

Ecuador  
Papel Comercial  
Segundo Seguimiento

## SUCESORES DE JACOBO PAREDES M. S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
I Programa Papel Comercial	AAA	AAA	NR

### Perspectiva: Estable

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación.

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

**Último Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

**NR:** No registra cambio de calificación

### Definición de Calificación:

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

### Resumen Financiero

(USD Millones)	dic.-20	dic.-21	may.-22
Activos	53.7	65.5	75.6
Ventas	73.7	79.1	37.3
Margen EBITDA (%)	9.74%	7.67%	9.13%
ROE (%) *	12.76%	7.24%	15.64%
Deuda / capitalización (%)	24.02%	33.01%	36.32%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.91	-0.23	1.13
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-45.36%	-71.37%	34.22%
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	1.39	2.69	2.39
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	1.39	2.69	2.39
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	1.94	3.77	2.71

\* Indicador actualizado para mayo-2022

### Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
cordonez@bwratings.com

Ma. Sara Flores  
(5932) 226 9767  
sflores@bwratings.com

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener** la calificación de **AAA al Primer Programa de Papel Comercial de Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A.** La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto a la capacidad de pago en los términos y condiciones establecidas de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa. El criterio de la calificación considera tanto las características de corto plazo del instrumento calificado, como el posicionamiento del emisor en el mercado, el sector al que pertenece, su sólida capacidad de generación de flujo, y su flexibilidad financiera.

**Posición competitiva fuerte en industria defensiva.** La Compañía es una empresa madura y con amplio conocimiento del mercado, donde ocupa posiciones de liderazgo. El emisor ha demostrado capacidad para mantener e incrementar sus ingresos en entornos complejos como el de la crisis generada por la pandemia. La industria es sensible al precio y disponibilidad del trigo debido a que en su gran mayoría es importado. Adicionalmente, el conflicto armado entre Rusia y Ucrania ha presionado significativamente los costos del trigo, hecho que el emisor ha mitigado a través de la diversificación por línea de negocio, mayor stock de reserva y aumento paulatino de precios de venta.

**Generación operativa positiva y sólida posición patrimonial.** Los ingresos operativos del emisor son diversificados y su generación operativa históricamente ha sido positiva. La Compañía mantiene políticas de distribución de dividendos adecuadas y capitalización de utilidades, lo que le ha permitido constituir un patrimonio sólido.

**Endeudamiento creciente.** El indicador de deuda frente al EBITDA ha mostrado tendencia a incrementarse frente a las expectativas de la calificación inicial, y se espera que llegue a su pico hasta fines de 2022, por las necesidades de capital de trabajo e inversión en CAPEX planificada. Por otro lado, el riesgo de refinanciamiento se encuentra mitigado por una estructura de deuda enfocada hacia el largo plazo. Se considera que el emisor mantiene flexibilidad financiera para hacer frente a sus obligaciones.

**Administración y Gobierno Corporativo eficientes.** Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor.

**Liquidez moderada con perspectiva al alza.** La liquidez del emisor es moderada y cuenta con líneas de crédito abiertas con bancos locales, adicionalmente en caso de requerirse, el emisor podría flexibilizar el pago de dividendos. La calificación considera la expectativa de que la tendencia de mejoramiento de la estructura de la deuda continúe.

**La perspectiva de la calificación** es estable y refleja nuestra expectativa de que a lo largo de la vigencia del presente programa de papel comercial el emisor mantenga un endeudamiento controlado en relación con su generación operativa. La calificación podría verse afectada en la medida en que el endeudamiento se incrementara por fuera de lo esperado o no continuara el refinanciamiento de la deuda financiera hacia el largo plazo.

**Alcance de la calificación.** La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

I Programa de Papel Comercial	
Emisor	Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A.
No. de Seguimiento	Segundo seguimiento
Fecha de Aprobación SCVS	20-ago.-21
No. de Resolución	SCVS-INMV-DRMV-2021-00007057
Clase	A
Monto	8,000,000
Monto en circulación	5,507,000
Plazo del programa	Hasta 720 días
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	10-ago.-23
Cupón de interés	Cero cupón
Pago de interés	N/A
Pago de capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Serán utilizados en un 100% para capital de trabajo consistente en compra de inventario, mantener política crediticia con cartera de clientes, pago a proveedores no vinculados con el Emisor.
Calificadora de riesgos	BankWatch Ratings
Agente estructurador y colocador	Picaval Casa de Valores S.A.
Agente pagador	DCV-BCE
Rep. Obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.

**HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

**Situación bélica en Rusia y Ucrania**

El conflicto bélico que se ha suscitado desde las últimas semanas de febrero-2022 entre Rusia y Ucrania ha derivado en sanciones y limitaciones al comercio contra la primera, que están siendo implementadas por el resto de los países de Europa y EE. UU. Las restricciones excluyen productos de consumo básico y los relacionados a alimentación, agricultura y salud. Sin embargo, la comercialización de estos presenta dificultades debido a la escasez de servicios de transporte marítimo que lleguen hasta estos destinos.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**Entorno macroeconómico ecuatoriano**

El primer año de pandemia fue extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

Ecuador había sido apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales de 2021, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones<sup>1</sup>, que se espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos<sup>2</sup> en diferentes provincias del país. Se ha anunciado por parte del gobierno que, el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud<sup>3</sup>. El gobierno central ratifica su compromiso con la atracción e incentivo de inversión privada local y extranjera.

Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel. Respecto a las negociaciones con México, el 27 de mayo se realizó la ronda final del acuerdo comercial con resultados inconclusos, se esperaba el cierre de las negociaciones técnicas, pero según el ministro de Producción, Comercio Exterior y Pesca, el proceso de negociación continúa<sup>4</sup>. Se mantendría pendiente el acceso al mercado mexicano de los

<sup>1</sup> MPCEIP: UN ECUADOR MÁS COMPETITIVO SE CONSOLIDÓ EN 12 MESES DE GESTIÓN - [HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/UN-ECUADOR-MAS-COMPETITIVO-SE-CONSOLIDO-EN-12-MESSES-DE-GESTION/](https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/)

<sup>2</sup> El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

<sup>3</sup> Primicias: Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - [HTTPS://WWW.PRIMICIAS.EC/NOTICIAS/ECONOMIA/NUEVOS-PROYECTOS-PORTAFOLIO-INVERSIONES-GOBIERNO/](https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/)

<sup>4</sup> Primicias: Negociación comercial con México se dilata: hay tres productos polémicos - [HTTPS://WWW.PRIMICIAS.EC/NOTICIAS/ECONOMIA/NEGOCIACION-MEXICO-DILATA-TRES-PRODUCTOS-POLEMICOS/](https://www.primicias.ec/noticias/economia/negociacion-mexico-dilata-tres-productos-polemicos/)

productos estrella de Ecuador, que son camarón, atún y banano.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social representa una dificultad para el Gobierno. Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta, que deberán concluirse en 90 días.

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional; en los primeros días de julio llegó a los 1600 puntos básicos. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador se mantiene en B-

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19<sup>5</sup>. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalan un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero que todavía no consigue sus niveles prepandemia. En comparación al último trimestre de 2021, según un comunicado del BCE, la economía en el primer trimestre de 2022 ha crecido en 0.4%, cifra alentadora considerando que los últimos meses del año son los de mayor actividad económica<sup>6</sup>.

