

Segundo Papel Comercial de Corto Plazo de Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A.

Comités No.: 275-2020	Fecha de Comité: 27 de noviembre 2020
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de septiembre de 2020	Quito - Ecuador
Alejandra Rodríguez	(593) 23324-089
	alrodriguez@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial de Corto Plazo	AA+	Nueva	Pendiente

Significado de la Calificación

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 información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”

Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió otorgar la calificación de “AA+” al **Segundo Papel Comercial de Corto Plazo de Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A.** La calificación considera el posicionamiento del emisor como uno de los principales proveedores de la industria alimenticia ecuatoriana, abasteciendo de materia prima (leche en polvo) certificada y de calidad. que, en conjunto con un adecuado manejo del capital de trabajo y adopción de estrategias, le ha permitido mantener adecuados niveles de liquidez y solvencia, así como cumplimiento en tiempo y forma con sus obligaciones financieras y de mercado de valores. Durante el 2020, frente a la emergencia sanitaria que provocó la paralización de actividades, se produjo una ralentización en sus ingresos, dado el deterioro de la demanda agregada de leche en polvo, y el menor dinamismo de su principal cliente y relacionada Corpabe debido a la paralización temporal del desayuno escolar impartida por el Estado, lo que ha motivado un mayor endeudamiento y negociaciones con proveedores. PCR considera que el emisor cuenta con suficientes recursos y proyección de negocio para honrar sus obligaciones, y según las proyecciones, se estima una recuperación de sus flujos al disminuir la participación de ventas de programas social y focalizarlos al mercado privado.

Riesgos Previsibles

- El panorama económico del país y a nivel mundial se ha visto fuertemente restringido por la propagación de la epidemia por el COVID-19, lo que ha ocasionado una importante paralización de actividades. Las perspectivas de una marcada depresión podrían diseminarse a todos los sectores productivos por la contracción de la demanda. El emisor al encontrarse en un sector catalogado de primera necesidad ha incurrido en las siguientes estrategias, a fin de reducir el impacto de la crisis económica y sanitaria, tales como: focalizar sus ventas al mercado privado, disminuir la participación de programas sociales, promociones, descuentos, participar activamente de la venta en todas las plataformas digitales, abastecer constantemente a todos los supermercados y abrir canales de ventas a domicilio. Hasta la fecha de corte, sus ingresos caen en 13,93% interanual, al totalizar US\$ 28,63 millones.
- Otros de los riesgos a los que se expone la empresa es el desabastecimiento de su materia prima (leche cruda). La compañía mitiga el riesgo mediante una excelente relación con sus proveedores, que se basa en estricto cumplimiento de pago y buenas relaciones comerciales. El emisor cuenta con un modelo de desarrollo ganadero, que incorpora una relación directa con el pequeño productor a través de centros de acopio de leche y el pago del precio justo, lo que ha permitido tecnificar sus actividades productivas, reducir tiempos en sus procesos y obtener materia prima de alta calidad, a la vez que mejora las condiciones de vida de los productores. Además, existe una regulación emitida por el Ministerio de Agricultura 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.
- Alrededor del 50% de las ventas del emisor provienen de Corporación Ecuatoriana de Alimentos y Bebidas Corpabe S.A. Esta concentración refleja un riesgo para la entidad, ya que es sensible a cambios que sostenga su empresa relacionada. Si bien el emisor mantiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, su principal cliente, Corpabe S.A., mantiene la mayoría de sus contratos relacionados con el sector público, específicamente el programa de desayunos escolares, impartido por el Gobierno Nacional, el cual tuvo que ser paralizado por los meses de marzo-julio, dada la inasistencia a escuelas durante la emergencia sanitaria, que desembocó en una utilidad negativa para su relacionada y a su vez, el Estado no ha mantenido sus pagos de acuerdo con los plazos estipulados. En consecuencia, la cartera por cobrar a Corpabe S.A. se ha extendido y a la fecha de corte representa aproximadamente el 75% de las cuentas por cobrar (vs. 51,42% en sep19), lo que ha

generado ciertos descargos en el flujo del emisor, particular que ha sido cubierto con endeudamiento bancario y negociaciones con proveedores. Tras el golpe de la pandemia, la administración considera que Corpabe cuenta con suficientes recursos y proyección de negocio para honrar sus cuentas con El Ordeño considerando un plazo de 120 días, así mismo se encuentra trabajando en el impulso de una nueva marca con un concepto de sostenibilidad, una mayor focalización de ventas al mercado privado y activación de programas escolares que hoy son entregados directamente a los padres de familia de acuerdo a las directrices emitidas por el COE Nacional.

