

CALIFICACIÓN:

Quinto 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 de la Circular de Oferta Pública, del respectivo 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

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Quinto Programa de Papel Comercial de SOCIEDAD INDUSTRIAL GANADERA ELORDEÑO S.A. en comité No. 079-2025, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 14 de marzo de 2025; en base a los estados financieros auditados de los periodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos diciembre 2024, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha enero 2024 y 2025. (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 consecutivo entre 2021 y 2023, impulsado por el consumo a nivel nacional y la reactivación de varias actividades económicas. Sin embargo, diferentes factores en 2024 tales como la inseguridad y la crisis energética causaron cierta incertidumbre, lo que ocasionó una ralentización y una variación interanual de 0,10% al tercer trimestre del año. Aun así, esta cifra es superior a la contracción de la economía ecuatoriana, lo que refleja la importancia del sector en la actividad económica del país. De cara a 2025, la crisis energética se presenta como un factor determinante para el nivel de la actividad económica del sector, mientras que las exportaciones se pueden beneficiar de los acuerdos comerciales que abren las puertas a nuevos mercados de forma preferencial.
- 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 que garantiza el desarrollo sostenible de la industria. La compañía satisface las necesidades del sector industrial y de mercados de consumo masivo. Actualmente, la empresa 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 2021-2022 niveles de ingresos crecientes, sin embargo, para los años 2023-2024 se registró una disminución en los mismos, como resultado de la disminución en la demanda de productos lácteos y la situación del sector en general. Por otro lado, el porcentaje del costo sobre las ventas ha mejorado en los últimos dos años y a enero 2025. Los resultados netos fueron positivos en todo el periodo, con excepción de 2023. Los activos mantienen un comportamiento ligado 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 de 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. En los últimos años se han reducido evidenciando una 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 2025. Adicionalmente se proyecta un flujo positivo de efectivo en sus actividades operativas a partir de 2026, reduciendo sus niveles de financiamiento, dando como resultado un uso de flujos en actividades de financiamiento en los años 2026-2027.
- 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, 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 2022.

En 2021, el sector experimentó un impacto significativo debido a la suspensión de la educación presencial y en consecuencia, la interrupción en la distribución de los desayunos escolares. Sin embargo, en 2022, la comercialización de marcas propias y maquila, le permitió sostener niveles de ingresos incrementales con respecto a 2021. Para el cierre de 2022, con la recuperación económica y el retorno a la normalidad en las actividades escolares, en conjunto con la presencia de productos de consumo masivo en las principales cadenas de autoservicio del país, los ingresos se incrementaron en un 19,21% con respecto a 2021, hasta alcanzar USD 50,62 millones.

Durante 2023, en línea con el comportamiento del sector, los ingresos se contrajeron 6,22%, reportando ingresos totales por USD 47,47 millones, reflejando así la situación actual de esta industria. Esta contracción es atribuible a diversos desafíos que enfrentó el sector, tales como el crecimiento de la informalidad, la importación de leche en polvo extranjera y una disminución en el consumo de lácteos por parte de la población. Según el Centro de la Industria Láctea (CIL, 2024), el consumo de productos lácteos en Ecuador ha decrecido un 12% entre 2022 y 2023. Finalmente, en 2024, esta tendencia continuó cuando las ventas disminuyeron 5,84% con respecto a 2023 y contabilizaron USD 44,70 millones. En el comparativo interanual, se mantuvo el comportamiento de 2024, con ingresos a enero de 2025 por USD 3,37 millones, monto que se presentó inferior al de enero 2024 (USD 3,76 millones).