El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%<sup>7</sup> en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente<sup>8</sup>. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 son más conservadoras que las últimas publicadas por Banco Mundial en abril-2022, que proyecta un crecimiento de 4.3% en 2022 y 3.1% en 2023<sup>9</sup>. Según estas perspectivas, el país será el cuarto de mayor crecimiento en la región<sup>10</sup>. Si bien se esperaba una mejora de la estimación inicial,

luego del paro nacional el Banco Central no realizó dicho ajuste, hasta poder estimar el impacto completo de este hecho en la economía ecuatoriana. A la fecha de elaboración de este análisis, no han existido variaciones en las proyecciones del BCE relacionadas a los impactos del paro nacional.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2020-2021 y primer trimestre 2021 y 2022, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2020	2021	2021.I	2022.I
Producto Interno Bruto (PIB)	-7.79%	4.24%	-4.07%	3.75%
Exportaciones	-5.40%	-0.13%	-7.04%	-0.40%
Importaciones	-13.84%	13.25%	-2.19%	8.09%
Consumo final Hogares	-8.20%	10.22%	2.00%	6.73%
Consumo final Gobierno	-5.07%	-1.69%	-9.81%	6.51%
Formación Bruta de Capital Fijo	-19.03%	4.33%	-5.63%	3.96%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo de 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones. La recuperación se dio en parte al avance del proceso de vacunación, las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

En 2022, se espera que las industrias lideren el crecimiento sean la manufacturera (3.1%), construcción (2.9%) y actividades financieras (2.8%). Con las cifras actualizadas al primer trimestre, las industrias que lideran el crecimiento en su valor agregado son: acuicultura y pesca de camarón (28.5%); alojamiento y servicios de

<sup>5</sup> BCE - CTASTRIM 119

<sup>6</sup> BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1514-ecuador-registro-un-crecimiento-interanual-de-3-8-en-el-primer-trimestre-de-2022>

<sup>7</sup> Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuadoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes>

<sup>8</sup> El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y

Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

<sup>9</sup> Primicias: La economía del Ecuador crecerá en 4.3% en 2022, proyecta el Banco Mundial - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-mundial/>

<sup>10</sup> El Universo: Ecuador será la cuarta economía que más crecerá en la región en el 2022, proyecta el Banco Mundial <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-sera-la-cuarta-economia-que-mas-crecera-en-la-region-en-el-2022-proyecta-el-banco-mundial-nota/>

comida (8.6%); suministro de agua y electricidad (8.4%); comercio (7.1%) y transporte (6.5%).

A continuación, una tabla con el comportamiento esperado de las industrias ecuatorianas en 2022:

Industria	part.%	crec.%
Manufactura	13.23%	3.06%
Comercio	10.89%	2.84%
Agricultura, silvicultura y pesca	10.59%	1.79%
Explotación de minas y canteras	9.15%	2.25%
Construcción	7.58%	2.89%
Transporte	7.03%	2.13%
Actividades financieras y de seguros	3.85%	2.85%
Demás actividades	1.83%	37.69%

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero.

Por otro lado, el precio del petróleo se mantiene en niveles superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, aunque fluctuantes debido a la probabilidad de que el incremento de tasas de interés en Estados Unidos tenga impacto negativo en la actividad económica y por tanto en su demanda. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocan también un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina *Súper* se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales<sup>11</sup>.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)<sup>12</sup>. De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos

de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos mineros en Bolívar y Azuay<sup>13</sup>.

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir en 2022 USD 1,700 millones de parte del FMI. En junio-2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso de USD 1,000 millones, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa y los USD 700 millones restantes se desembolsarían en diciembre-2022.

Adicionalmente en el mes de marzo-2022, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento<sup>14</sup>. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el BM aprobó un crédito por USD 200 millones para el país<sup>15</sup>. Este financiamiento será destinado a la estrategia Ecuador Crece sin Desnutrición, que tiene como eje central la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños entre 45 días de nacidos hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

La guerra Ucrania-Rusia ha generado desafíos importante a nivel global. Para Ecuador, se aprecian impactos en el comercio de banano y flores, ya que esos países representaron el 20.8% de las exportaciones de banano y flores del Ecuador en 2021.

Al mismo tiempo, los precios del petróleo, gas natural y metales han presentado crecimiento sostenido desde inicios del conflicto; los "commodities" agrícolas que dependen de estos insumos también han mostrado picos en sus precios y se espera que los precios del sector industrial igualmente presenten incrementos. Si bien los exportadores de estos productos han aprovechado de los precios altos, este suceso trae consigo altos niveles inflacionarios a nivel general, afectado la

<sup>11</sup> AS: <https://us.as.com/actualidad/precios-del-barril-de-petroleo-brent-y-texas-hoy-11-de-abril-cuanto-cuesta-y-a-cuanto-se-cotiza-n/>

<sup>12</sup> Primicias: Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

<sup>13</sup> Primicias - "Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador"  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

<sup>14</sup> CAF: Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

<sup>15</sup> Primicias: Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

cadena global de suministro, que ya viene enfrentando una crisis por la pandemia. Ucrania y Rusia representan el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 16% de maíz y el 56% del aceite de girasol; al ser proveedores clave de estos alimentos que sirven de insumo para varias industrias alimenticias, la guerra presenta una amenaza para el abastecimiento, así como para los precios que se encuentran escalando sustancialmente. Los precios de los sustitutos como el aceite de palma también enfrentan un incremento pronunciado. Rusia por su parte también es productor de componentes de fertilizantes, por lo que los precios de estos también se han elevado. Los temas mencionados afectan de manera importante a la producción agrícola y a la industria alimenticia mundial y nacional.

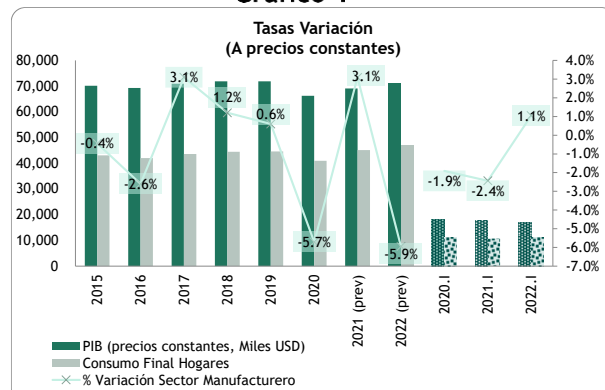
Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

#### Análisis de la industria

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos cinco años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, en promedio ha representado el 11.76% del PIB nacional a precios constantes. En 2020 presentó una caída de 5.7% en sus ingresos<sup>16</sup>, con variaciones negativas interanuales mayores en las ramas de fabricación de equipos de transporte (-35.3%), producción de madera y sus productos (-19.5%) y producción de minerales no metálicos (-19.2%). Únicamente dos ramas de la industria presentaron variaciones positivas: la rama correspondiente a la elaboración de tabaco, con una variación interanual del 19.6%, y la de alimentos procesados, que logró alcanzar un desempeño positivo del 1.3%.

Por otro lado, en el año 2021 el valor agregado (VAB) de esta industria reportó un incremento interanual de 3.09%, pobebusicionándose en USD 8,178 MM, cercano a sus niveles prepandemia y, al primer trimestre de 2022 el sector muestra una recuperación frente al mismo periodo de 2021 de 1.05%, aunque su participación sobre el PIB se ha reducido en 0.3pp

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La rama de elaboración, procesamiento y conservación de alimentos en 2020 aportó con el 45% del total de ingresos de la industria manufacturera y, debido a la naturaleza de sus actividades, fue uno de los pocos sectores que no paró sus operaciones durante el año como consecuencia de las medidas de confinamiento adoptadas por el gobierno para mitigar los efectos de la pandemia mundial.

