le ha permitido mantener inversiones continuas en CAPEX, teniendo como principales fuentes de financiamiento a proveedores y préstamos obtenidos con las principales entidades bancarias del país, liberando presión sobre los flujos de la compañía, acompañado de una relación días de cobro por debajo de los días de pago.
- Dado el giro de negocio y su posición frente al grupo empresarial al cual pertenece, SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. mantiene cuentas por cobrar relacionadas por montos importantes, especialmente con Corporación Ecuatoriana de Alimentos y Bebidas CORPABE S.A., correspondientes a actividades propias del giro de negocio, que en los últimos años se han reducido evidenciando la mejora en la recuperación de la cartera, de acuerdo con los pagos efectuados por parte del Gobierno a su relacionada por el convenio que mantiene referente al Programa de Alimentación Escolar.

- La proyección, aún dentro de un escenario conservador, evidenciaría un incremento paulatino de los ingresos a partir de 2024 siendo un año de transición y cuyo enfoque se encuentra en mejoras en los niveles de rentabilidad de la empresa. Adicionalmente se proyecta un flujo positivo de efectivo en sus actividades operativas, reduciendo sus niveles de financiamiento, dando como resultado flujos de actividades de financiamiento negativos en los años proyectados.
- El presente instrumento se encuentra debidamente estructurado y cuenta con todos los resguardos de ley, además de un límite de endeudamiento para cada periodo fiscal de hasta 75% del activo total, fortaleciendo el Papel Comercial.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

La compañía se encarga del procesamiento industrial de leche en cualesquiera de sus formas. La materia prima se obtiene de centros de acopio comunitarios o de pequeños y medianos productores ecuatorianos. El modelo de negocio se basa en la compra de leche en estado líquido, y su procesamiento, venta y distribución en cualquier forma, ya sea en producto terminado o en materia prima.

Los ingresos de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. provienen de la venta de productos lácteos a dos mercados principales: las industrias de alimentos y el segmento de consumo masivo a través de supermercados, autoservicios y tiendas tradicionales. La compañía planteó estrategias para consolidar su posicionamiento en el mercado industrial, lo que le permitió incrementar las ventas a este segmento entre 2021 y 2023.

Durante el período de 2021 a 2023, las ventas experimentaron crecimiento, pasando de USD 42,47 millones a USD 47,47 millones, lo que representó un aumento del 11,79%. Este crecimiento estuvo en línea con la evolución de la industria de alimentos y bebidas, aunque la empresa enfrentó desafíos como el aumento de la informalidad en el sector y la disminución en el consumo de lácteos. En el comparativo interanual, coherente con el comportamiento de la industria láctea, los ingresos de contrajeron 10% hasta octubre de 2024.

En cuanto a costos, se observó un aumento considerable, reflejando el desarrollo de nuevos productos y el aumento en los precios de la leche. El margen bruto se redujo de 11,77% en 2021 a 8,65% en 2023, aunque mostró una ligera mejora hacia el final del período. Para el comparativo interanual se mantuvo un comportamiento similar, a pesar de que el mismo forma parte de la estrategia aplicada por la empresa en lo referente a comisiones con sus proveedores, elevando ligeramente el costo de ventas, pero asegurando el aprovisionamiento de inventario.

Los gastos operativos disminuyeron entre 2021 y 2022, pero aumentaron a USD 3,17 millones en 2023, principalmente debido a la expansión de la red de distribuidores y el desarrollo de nuevos productos. A octubre de 2024, los gastos operativos sobre ventas representaron 8,42% debido a inversiones en la marca. A pesar de este aumento, la compañía se centró en consolidar su posición de mercado y preparar el terreno para un crecimiento más sólido en 2025. La utilidad operativa fluctuó, registrando una pérdida operativa de USD 135 mil a octubre de 2024, atribuida a factores externos que limitaron el crecimiento de los ingresos.

El EBITDA siguió una tendencia similar a la utilidad operativa, con una cobertura de gastos financieros que disminuyó a 0,92 veces al final de 2023. Sin embargo, la empresa manejó sus obligaciones financieras sin inconvenientes.