- Los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, por factores como catástrofes naturales, robos e incendios, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. Para mitigar este riesgo, la compañía mantiene vigentes pólizas de seguro contra incendio, seguro contra robo, seguro de equipos electrónicos y de vehículos con la compañía ZURICH SEGUROS ECUADOR S.A. De igual manera, la compañía cuenta con pólizas de seguros contra robos y equipos electrónicos, que respaldan la información.

Situación de la Emisión

La Junta General Ordinaria de Accionistas de Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A., en reunión celebrada el 9 de junio de 2020, resolvió autorizar el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial por un valor de hasta US\$ 4.000.000,00 (Cuatro millones). Con fecha 10 de noviembre de 2020, el emisor suscribió el correspondiente contrato de emisión de Obligaciones de Corto Plazo según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores Segundo Papel Comercial					
Emisor:	Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A.				
Monto de la Emisión:	US\$ 4.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América				
Características:	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Amortización de capital	Pago de interés
	A	4.000.000,00	359	Al Vencimiento	Cupón cero
Valor nominal de cada Título	El presente programa se emitirá en forma desmaterializada. La denominación mínima de los valores de la presente emisión es de mil dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 1.000,00) del valor nominal.				
Contrato de Underwriting:	El presente programa no contempla un contrato de underwriting				
Rescates anticipados:	Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A. podrá realizar rescates anticipados de los valores objeto de la presente emisión de obligaciones. 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.				
Sistema de Colocación:	La colocación de las obligaciones de corto plazo o papel comercial se realizará a través del mercado bursátil, siendo el responsable y asesor del presente programa de emisión la compañía Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador, DCV				
Estructurador Financiero	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Representante de los Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.				
Destino de los recursos:	Los recursos provenientes de la presente emisión serán destinados a capital de trabajo consistente en pago a proveedores.				
Resguardos de ley:	Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía mantendrá resguardos a la emisión, para lo cual, se obliga a: Establecer la siguiente medida cuantificable en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: 1) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados o convertidos en efectivo 2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones, la relación de los activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Límite de Endeudamiento	El límite de endeudamiento financiero de la compañía calculado anualmente en cada período fiscal será de hasta dos veces el patrimonio de la misma.				
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.				

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR


Resumen Ejecutivo

- Sociedad Industrial Ganadera El Ordeño S.A., su principal actividad es la producción y comercialización de leche en polvo mediante el procesamiento de leche adquirida en su mayoría a pequeños productores, a través de sus centros de acopio con quien tiene una relación directa asegurando de esta manera la calidad de la materia prima para la empresa y un precio justo para el productor. A 2020, se cuenta con 72 centros de acopio en 11 provincias, con el objetivo de acaparar una mayor cobertura.
- A la fecha de corte, su nivel de activos alcanza una expansión interanual en 31,43% (US 3,04 millones), derivado a un importante crecimiento en inventarios (+553,72%; US\$ 7,47 millones), seguido de cuentas por cobrar relacionadas (+14,08%; US\$ 1,48 millones), inversiones en acciones (35,45%; US\$ 1,61 millones), así como, una desmejora en efectivo (-44,18%; US\$ -1,37 millones), que en conjunto, responden al impacto durante la pandemia, así como medida de mejora para ser sustentables en el tiempo.
- Históricamente, los pasivos han financiado en promedio un 68,01% de los activos y su composición se ha concentrado mayormente en pasivo a corto plazo al pasar de 48,45% (dic14) a 76,52% (dic19), estructura

que se ha mantenido constante hasta la fecha de corte (80,70% del total de pasivos). A septiembre 2020, los pasivos figuran \$ 28,98 millones, con una progresión interanual de +30,68% (US\$ +6,80 millones); este comportamiento es respaldado por el crecimiento de los pasivos corrientes en 50,21% (US\$ 7,82 millones), en conjunto, con una baja en pasivos no corrientes en -15,34% (US\$ -1,01 millones).