Dentro de la rama de procesamiento de alimentos, la elaboración de productos de molinería, panadería y fideos, actividad en el que se centrará el análisis, presentó un crecimiento interanual de 6.63% en el 2020 y representó el 7% de los ingresos de la industria manufacturera, en precios corrientes. Según las últimas previsiones realizadas por el Banco Central del Ecuador con información de 2021 la actividad habría crecido en 1.3% en 2021, mientras que la industria manufacturera habría caído en 3.2%. Las cifras más recientes del BCE indican que la elaboración de productos de la molinería, panadería y fideos crecerían a 2022 en 7.22% respecto a 2021 (cifra de las previsiones previas).

Con cifras publicadas por el INEC con corte a mayo-2022, la tendencia deflacionaria del sector de alimentos y bebidas no alcohólicas presentada durante gran parte de 2021 se ha revertido, con un indicador de 1.28% anual y de manera mensual, en mayo los precios del sector crecieron en 0.23% (-0.03% may-2021)<sup>17</sup> lo que refleja las implicaciones del alza generalizada de precios ocasionada por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, sobre todo en trigo, aceite y gasolina. De manera subsecuente, se destaca que con las cifras a junio, se mantiene la tendencia inflacionaria del sector.

<sup>16</sup>BCE - CTASTRIM 119

<sup>17</sup> INEC - [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2022/Mayo-2022/01%20ipc%20Presentacion\\_IPC\\_may2022.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2022/Mayo-2022/01%20ipc%20Presentacion_IPC_may2022.pdf)

Según la clasificación por uso o destino económico (CUODE) del Banco Central, el trigo y la harina de trigo son clasificados como materias primas y productos intermedios para la industria (excluida construcción), y es la principal materia prima utilizada en la elaboración de productos de molinería, pastelería y fideos. Es importante mencionar que únicamente el 1.13% de dicha materia prima es producida localmente, el resto se importa. Anualmente el Ecuador demanda 694,000 toneladas de trigo, de las que el 78% se utiliza para la elaboración de harina, que a su vez en su mayoría se emplea en la producción de pan (55%), pastas (24%) y galletas (14%)<sup>18</sup>.

A mayo-2022, el 41.4% de las importaciones de trigo y harinas de trigo provienen de Argentina, el 34.8% de Canadá, 16.4% de Brasil y el 7.4% restante proviene de seis diferentes países. Durante los primeros 5 meses del año, el comportamiento promedio de las importaciones mensuales de trigo y harina de trigo ha sido variante, tanto en toneladas como en valor. En marzo-2022 se evidencia un mayor abastecimiento a nivel nacional en toneladas importadas (crecimiento mensual superior al 90%), mientras que durante abril y mayo se ha ido reduciendo el volumen importado de esta materia prima.

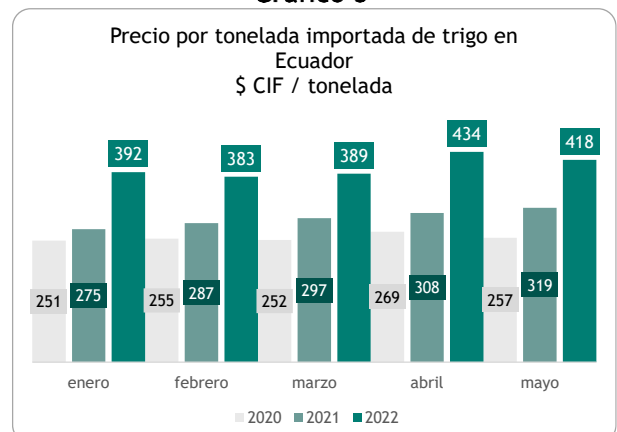
En las gráficas a continuación se puede apreciar el comportamiento en valor de las importaciones en valor de trigo y harina de trigo y su precio por tonelada en 2022 (gráfica 1), así como el comparativo de precio promedio por tonelada importada a nivel nacional desde 2020 (gráfica 2).

Gráfico 2



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Gráfico 3



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El precio del trigo históricamente ha sido fluctuante, en 2020 el precio internacional por tonelada presentó una disminución del 5.2%<sup>19</sup>. El año 2022 denota una escalada de los precios internacionales de trigo<sup>20</sup>, impulsada principalmente por la invasión de Rusia a Ucrania y a consecuencia de la situación climática en Estados Unidos, ya que estos son los principales países proveedores a nivel mundial<sup>21</sup>. Según datos proporcionados por la FAO, mayo registra el pico más alto para el trigo canadiense y argentino (principales orígenes del trigo que compra Ecuador) y, si bien de manera subsecuente se esperaba un ajuste de precios a la baja, la

<sup>18</sup> Expreso: <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/demanda-encarece-trigo-99197.html>

<sup>19</sup> FAO: <http://www.fao.org/giews/reports/crop-prospects/es/>

<sup>20</sup> FAO: <https://www.fao.org/giews/food-prices/international-prices/detail/es/c/1460642/>

<sup>21</sup> <https://www.infobae.com/economia/campo/2022/06/06/el-precio-internacional-del-trigo-subio-mas-de-un-5-porque-el-mercado-no-espera-que-ucrania-pueda-normalizar-sus-embarques/>

coyuntura internacional no permite todavía estabilizar estos pronósticos.

#### PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía es el resultado de la fusión en 2016 de 3 empresas ecuatorianas: Pastificio Ambato C.A. (Paca). (1948); Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. (1968) y Repartos Alimenticios, Cia. Ltda., Reparti (1980). Desde sus inicios en la ciudad de Ambato, ha ido expandiéndose a nivel nacional, con el montaje de molinos, líneas de producción de pasta, automatización y distribución de productos. El emisor cuenta con 11 marcas registradas y más de 200 presentaciones de productos.

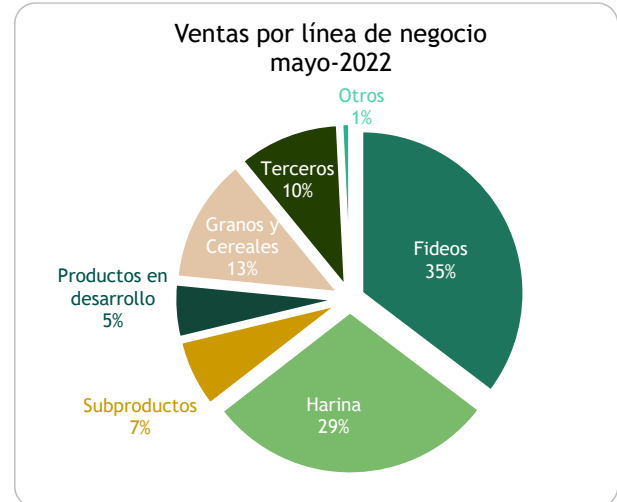
Su oficina principal se encuentra ubicada en la ciudad de Quito, además cuenta con ocho centros de distribución a nivel nacional, que atienden a más de 50,000 puntos de venta directos.

Actualmente, 738 personas se encuentran empleadas en las ciudades de Ambato, Cuenca, Guayaquil, Manta y Quito, Santo Domingo. La nómina se distribuye en las áreas de administración, distribución, mercadeo, producción y ventas. A la fecha de corte la compañía no cuenta con sindicatos ni asociaciones de empleados y no se han reportado incidentes con los empleados.