En cuanto al costo de venta, durante el período analizado se observaron fluctuaciones en términos monetarios, como en su proporción con respecto a los ingresos totales, en consonancia con el crecimiento en las ventas. En 2021, la participación del costo de ventas fue de 88,23% y para 2022 este incrementó 3 puntos porcentuales ubicándose en 91,61% debido en parte al crecimiento en ventas y al aumento en los precios de materia prima. Al cierre de 2023, debido a una mejora en la optimización de costos, se observó una ligera disminución en su participación, la cual continuó en diciembre 2024 cuando se registró una relación de 91,20% de las ventas. Es importante destacar que el control de costos juega un papel fundamental como factor diferenciador en la industria de alimentos y bebidas, caracterizada por una competencia cada vez más intensa y una alta elasticidad en la demanda.

Durante el periodo comprendido entre 2021 y 2024, se observó una reducción en los gastos operativos, resultado de las estrategias implementadas por la compañía para mejorar la eficiencia y compensar el aumento en el costo de ventas. Estos gastos disminuyeron de USD 3,42 millones a USD 3,14 millones. En 2023, debido a la expansión de la red de distribuidores y al continuo desarrollo de nuevos productos, los gastos operativos aumentaron un 6,79% en comparación con 2022, alcanzando un total de USD 3,17 millones. Este incremento se dio principalmente en áreas como gastos de personal, transporte, arriendos y contribuciones. En términos de su participación respecto a los ingresos, estos gastos habían mostrado una reducción de 2 puntos porcentuales hasta 2022, pero para finales de 2023 aumentaron nuevamente hasta alcanzar el 6,68%, alineándose con el promedio observado entre 2021 y 2022.

A enero de 2025, la participación de los gastos operativos sobre las ventas disminuyó a 5,85%, en relación con lo observado en enero 2024 (6,55%), lo cual mejoró el resultado operativo en el periodo interanual. La compañía

ha decidido concentrarse en consolidar su posición en el mercado y establecer una base sólida para mejorar la rentabilidad operativa y neta. La eficiencia en los gastos fue parte de un plan más amplio para preparar el terreno de manera efectiva, con el objetivo de impulsar un crecimiento más robusto en 2025, lo cual se observa ya desde enero 2025.

El EBITDA siguió una tendencia similar a la utilidad operativa, con una cobertura de gastos financieros que disminuyó a 0,70 veces al final de 2024. Sin embargo, la empresa manejó sus obligaciones financieras sin inconvenientes.

El activo total tuvo un decrecimiento, pasando de USD 41,61 millones en 2021 a USD 38,59 millones en 2024 principalmente por la mejora en la cobranza a relacionadas evidenciando una adecuada gestión con las empresas del grupo. El capital de trabajo se mantuvo positivo en todo el periodo analizado y la empresa mantuvo un índice de liquidez promedio de 1,54, lo que indicó una capacidad adecuada para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

La actividad creciente de la compañía generó una mayor necesidad de financiamiento durante el periodo analizado. 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. De esta manera, al 31 de enero de 2025, estas tres fuentes de financiamiento representaron el 80,76% del pasivo total.

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 29,77% de los activos en 2021 a financiar el 30,59% de los activos en diciembre de 2024. A enero de 2025, financió 28,03% contabilizando USD 11,65 millones. 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, por lo que dentro del patrimonio se exhibe el ORI de ganancias por revaluación, principal componente para el incremento del patrimonio. A diciembre 2024, el patrimonio disminuyó hasta contabilizar USD 11,80 millones debido principalmente a los resultados acumulados. El apalancamiento fue decreciente a lo largo del periodo 2021-2023 pasando de 2,36 veces en 2021 a 1,86 veces a diciembre 2023, sin embargo, a 2024 aumentó nuevamente a 2,27 y a 2,57 en enero 2025, pero siempre manteniéndose por debajo de 3,00.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024	ENERO 2024	ENERO 2025
	REAL		PRELIMINAR		INTERANUAL	
	Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	42.466	50.623	47.474	44.700	3.755
Utilidad operativa ¹ (miles USD)	1.583	1.276	932	797	36	181
Utilidad neta (miles USD)	398	425	(71)	242	(84)	(158)
EBITDA (miles USD)	2.501	2.316	1.733	1.607	36	181
Deuda neta (miles USD)	10.796	13.146	13.416	12.257	13.157	15.849
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.460	(2.494)	(765)	1.302	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.243	(2.639)	359	(3.959)	(2.953)	(3.557)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(7.343)	10.604	6.880	9.240	5.199	7.225
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-0,34	0,22	0,25	0,17	0,01	0,03
Capital de trabajo (miles USD)	9.669	11.693	10.097	5.197	6.850	5.104
ROE	3,22%	3,30%	-0,50%	2,05%	-8,79%	-16,30%
Apalancamiento	2,36	2,23	1,86	2,27	2,70	2,57

Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 e internos diciembre 2024, enero 2024 y 2025.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Tomando como base las consideraciones mencionadas, la proyección considera que las ventas para el período proyectado podrían aumentar 2% respecto de 2024, 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 90,00% respecto de las ventas en 2025-2027, 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 operativos han representado históricamente valores entre 6% y 8% de las ventas durante el periodo estudiado. Un estimado conservador, sitúa la proyección en 7% para el periodo de vigencia del instrumento, similar al promedio reportado entre el cierre de 2021 y 2024. Con las premisas anotadas la proyección arroja resultados favorables en la utilidad operativa de 2025, 2026 y 2027, retomando la capacidad de la compañía de generar rentabilidad a partir de sus operaciones.

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 se proyecta positivo a partir de 2026, lo que permitiría la proyección de pago de deuda financiera sin problema.

Después de gastos financieros, ingresos no operativos, participación a trabajadores e impuesto a la renta, la empresa contabilizaría utilidad neta en 2025. Dentro de la proyección se estimaría que la cobertura del EBITDA sobre gastos financieros llega a valores cercanos a la unidad en 2025 y superiores a la unidad a partir de 2026.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, tomando como base el cierre de enero 2025, se estimaría mantener los días de cartera en 16, 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.

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 55 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 16,00 millones en 2025, 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 32%. Este valor holgado de patrimonio permitiría a la compañía contar con un apalancamiento a la baja a partir de 2026.

Como resultado de la implementación de las premisas anotadas la compañía estaría en capacidad de hacer frente a los pagos pendientes con el Mercado de Valores.

RESULTADOS E INDICADORES	2025	2026	2027
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	45.594	46.506	47.436
Utilidad operativa (miles USD)	1.368	1.395	1.423
Utilidad neta (miles USD)	464	774	836
EBITDA (miles USD)	2.205	2.261	2.319
Deuda neta (miles USD)	14.000	13.887	13.447
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.052)	899	1.177
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(3.103)	(2.932)	(2.991)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	10.216	12.500	11.829
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,22	0,18	0,20
Capital de trabajo (miles USD)	5.147	6.289	12.577
ROE	3,78%	5,93%	6,02%
Apalancamiento	2,30	2,15	1,99

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 tiene impactos significativos en la economía ecuatoriana 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 como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad y reducir el poder adquisitivo. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- La incertidumbre electoral puede afectar la confianza de los inversionistas, retrasar decisiones de inversión y generar volatilidad en los mercados. Un proceso polarizado podría derivar en protestas y afectar la estabilidad del país. La mitigación de este riesgo dependerá de la claridad en las propuestas económicas de los candidatos y de un proceso electoral ordenado.

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.

- 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 22,61 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 54,42% 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

QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO DEL PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE INTERESES	PAGO DE CAPITAL
	2.000.000	Hasta 359	Hasta 720	Cupón cero	Al vencimiento
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				

QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

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 no relacionados.
Valor nominal	USD 1.000,00
Underwriting	No contempla contrato de <i>underwriting</i>
Sistema de colocación	Bursátil
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
Sorteos y Rescates Anticipados	El emisor podrá realizar rescates anticipados de los valores objeto de la presente emisión de obligaciones. Para el efecto, publicará convocatoria con 8 días laborables de anticipación, por medio del representante de obligacionistas y a través de su página web, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones de corto plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.
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: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación Inicial de Riesgos del Quinto 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