- A septiembre 2020, la deuda financiera a corto plazo evidencia un importante crecimiento interanual en 28,27%, frente a una contracción de largo plazo en 34,08%, estructura que genera una importante presión en sus flujos, sin embargo, mantiene niveles de liquidez adecuados. El destino de los recursos principalmente ha sido dirigido para capital de trabajo, financiamiento de proveedores a través de factoring electrónico, infraestructura civil y refinanciamiento de pasivos. De igual manera, las obligaciones con instituciones financieras se encuentran acaparada en 5 instituciones financieras (60,63%), CFN (30,54%) y mercado de valores (7,79%) con una tasa promedio de 9,16%, a su vez, mantiene línea de crédito abiertas con diversas entidades financieras a nivel nacional.
- A la fecha de corte, sus ventas alcanzan los US\$ 28,63 millones, con un deterioro interanual en 13,93% comportamiento atribuido a la paralización de programas escolares que produjo una baja interanual en 21,08% de venta a Corpabe, así como la reducción de ventas significativas con ciertos clientes que mantenían un elevado stock. A valor nominal, a septiembre 2020, los costos de ventas se reducen interanualmente en 13,33% al cerrar en US\$ 25,02 millones. Frente a una reestructuración en el nivel de sus gastos operativos, exhibe un deterioro interanual en 9,70%. Con todo lo detallado anteriormente, la utilidad neta figura US\$ 1,59 millones con un importante crecimiento interanual de +86,59% (US\$ 739,69 mil) por el pago de dividendo de su empresa relacionada, el mismo que fue reinvertido en el capital de la relacionada, así como la flexibilidad en sus costos y gastos que mitigó la baja de ventas suscitadas a raíz de la emergencia sanitaria.
- De acuerdo con las proyecciones realizadas, al finalizar el 2020 se espera que los ingresos contabilicen US\$ 38,39 millones, presentando una disminución del 9,13% con respecto a diciembre de 2019, comportamiento que refleja el impacto de la situación coyuntural que atraviesa el país. Cabe indicar que, hasta septiembre de 2020, las ventas presentan una reducción de 13,93% interanual, por lo que la administración espera que las ventas desde octubre de 2020 hasta diciembre de 2020 (US\$ 9,76 millones) superen los niveles observados durante los mismos periodos del año 2019 (US\$ 8,98 millones), los cuales, a criterio de la calificadora, podrían estar sobre estimados, ya que la crisis económica a causa del COVID-19 todavía no se ha superado. En el año 2021 se espera que el emisor presente un crecimiento del 15,92% en ingresos y en el año 2022 un crecimiento del 10,08%, recuperación por encima al exhibido dentro de su histórico (2015-2019 4,67%).
- La compañía tiene previsto colocar la totalidad de la emisión durante el último trimestre del 2020, realizar la revolvencia en el 2021 y cancelarlo durante el 2022. De acuerdo con las proyecciones realizadas, la compañía tiene previsto pagar a sus proveedores, dando cumplimiento al destino de los recursos.
- PCR considera que la Sociedad Industrial Ganadero El Ordeño presenta una adecuada capacidad de flujos que permiten hacer frente al instrumento calificado. Ante la coyuntura económica, será de vital importancia poner en marcha las estrategias comerciales, focalizar sus ventas a supermercados, tiendas, etc, maniobrar un mayor acuerdo con el Estado para agilizar su cuenta por pagar que sostiene con su relacionada, así como la capacidad de levantar nuevos recursos con mayor deuda financiera. Es importante acotar que, dado el alto nivel de inventarios, con caducidad de alrededor de 18 meses, el emisor no requiere aumentar el mismo, lo que favorece su flujo.

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Pacific Credit Rating