La Compañía forma parte de la Asociación Nacional de Fabricantes de Alimentos y Bebidas (ANFAB), Asociación Ecuatoriana de Molineros (ASEMOL) y de la Asociación de Productores de Pasta (ASOPASTA), lo que le permite contar con información actualizada sobre asuntos regulatorios, tendencias del mercado, cifras y estudios relevantes, así como también le da la posibilidad de consolidar nuevas relaciones comerciales mediante una gran red proveedores.

El emisor mantiene dos plantas tecnificadas de producción ubicadas en Quito y Ambato, con una capacidad instalada de 2,656 TM de pasta y 6,500 TM de harina y semolina; a la fecha de corte el porcentaje de utilización en promedio es de 85%.

Gráfico 4



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Los ingresos operativos de la Compañía a mayo-2022 provienen en 64.5% de la producción y comercialización de fideos y harina, el 13% corresponde a la venta y empaquetado de granos y cereales, el 6.5% proviene de la venta de subproductos derivados del proceso de molienda y el porcentaje restante se divide en distribución de productos de terceros, aceites, pan, galletas, café, aromáticas y enlatados.

Toscana, Fideos Paca, Bolonia y Croccantini son algunas de las marcas mediante las cuales el emisor ha logrado llegar a los distintos segmentos del mercado, posicionándose como líder nacional de producción de pasta, con una participación en el mercado de 36.9%, además ocupa el cuarto lugar en la industria molinera (harina) y es una de las distribuidoras más fuertes del país.

Como se muestra en el gráfico a continuación, sus productos se distribuyen principalmente mediante mayoristas y minoristas (tiendas) ubicados en todo el país. El porcentaje restante de ventas se distribuye entre canales de autoservicio conformado por grandes supermercados; hoteles, restaurantes, cafeterías; panaderías, y un porcentaje menor al 1% se exporta a Estados Unidos, Costa Rica, España, Italia.

**Gráfico 5**

Canales de distribución



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. con fecha de corte mayo-2022

Su principal materia prima es el trigo, el cual es negociado bimensualmente por medio de futuros con sus proveedores. A la fecha de corte el 45.6% de sus compras se las realizaron a proveedores en el exterior principalmente ubicados en Canadá.

#### ESTRUCTURA DEL GRUPO

Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. no forma parte de ningún grupo empresarial, aunque mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

#### ACCIONISTAS Y SOPORTE

A mayo-2022 el patrimonio de la Compañía es de USD 34.3MM, y de este el 62.2% corresponde a capital social.

Las participaciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Part.
Apple Holdings llc	Estados Unidos	4,452	20.86%
Sanchez Paredes Rodrigo Abel	Ecuador	2,915	13.66%
Sanchez Paredes Rosario De Las Mercedes	Ecuador	2,580	12.08%
Paredes Fiallos Jorge Vinicio	Ecuador	1,651	7.74%
Ortiz Sanchez Teresita Del Rosario	Ecuador	1,166	5.46%
Ortiz Sanchez Jose Luis	Ecuador	1,166	5.46%
Sanchez Campos Maria De Lourdes	Ecuador	1,071	5.02%
Sanchez Campos Martha	Ecuador	1,071	5.02%
Sanchez Campos Rodrigo Xavier	Ecuador	1,071	5.02%
Sanchez Campos Alvaro Fernando	Ecuador	1,071	5.02%
Otros < 5%	Ecuador	3,133	14.68%
<b>CAPITAL SOCIAL</b>		<b>21,346</b>	<b>100%</b>

La Compañía reparte dividendos conforme lo resuelva la Junta General de Accionistas, generalmente se reparten alrededor del 50% de los resultados obtenidos en el ejercicio fiscal anterior

siempre que no existan restricciones para hacerlo. Desde el 2017 el reparto de dividendos ha fluctuado entre 36% y 56.5% de los resultados generados.

En los últimos años la Compañía ha aumentado su capital mediante capitalización de utilidades retenidas, aportes por parte de los accionistas y, en el caso del 2016, a través de la absorción de las compañías relacionadas Repartos Alimenticios Reparti S.A. y Pastificio Ambato C.A., que tuvieron un efecto de 4.9MM en el capital. Se destaca el incremento realizado en el 2020 de 2.1MM, que representó un aumento de 29.7% del capital social y en 2021 un nuevo aporte por USD 892M que representó un incremento de 8.1% adicionales.

#### ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno se reúne periódicamente ante cualquier hecho relevante, mínimo una vez al año. Adicionalmente, de acuerdo con los Estatus Sociales se debe nombrar a la directiva con un mínimo de dos directores externos. Actualmente, el Directorio se encuentra conformado por cuatro directores internos y cuatro directores externos que se reúnen bimensualmente.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General nombra al comisario principal y al suplente, así como al auditor externo que vigila las operaciones sociales y es independiente de la Administración. La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de autoría ecuatorianas.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La empresa cuenta con un plan estratégico quinquenal y presupuestos anuales. Este último lo estructuran en conjunto la Gerencia General, la Gerencia de Ventas y la Gerencia Financiera. La versión final es presentada ante el Directorio para su aprobación y se realiza un control presupuestario trimestral.

En cuanto a la infraestructura informática, utiliza el sistema SAP, que le permite administrar de manera eficiente e integrada la gestión contable,

financiera, operaciones y administrativa, y que incluye funcionalidades que facilitan algunas tareas cotidianas como la requisición de pedidos.

El emisor mantiene vigentes pólizas de seguro que incluyen las siguientes coberturas: Incendio y Líneas Aliadas, Dinero y/o Valores, Equipo Electrónico, Fidelidad, Transporte interno de mercadería y Robo.

Desde el 2015 la Compañía cuenta con la certificación de Buenas Prácticas de Manufactura, gracias a sus altos estándares de calidad e inocuidad que maneja, esta certificación involucra a todos los procesos de producción, desde la recepción de materia prima, manufactura, envasado, almacenamiento, transporte y distribución, garantizando que todos los productos alimenticios producidos acaten las normas nacionales. Las líneas de producción de fideos ubicadas en Quito obtuvieron en el 2018 la certificación HACCP, que se relaciona con evaluación del sistema de gestión, el cual asegura que todos los riesgos inherentes al proceso hayan sido evaluados y controlados, de manera que garanticen que las condiciones y prácticas operativas prevengan la contaminación y las enfermedades que se pueden transmitir mediante el consumo de alimentos, certificación que le ha permitido ofrecer sus productos en mercados locales y del exterior.

El plan estratégico de la Compañía se enfoca en aumentar su participación en el mercado, y considera la posibilidad de fusiones y adquisiciones de negocios alineados con su operación.