El activo total se mantuvo relativamente estable, disminuyendo ligeramente de USD 41,61 millones en 2021 a USD 40,45 millones en 2023 principalmente por la mejora en la cobranza a relacionadas evidenciando una adecuada gestión con las empresas del grupo. El capital de trabajo, que se mantuvo positivo, hasta octubre de 2024. La empresa mantuvo un índice de liquidez de 1,20, lo que indicó una capacidad adecuada para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

Las cuentas por cobrar mejoraron en eficiencia, con el periodo de recuperación reduciéndose a 10 días para octubre de 2024. La rotación de inventarios mostró un aumento de 37 días en 2021 a 41 días en 2023, manteniéndose en 20 días en octubre de 2024, de acuerdo con el tipo de productos que comercializa. La relación de la empresa con su cliente principal, Corporación de Alimentos y Bebidas CORPABE S.A., es significativa, concentrando una participación importante de las operaciones de ventas en esta compañía relacionada. Aunque esto puede representar cierto riesgo de concentración de ingresos, la empresa trabaja en diversificar su cartera de clientes y fortalecer su presencia en el mercado de consumo final.

La actividad creciente de la compañía generó una mayor necesidad de financiamiento durante el periodo analizado. Históricamente, SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. ha fondeado sus operaciones principalmente con recursos de terceros, con una participación promedio de 68% del pasivo total sobre el activo total. Las principales fuentes de financiamiento de la compañía son el crédito de proveedores en la compra de materia prima e insumos, las obligaciones con entidades financieras locales, y las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores.

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 29,77% de los activos en 2021 a financiar el 35,00% de los activos en diciembre de 2023. El patrimonio de la compañía mantuvo una tendencia creciente entre 2021 y 2023, al pasar de USD 12,39 millones a USD 14,16 millones, con un crecimiento total de 14,0% durante dicho periodo. Durante 2023, se realizó la revalorización de un terreno que mantenía la compañía, mencionado en el análisis de la propiedad, planta y equipo dentro de la sección "Calidad de activos", por lo que dentro del patrimonio se exhibe el ORI de ganancias por revaluación, principal componente para el incremento del patrimonio. El apalancamiento fue decreciente a lo largo del periodo analizado pasando de 2,36 veces en 2021 a 1,86 veces a diciembre 2023, siendo de 2,90 en octubre 2024 producto de la baja del aporte a futuras capitalizaciones dentro del patrimonio.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	OCTUBRE 2023	OCTUBRE 2024
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	42.466	50.623	47.474	40.691	36.690
Utilidad operativa (miles USD)	1.583	1.276	932	1.700	(135)
Utilidad neta (miles USD)	398	425	(71)	1.462	(999)
EBITDA (miles USD)	2.501	2.316	1.733	1.700	666
Deuda neta (miles USD)	10.796	13.146	13.416	13.978	12.810
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.460	(2.494)	(765)	520	883
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.243	(2.639)	359	(1.835)	(5.427)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	7.872	10.604	6.880	6.296	8.827
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,32	0,22	0,25	0,27	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	9.669	11.693	10.097	11.248	4.638
ROE	3,22%	3,30%	-0,50%	12,10%	-11,35%
Apalancamiento	2,36	2,23	1,86	2,01	2,90

Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 e internos octubre 2023 y 2024.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis realizado por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. proporciona una visión integral de las proyecciones financieras de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. Estas proyecciones se basan en una combinación de estimaciones del Emisor y datos históricos, con consideraciones conservadoras para enfrentar posibles condiciones de mercado volátiles. Se destaca la importancia de tener en cuenta los cambios potenciales en el entorno legal, económico y político que podrían influir significativamente en los resultados proyectados.

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en los resultados reales de la compañía en el periodo 2021-2023, en el comportamiento histórico de los índices en ese lapso y en las proyecciones realizadas por el Emisor, las que han sido sometidas a un escenario conservador.

Tomando como base las consideraciones mencionadas, la proyección considera que las ventas para 2024 podrían aumentar en 3% respecto de 2023, debido a las estrategias y los contratos que se proyecten aumenten al finalizar el año.