## PERFIL FINANCIERO

### Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de SUCESORES DE JACOBO PAREDES M. S.A. del 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021 auditados por la firma Acevedo & Asociados Auditoría Externa. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y cuentan con opinión favorable y no presentan observaciones. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a mayo 2021 y 2022.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para la duración del programa analizado, 2022 y 2023. La calificadoradora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

### Ajustes por NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de

arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo por el derecho de uso y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento. Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA. Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo. Para efectos de este análisis, la Calificadoradora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

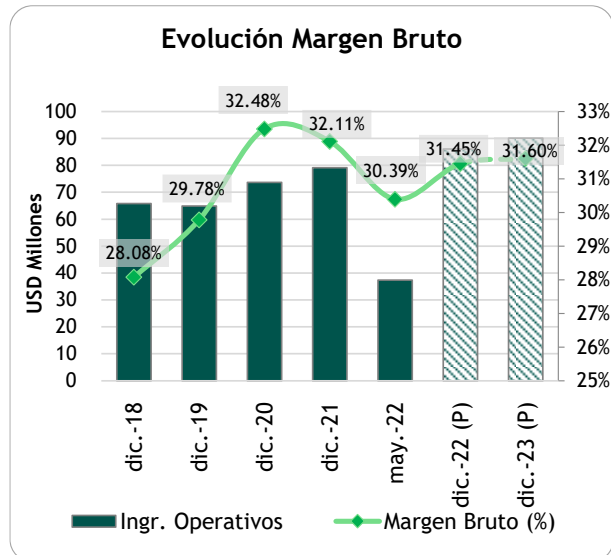
### Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos operativos de la compañía han mostrado una tendencia positiva, con crecimientos importantes en 2017, 2020 y 2021. Durante el primer año de la pandemia, los ingresos por ventas crecieron en 13.5%, gracias al incremento de la demanda de sus productos en los hogares, el aumento de las ventas en las tiendas de barrio en las que el emisor distribuye directamente y a la buena gestión logística y administrativa durante los meses de confinamiento. En 2021 las ventas crecieron en 7.4% frente al año anterior como resultado del aumento del consumo de carbohidratos que generalmente se da en tiempos de crisis y, en el último trimestre del año, por las ventas de canastillas navideñas a nivel nacional.

A la fecha de corte, el crecimiento de los ingresos operativos es de 20% comparado con el mismo periodo de 2021, este incremento tiene incorporado un efecto precio a causa del aumento de materia prima que ha sido parcialmente trasladado al precio del consumidor. Para el cierre de 2022 se espera que este crecimiento se modere para ubicarse en 8.8%, que igualmente incluye un efecto de precio así como un incremento de volumen vendido; adicionalmente cabe mencionar

que se espera un ajuste de los precios de la materia prima a la baja para finales de 2022.

**Gráfico 6**



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

En relación con el margen bruto, en los últimos años se evidenció un incremento sostenido en el indicador, producto del impulso que la administración ha dado a las líneas con mejores márgenes y a las inversiones realizadas en maquinaria e infraestructura que les ha permitido ser más productivos y eficientes en costos.

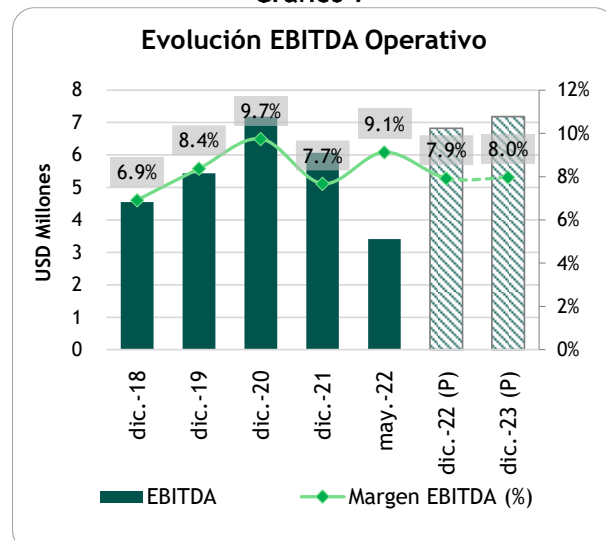
Al cierre de 2021 sin embargo, el margen presentó una disminución anual de 0.4pp. A mayo-2022 el margen bruto presenta una disminución interanual de 3.7pp por el alza generalizada en sus costos de producción, no acompañada de un completo traslado a los precios de venta al público. No obstante, el emisor ha realizado nuevos ajustes en abril y junio de 2022 por lo cual se espera que a finales de año el margen cierre con una disminución de 0.6pp.

Los gastos operativos en relación con los ingresos se ubican 3.2pp por debajo de los reportados en mayo-2021. A pesar de esta variación, la caída del margen hace que el indicador de eficiencia operativa (costo + gasto) empeore a 93.4% (92.8% a mayo-2021). Dicha variación se explica por mayores costo de ventas en 26% comparado a mayo-2021 y egresos operativos superiores en 6% al mismo periodo; estos se derivan de la contratación de nuevo personal de ventas para lograr cubrir mayor territorio, mayores gastos de distribución (impulsados por el incremento del precio de los combustibles), un incremento de gastos de mercadeo y mayores costos de materia prima.

Para el cierre del año en curso se espera que el peso del gasto operativo termine en 26.2% (27.1%

a dic-2021), con la incorporación de la participación de los trabajadores en los resultados, que a la fecha de corte no se encuentran provisionados.

**Gráfico 7**



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Históricamente la Compañía ha mantenido capacidad de generar flujos operativos positivos. El crecimiento del EBITDA en los años analizados se relaciona con los mayores ingresos operativos y las fluctuaciones del margen bruto, los cuales hasta 2020 compensaron el mayor gasto operativo. A mayo-2022 el margen EBITDA se reduce a 9.1% (9.7% a mayo-2021), y para el cierre del año se espera que este se ubique en 7.9%.

Por último, el ROA y el ROE anualizado promedio a mayo-2022 se ubican en 7.5% y 15.6% respectivamente, porcentajes que reflejan la capacidad de la empresa de generar utilidades interesantes para sus accionistas.

**Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados**

Debido a la naturaleza de la Compañía, más del 50% de sus activos se han mantenido históricamente en plazos mayores a un año. Los rubros correspondientes a *propiedad planta* y *equipo* son los más significativos y se componen principalmente de las maquinarias e infraestructura empleadas para el proceso productivo.

ACTIVOS	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	may.-22
Total Activo Corriente	41.2%	37.0%	33.5%	40.9%	46.7%
Fondos Disponibles	0.7%	2.2%	3.8%	0.9%	7.0%
Inversiones corto plazo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	17.8%	16.7%	12.9%	13.2%	15.7%
Inventarios Neto	17.9%	13.6%	11.5%	20.8%	21.2%
Gastos anticipados	4.3%	3.3%	3.9%	4.6%	2.7%
Otros activos corrientes	0.6%	1.2%	1.4%	1.4%	0.1%
Total Activo No Corriente	58.8%	63.0%	66.5%	59.1%	53.3%
Propiedad, planta y equipo	56.7%	55.9%	58.4%	51.3%	46.8%
Propiedades de inversión	0.9%	5.7%	4.8%	3.9%	3.4%
Activos Intangibles y Diferidos	1.1%	1.0%	2.8%	3.5%	2.8%
Otros activos	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
PASIVO Y PATRIMONIO	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	may.-22
Total Pasivo Corriente	30.7%	25.3%	25.8%	34.4%	37.3%
Deuda Financiera CP	12.8%	9.2%	11.0%	16.2%	13.6%
Deuda Comercial	15.1%	13.9%	11.0%	14.8%	21.8%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%
Otros Pasivos CP	2.8%	2.3%	3.6%	3.1%	1.6%
Total Pasivo LP	16.9%	15.7%	15.3%	15.0%	17.3%
Deuda Financiera LP	10.7%	7.1%	7.6%	8.8%	12.1%
Otros pasivos LP	6.2%	8.6%	7.5%	6.1%	5.1%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%
PATRIMONIO	52.5%	59.0%	58.9%	50.7%	45.4%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Con respecto a la capacidad de los activos para ser liquidados, a la fecha de corte el 46.7% de los activos se encuentra clasificado como activo corriente, 1.5pp más que en el seguimiento anterior; este crecimiento se da principalmente por los mayores inventarios tanto en volumen como en precio por el elevado costo de su materia prima. Las cuentas por cobrar comerciales e inventario son los rubros con mayor aporte al activo corriente. Por la naturaleza de los activos pertenecientes a esta clasificación se estima que sean recuperables a corto plazo, a diferencia de los activos mencionados en el párrafo anterior, que por ser de largo plazo no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

Adicionalmente, es importante mencionar que la Compañía mantiene un saldo por cobrar de USD 263.5M a Ecuagran luego que el seguro negara el reclamo. Se inició con el proceso de recuperación y reclamo del valor, a pesar de esto, la administración ha determinado que la probabilidad de recuperación es baja y se ha procedido con el tratamiento de incobrable según las políticas internas. Esta cuenta por cobrar deteriorada representa el 2.2% de las cuentas por cobrar comerciales y menos del 1% del activo así como del patrimonio a la fecha de corte.

#### Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Históricamente, la empresa ha generado flujos de fondos operativos (FFO) positivos. Estos flujos en los últimos años han permitido cubrir los requerimientos de capital de trabajo del negocio. No obstante, en 2021 el incremento de estos requerimientos hace que el flujo de caja operativo (CFO) sea negativo. A mayo-2022, el CFO es

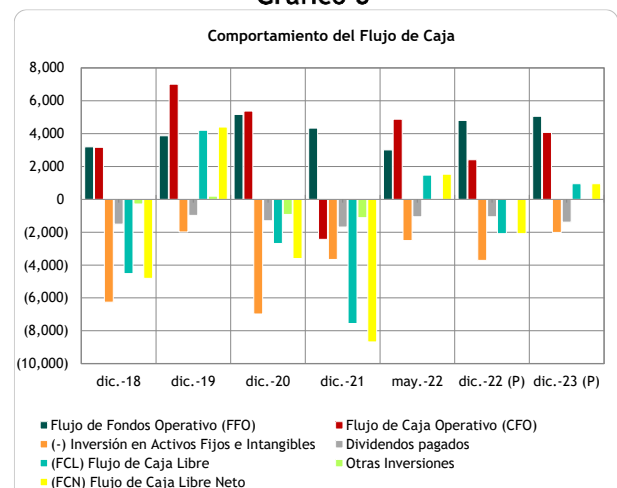
positivo gracias al financiamiento de proveedores para poder cubrir con mayor stock de inventarios.

De acuerdo con las proyecciones provistas por el emisor y ajustadas por la calificadoradora, al cierre de cierre de año, el CFO terminará en USD 2.4MM y se esperaría que para 2023 el flujo sea mayor y alcance los USD 4.1MM.

A la fecha de corte las necesidades de capital de trabajo se encuentran financiadas por proveedores en USD 6.8MM, por lo que el aprovisionamiento de inventario, efecto coyuntural frente al alza de precios de trigo y la crisis de la cadena logística para cubrir los riesgos de desabastecimiento, no ha generado necesidades de capital de trabajo adicionales. En esta línea, los inventarios cubrirán el requerimiento de 89 días a cierre de año y se espera que los días de cuentas por pagar a proveedores al cierre de 2022 lleguen a 65 días, a la fecha de corte se encuentran en 93 días (66 días a mayo-2021).

En 2021 los días de cuentas por cobrar subieron en 15% a 40 días, manteniéndose en los niveles de su promedio histórico. A la fecha de corte se encuentran en 48 días y de manera subsecuente se destaca que a causa del paro nacional en junio-2022, hubo retrasos en el cobro a clientes en la zona de la Sierra, por lo que sus días incrementarían ligeramente pero que esta situación se ha ido regularizando. Se espera que para el cierre del año los días sean superiores a 2021 (40 días).

Gráfico 8



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Si bien la Compañía generalmente mantiene un flujo de caja operativo positivo, en 2021 el CFO fue negativo debido a las necesidades de capital de trabajo provenientes del incremento del inventario, tanto por un mayor precio promedio de su materia prima como a la decisión de mayor

aprovisionamiento para mitigar riesgos derivados de la coyuntura internacional.

Con respecto al pago de dividendos, estos generalmente corresponden a cerca del 50% de la utilidad del año inmediato anterior. En 2021 se desembolsó USD 1.7MM por concepto de dividendos y a la fecha de corte se registran USD 1.1MM por este concepto.

Las inversiones en CAPEX requeridas por el negocio están principalmente relacionadas con nuevas maquinarias e infraestructura y han sido fluctuantes en los últimos años. Han sido cubiertas parcialmente con el flujo operativo, y lo restante ha sido financiado mediante obligaciones financieras y por aportes de los accionistas. Se prevé un financiamiento de inversiones por parte de los accionistas para 2023 y 2024 de USD 6MM, que se enfoca principalmente en un molino, silos, equipos e infraestructura en diversas ciudades.

En 2020 con el fin potenciar la producción de sus principales líneas de negocio (pasta y harina), se realizó una fuerte inversión en CAPEX de USD 6.98MM lo que ocasionó que el Flujo de Caja Libre (FCL) sea negativo en USD 2.68MM. Durante 2021 las inversiones en CAPEX registraron un monto de USD 3.66MM y junto con los requerimientos de capital de trabajo y la necesidad de recursos por el pago de dividendos, resultaron en un FCL negativo en USD 7.56MM.

A mayo-2022, el flujo de caja libre es positivo gracias a un CFO positivo mencionado en párrafos anteriores. Para el cierre del año se espera que el FCL sea negativo en USD 2.1MM por inversiones en CAPEX adicionales (USD 3.71MM a dic-2022), mayores requerimientos de capital de trabajo y el pago de dividendos.

Las inversiones en CAPEX proyectadas por la empresa para el año 2022 corresponden a la construcción de silos en Manta e inversiones en temas logísticos, mientras que para 2023 el plan comprende la compra de un terreno y maquinaria, software y mejoras de infraestructura.

La Compañía a la fecha de corte mantiene el 53% de su deuda a corto plazo en instituciones financieras locales; sin embargo, se espera que para el cierre de 2022 la estructura de deuda se traslade al largo plazo y alcance una representatividad en el pasivo total de 59%. Esta estructura facilitaría a la Compañía la ejecución de sus inversiones en CAPEX, cuyo retorno se da en un horizonte de planificación también de largo plazo, y además contribuiría a ampliar su posición de liquidez y por tanto mantener su flexibilidad financiera pese a la mayor deuda.

A continuación, se detalla la amortización proyectada hasta el año 2025 de la deuda financiera con el sistema bancario y el mercado de valores que mantiene la empresa a la fecha de corte.