La estabilidad de los precios de materias primas utilizadas por la compañía para el desarrollo y comercialización de sus productos como la diversificación de ingresos en aquellas líneas que brinden un mayor margen de contribución permitirían prever la disminución de la participación del costo de ventas. Un análisis conservador de los parámetros señalados ha resultado en la determinación de un costo de ventas combinado para la empresa de 91,00% respecto de las ventas en 2024, en línea con lo que ha sido el comportamiento de esta variable en años anteriores, las estrategias y proyecciones de la misma compañía. La combinación de ventas incrementales en años siguientes y mayor eficiencia en cuanto al costo de ventas permitiría a SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. llegar a niveles de margen bruto similares a los de años anteriores.

Los gastos financieros obedecen a la proyección de estructura de pasivos necesaria para financiar el crecimiento previsto en las actividades de la empresa. El flujo operativo positivo proyectado en 2024-2027 permitiría la proyección de pago de deuda financiera.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, tomando como base el cierre de 2023, se estimaría mantener los días de cartera en 10, en línea con la estrategia de diversificación de clientes disminuyendo la participación que representan los ingresos a través de empresas relacionadas. Esta estabilidad, le permitiría mantener niveles inferiores a los días de pago.

Por otra parte, los días de inventario se ubicarían entre 20, cercano a los días registrados a octubre 2024. En los años venideros, la estructura de los activos se mantendría, donde la mayor porción de los activos se proyecta en los activos corrientes suponiendo un índice de liquidez superior a la unidad.

El financiamiento se estructura a partir de la deuda con entidades financieras, el Mercado de Valores y los proveedores. Las cuentas por pagar mantendrían en 70 días de pago para los años siguientes. La necesidad operativa de fondos se presentaría negativa por el comportamiento de las cuentas por cobrar no relacionadas e inventarios, así como se reflejan renovaciones de deuda en el periodo proyectado. Se esperaría mantener niveles de deuda financiera de USD 14,60 millones en 2024, disminuyendo paulatinamente para el periodo de vigencia del instrumento. En conjunto con saldos finales de efectivo robustos, el indicador de deuda neta se presentaría decreciente para el periodo proyectado.

El patrimonio mantendría una importancia relevante y creciente para el financiamiento de los activos en torno al 40%. Este valor holgado de patrimonio permitiría a la compañía contar con un apalancamiento a la baja, similar al ya evidenciado hacia el cierre de 2023.

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026	2027
	PROYECTADO			
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	48.660	51.094	53.648	56.331
Utilidad operativa (miles USD)	730	766	805	845
Utilidad neta (miles USD)	425	814	643	549
EBITDA (miles USD)	1.552	1.610	1.671	1.750
Deuda neta (miles USD)	12.595	11.747	9.742	9.846
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.433	1.522	2.730	685
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(4.798)	(4.780)	(5.019)	(5.270)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	8.715	9.491	9.722	9.663
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,18	0,17	0,17	0,18
Capital de trabajo (miles USD)	5.822	6.067	5.554	9.115
ROE	3,55%	6,36%	4,78%	3,92%
Apalancamiento	2,53	2,34	2,12	2,04

Fuente: Proyecciones realizadas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que

fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.

- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad junto con la crisis eléctrica, tienen impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, además de la adquisición de plantas eléctricas y planificaciones estratégicas de horarios laborales los que pueden afectar la rentabilidad y reducir el poder adquisitivo. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna y la crisis eléctrica son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsible en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- Aparición de competidores que tengan oferta de productos y/o soluciones de mayor conveniencia para los clientes, lo cual podría afectar las ventas de la compañía. La empresa mantiene políticas de innovación respecto de sus productos acentuando sus ventajas comparativas, elementos diferenciadores y control adecuado de costos lo que permite tener precios competitivos.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. La mayor parte de los proveedores son locales principalmente por abastecimiento de leche con lo cual se mitiga este riesgo. Así mismo, SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. cuenta con diversas líneas de productos, reduciendo el riesgo de afectación de medidas como la fijación de precios.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros de incendio y robo que la compañía mantiene sobre los activos, con la compañía aseguradora Compañía de Seguros Cóndor S.A., que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.
- Un 4,84% de los activos corresponden a inventarios, los cuales están expuestos a el riesgo de daños, por mal manejo, por mal almacenamiento del producto o tratamiento inadecuado del mismo. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios y de un almacenamiento adecuado, evitando de esta forma pérdidas y daños.
- La compañía está expuesta al riesgo derivado de los cambios ambientales y climáticos; sin embargo, la ubicación geográfica de las haciendas permite un alto grado de mitigación contra las condiciones climáticas adversas, como las sequías y las inundaciones y brote de enfermedades.
- Elevada correlación de la actividad de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. con el sector comercial, debido a su comercialización de productos terminados, como leche pasteurizada, y sus productos derivados de lácteos. Esto se mitiga, con mejores negociaciones de precios, y mejor manejo de costos.