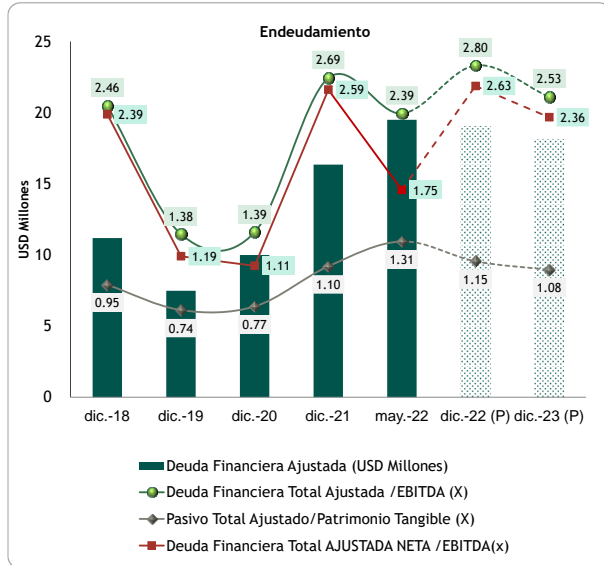
Año	Pago de capital esperado Miles USD
2022	2,557
2023	8,483
2024	2,668
2025	1,854

Se considera positivo que la deuda se traslade al largo plazo y que el endeudamiento actual se mantenga controlado, para que la compañía continúe manteniendo flexibilidad financiera adecuada. Por otro lado, la participación de la deuda de largo plazo a futuro dependerá de las decisiones de financiamiento que tome el emisor, conforme se amortice la deuda actual.

Cabe mencionar que el 3.3% de la deuda corriente del emisor corresponde a deuda contraída con accionistas a tasas similares a las ofertadas por instituciones financieras.

El indicador de Deuda Financiera Ajustada/EBITDA con excepción del año 2018 en el que se realizaron fuertes inversiones en CAPEX, se ha mantenido por debajo de 1.5 veces. Sin embargo, en el año 2021 este indicador tomó el valor de 2.69 y, a la fecha de corte se encuentra en las 2.39 veces. De acuerdo con las nuevas proyecciones de la Compañía y ajustadas por BankWatch Ratings, el indicador tenderá a incrementarse para el cierre de 2022 a 2.80 pero en 2023 se empezaría a apreciar una recuperación de este a 2.53 y se esperaría que se estabilice paulatinamente a sus niveles previos.

**Gráfico 9**

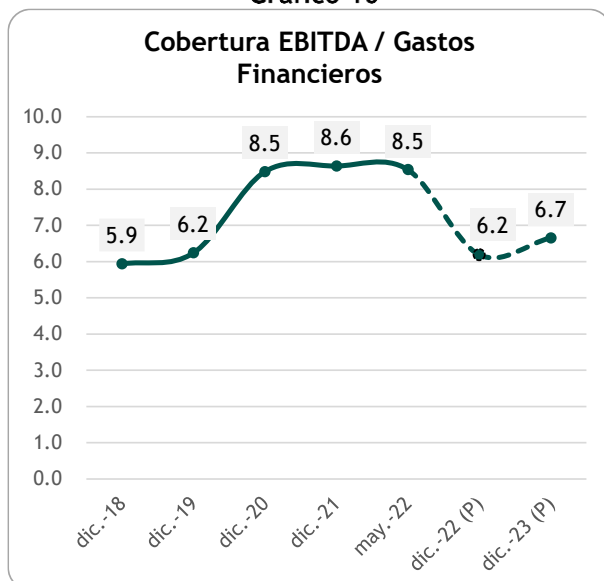


Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible es bajo y no ha presentado variaciones sustanciales desde 2017, gracias a la continua capitalización de utilidades que les ha permitido formar un patrimonio cada vez más sólido. En 2021, el indicador alcanzó 1.1 veces y creció a 1.3 veces a la fecha de corte. Para el cálculo de este indicador, se restaron del patrimonio los activos deteriorados netos de su provisión, activos intangibles y otros que por su naturaleza consideramos que podrían no ser recuperables en caso de liquidación de la empresa.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 10**



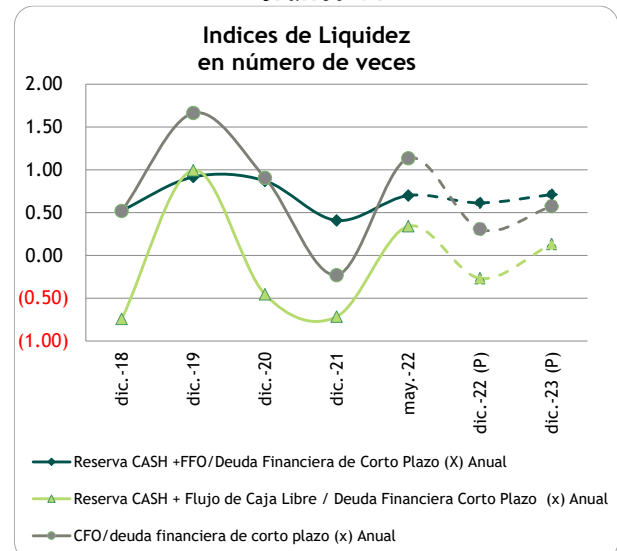
Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Históricamente la cobertura del gasto financiero ha sido holgada, a la fecha de corte el indicador se ubica en 8.5 veces y con el aumento de deuda proyectado al cierre del año se espera que el indicador disminuya a 6.2 veces, por lo cual seguiría manteniendo una adecuada cobertura del gasto financiero a futuro.

Con corte mayo-2022, la compañía cuenta con líneas de crédito por USD 37.7MM, de las cuales el 46.8% no han sido utilizadas. Los indicadores de liquidez no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadora considera que la disponibilidad de créditos estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

En 2021 el emisor recurrió a endeudamiento para financiar las necesidades de liquidez y se espera que para el final de 2022 la liquidez se mantenga presionada por las necesidades de inversión proyectadas, pero en 2023 se empiece a apreciar una recuperación en sus indicadores. Es importante mencionar que, en escenarios de contracción de ingresos, se espera que el emisor pueda ser más flexible en relación con la inversión en CAPEX y pago de dividendos, lo que le permitiría aumentar su liquidez en niveles razonables. En los últimos períodos también se pudo apreciar la disposición de sus accionistas por realizar aportes de capital para apoyar las decisiones de inversión.

**Gráfico 11**



Fuente: Sucesores de Jacobo Paredes M. S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Considerando el acceso que mantiene a financiamiento de distintas fuentes, y la estructura actual y proyectada de la deuda, se prevé que para el cierre del 2022 y los años siguientes la Compañía siga manteniendo flexibilidad financiera en caso de requerir fondeo para su operación en el corto plazo.

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A  
OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE  
QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

Fecha de corte	may.-22
Activo Ajustado (USD M)	73,024
Activo Total (USD M)	75,607

may.-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	3,831	3,831	19.06
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	7,800	11,631	6.28
3era	Deuda sin garantía específica de balance	29,651	41,283	1.77
<b>TOTAL</b>		<b>41,283</b>	<b>41,283</b>	<b>1.77</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.77 veces con los activos ajustados, esta cobertura es menor en 0.1 veces menor al seguimiento anterior (1.87 veces en nov-2021). En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

**RESGUARDOS**

Los resguardos para el I Programa de Papel Comercial son los siguientes:

- 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 obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: 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; 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 derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; 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 complementarias.

El incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias.

Las emisiones tienen garantía general del emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables.

Adicionalmente, el emisor se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda financiera / Patrimonio no mayor a 1.00 veces. A la fecha de corte este indicador se ubica en 0.55.

En la declaración juramentada suscrita por el emisor, este se compromete a mantener libres de gravamen en todo momento a USD 4MM en cuentas y documentos por cobrar no relacionadas y USD 4MM en inventario, siempre que sean suficientes y cubran la relación activos libres de gravamen / obligaciones en circulación, en la relación establecida por la normativa del mercado de valores. Las cuentas y documentos por cobrar, que respaldan el primer programa de emisión de Papel Comercial, no incluyen cuentas por cobrar a compañías relacionadas.