- El sector agroindustrial afronta periodos de recuperación y recesión en función del ciclo económico, cuyas perspectivas de reactivación son inciertas. Para mitigar este riesgo, la compañía ha desarrollado productos más innovadores, con mayor valor agregado, que le permiten llegar a un segmento de mercado más amplio.
- Riesgo de volatilidad en los precios de la leche y demás materias primas, que podrían incrementar los costos de producción para la compañía. Este riesgo se mitiga a través de una regulación que norma el pago de la leche cruda en finca de acuerdo con un porcentaje de indexación al precio de venta de la leche entera en tiendas.

Se debe indicar que los activos que respaldan el Programa, de acuerdo con la declaración juramentada, son cuentas por cobrar relacionadas hasta por el monto en circulación de los valores de la presente emisión de obligaciones de corto plazo. Los activos que respaldan la presente Emisión en su mayoría pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo; sin embargo; las consideraciones sobre la capacidad de liquidación de un activo son subjetivas y difíciles de prever, lo que introduce un nivel de incertidumbre. Por lo tanto, los criterios y opiniones emitidos por esta calificadora sobre la capacidad de liquidación de los activos deben considerarse como referenciales. Al respecto:

- Escenarios económicos adversos pueden afectar la capacidad de pago de los clientes y deteriorar las cuentas por cobrar. La empresa mitiga este riesgo mediante la evaluación exhaustiva de la capacidad de pago de los clientes, y una adecuada política de recuperación de cartera. La mayoría de las cuentas por cobrar se concentran en el cliente CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALIMENTOS Y BEBIDAS CORPABE S.A., cuyos ingresos provienen fundamentalmente del Estado. Si el Estado se demorase en pagar las cuentas pendientes o dejara de pagar las mismas, ésta, a su vez, faltaría a sus obligaciones con SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. El riesgo se mitiga debido a lo sensible que resulta el programa de desayunos escolares, lo que hace difíciles demoras prolongadas en los pagos. Adicionalmente, la compañía trabaja en diversificar el portafolio de clientes mediante la implementación de estrategias comerciales orientadas a los mercados industriales y de consumo masivo, lo que le permitirá reducir la concentración de la cartera.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 20,94 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 50,77% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo del presente Programa es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Cabe resaltar que la mayor parte de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas se concentra en la empresa Corporación Ecuatoriana de Alimentos y Bebidas Corpabe S.A. y se origina por transacciones comerciales. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO DEL PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE INTERESES	PAGO DE CAPITAL
	3.000.000	Hasta 359	Hasta 720	Cupón cero	Al vencimiento
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	N/A				
Saldo en circulación	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la presente emisión serán destinados a capital de trabajo consistente en pago a proveedores.				
Estructurador financiero	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Agente Colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DCV Banco Central del Ecuador.				
Representantes de obligacionistas	Avalconsulting Cia Ltda				

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia del Programa, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Establece como límite de endeudamiento el mantenimiento anual de cada periodo fiscal será de hasta el 75% del activo total.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación Inicial de Riesgos del Cuarto Programa de Papel Comercial SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A., realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,




Firmado electrónicamente por:
**HERNAN ENRIQUE
LOPEZ AGUIRRE**

Ing. Hernán Enrique López MSc.
Presidente Ejecutivo