Por último, cabe indicar que con los USD 8 millones de este programa emitidos en su totalidad mantendría una relación de endeudamiento en Mercado de Valores que representaría el 23% del patrimonio actual; con el valor emitido a la fecha, USD 5,507M, a mayo-2022 la relación se mantiene en 16%, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

A la fecha de corte de los últimos estados financieros presentados el representante legal de la Compañía certifica que:



1. La emisión se mantiene dentro del monto máximo a emitir de acuerdo con lo que manda la ley.
2. La emisión cumple con los resguardos de ley y aquellos adicionales comprometidos.
3. Las obligaciones en circulación en el mercado de valores y las obligaciones con el sistema financiero se encuentran al día.
4. El conjunto de los valores en circulación de las emisiones en el mercado de valores, incluyendo las titularizaciones de flujos originadas por el mismo, no superan el 200% del patrimonio.

**POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO,  
PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis

específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte de este informe, el emisor no mantiene instrumentos adicionales al analizado en el presente informe emitidos en el mercado de valores.

De acuerdo con la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, no se han registrado transacciones en el mercado secundario del I Programa de Papel Comercial de Sucesores de Jacobo Paredes en el semestre correspondiente a la fecha de corte (diciembre-2021 a mayo-2022).

SUCESORES DE JACOBO PAREDES M. S.A. (Miles de USD)	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	may.-22	PROYECCIONES BWR	
						dic.-22	dic.-23
<b>Resumen Balance</b>							
Caja y Equivalentes de Caja	329	1,017	2,036	602	5,279	1,180	1,234
Cuentas por Cobrar Comerciales	8,466	7,661	6,932	8,674	11,840	11,154	11,885
Inventarios	8,524	6,219	6,158	13,605	16,043	14,592	15,238
Activos fijos	27,035	25,652	31,336	33,579	35,364	35,711	36,146
Otros Activos	3,329	5,304	7,200	9,042	7,081	8,506	8,312
<b>Total Activos</b>	<b>47,684</b>	<b>45,853</b>	<b>53,662</b>	<b>65,502</b>	<b>75,607</b>	<b>71,144</b>	<b>72,816</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	7,191	6,351	5,912	9,700	16,506	10,657	11,129
Deuda Financiera Total	11,188	7,479	9,995	16,347	19,581	19,091	18,193
Deuda Financiera Corto Plazo	6,094	4,217	5,922	10,589	10,315	7,809	7,110
Deuda Financiera Largo Plazo	5,093	3,262	4,072	5,758	9,183	11,200	11,000
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	82	82	82
Otros Pasivos	4,288	4,976	6,134	6,276	5,196	6,502	6,842
<b>Total Pasivos</b>	<b>22,667</b>	<b>18,806</b>	<b>22,041</b>	<b>32,323</b>	<b>41,283</b>	<b>36,250</b>	<b>36,163</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25,017</b>	<b>27,047</b>	<b>31,621</b>	<b>33,180</b>	<b>34,324</b>	<b>34,894</b>	<b>36,652</b>
<b>Resumen de Resultados</b>							
Ventas	65,852	64,943	73,693	79,113	37,329	86,106	90,110
Costo de ventas	-47,362	-45,601	-49,756	-53,708	-25,983	-59,026	-61,635
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	-15,284	-15,504	-18,256	-21,424	-8,882	-22,527	-23,450
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>3,205</b>	<b>3,837</b>	<b>5,682</b>	<b>3,981</b>	<b>2,464</b>	<b>4,554</b>	<b>5,025</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	14	196	-29	83	139	254	259
Gasto Financiero del período	(767)	(871)	(846)	(703)	(399)	(1,102)	(1,079)
Impuesto a la renta	-455	-568	-1,056	-1,003	-0.2	(923)	(1,048)
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>1,998</b>	<b>2,595</b>	<b>3,744</b>	<b>2,345</b>	<b>2,200</b>	<b>2,769</b>	<b>3,143</b>
Otros resultados integrales	-49	409	158	7	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>1,949</b>	<b>3,005</b>	<b>3,902</b>	<b>2,352</b>	<b>2,200</b>	<b>2,769</b>	<b>3,143</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>							
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>4,551</b>	<b>5,436</b>	<b>7,181</b>	<b>6,070</b>	<b>3,409</b>	<b>6,822</b>	<b>7,181</b>
(-) Gasto Financiero del período	-767	-871	-846	-703	-399	-1,102	-1,079
(-) Impuesto a la renta del período	-589	-695	-1,170	-1,033	0	-923	-1,048
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>3,195</b>	<b>3,870</b>	<b>5,164</b>	<b>4,335</b>	<b>3,010</b>	<b>4,797</b>	<b>5,054</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-33	3,141	205	-6,766	1,868	-2,386	-978
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>3,163</b>	<b>7,011</b>	<b>5,369</b>	<b>-2,431</b>	<b>4,878</b>	<b>2,411</b>	<b>4,076</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	30	196	0	83	155	254	259
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-16	0	-29	0	-16	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	70	-46	249	137	17	20	20
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-1,513	-975	-1,300	-1,685	-1,055	-1,055	-1,385
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6,255	-1,988	-6,975	-3,661	-2,508	-3,715	-2,017
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-4,521</b>	<b>4,200</b>	<b>-2,686</b>	<b>-7,558</b>	<b>1,471</b>	<b>-2,085</b>	<b>953</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>4,458</b>	<b>-3,708</b>	<b>2,516</b>	<b>6,352</b>	<b>3,152</b>	<b>2,663</b>	<b>-899</b>
<b>OTRAS INVERSIONES NETO</b>	<b>-286</b>	<b>196</b>	<b>-918</b>	<b>-1,120</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,108</b>	<b>892</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-349</b>	<b>688</b>	<b>1,020</b>	<b>-1,434</b>	<b>4,677</b>	<b>577</b>	<b>55</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>329</b>	<b>1,017</b>	<b>2,036</b>	<b>602</b>	<b>5,279</b>	<b>1,180</b>	<b>1,234</b>
<b>Indicadores</b>							
Patrimonio Tangible	23,907	25,583	28,781	29,280	31,478	31,693	33,716
% crecimiento en ingresos operativos	1.7%	-1.4%	13.5%	7.4%	20.0%	8.8%	4.6%
MARGEN EBIT (%)	4.9%	5.9%	7.7%	5.0%	6.6%	5.3%	5.6%
MARGEN EBITDA (%)	6.9%	8.4%	9.7%	7.7%	9.1%	7.9%	8.0%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.17	5.44	7.10	7.17	8.54	5.35	5.68
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.94	6.24	8.48	8.64	8.54	6.19	6.65
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.94	6.24	8.48	8.64	8.54	6.19	6.65
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.46	1.38	1.39	2.69	2.39	2.80	2.53
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.46	1.38	1.39	2.69	2.39	2.80	2.53
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.39	1.19	1.11	2.59	1.75	2.63	2.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	31%	22%	24%	33%	36%	35%	33%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.52	0.92	0.87	0.41	0.70	0.61	0.71
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.52	1.66	0.91	-0.23	1.13	0.31	0.57
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0.74	1.00	-0.45	-0.71	0.34	-0.27	0.13
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.79	1.04	-0.61	-0.82	0.35	-0.27	0.13

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2022.