

Ecuador
Papel Comercial
Segundo Seguimiento

FERTISA AGIF C.L.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
I Programa Papel Comercial	AAA-	AAA-	N/A

Perspectiva Estable

La perspectiva de la calificación es estable. Esta podría reducirse en caso de que el emisor incrementa su endeudamiento por fuera de las expectativas planteadas o que modifique significativamente la estructura de su deuda financiera.

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.

N/A: 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	oct.-22
Activos	115.7	141.1	149.3
Ventas	120.8	156.4	156.7
Margen EBITDA (%)	2.87%	4.60%	4.03%
ROE (%)*	5.50%	13.76%	13.45%
Deuda Financiera Ajustada / Capitalización (%)	35.2%	20.2%	52.3%
CF / Deuda Fin CP (X)*	83.40	-2322.66	-1.76
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	79.72	-2550.87	-2.46
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	2.89	1.11	5.13
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	5.18	1.64	7.45

* Indicador actualizado para oct-2022

Contactos:

Carlos Ordóñez, 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 Fertisa Agif C.L.** 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 las características de corto plazo del instrumento calificado y se fundamenta en nuestras expectativas sobre el sector al que pertenece, su fortaleza y flexibilidad financiera, así como la estructura de vencimientos de la deuda financiera a largo plazo que en su mayoría se amortiza posteriormente al vencimiento del programa calificado.

Fuerte posicionamiento en el mercado: Fertisa Agif C.L. es líder en el mercado de fertilizantes, que es su principal línea de negocios. Sus ingresos provienen de ventas al sector agropecuario, el cual es estratégico para el país por su aporte en la generación de empleo y divisas. Estos factores mitigan en parte los riesgos inherentes del sector, así como los del entorno. Los productos de la empresa tienen una trayectoria amplia en el mercado ecuatoriano, los cuales se comercializan tanto por una red de locales propios como de forma directa con ventas a distribuidores y compañías relacionadas.

Negocio con riesgo de volatilidad en precios de materia prima: El precio de los fertilizantes registra un fuerte incremento desde 2021 a nivel mundial, sin embargo, se espera que para 2023 el precio se estabilice o disminuya. El riesgo de impacto en su margen se mitiga en parte por su condición de líder de mercado que le ha permitido traspasar paulatinamente estos incrementos al precio de sus productos.

Importante generación operativa, afectada por necesidades de capital de trabajo. Los resultados de Fertisa Agif C.L. son sólidos y provienen de fuentes operativas y recurrentes. La generación de flujo de caja operativo se ha visto afectada por menores días promedio de financiamiento de proveedores y mayores niveles de inventario, tanto por el crecimiento de la operación como por el incremento de su costo promedio y la estrategia del emisor de mantener mayores niveles prudenciales.

Endeudamiento de largo plazo incrementa significativamente. La cobertura del EBITDA frente a la deuda financiera y al gasto financiero, así como la estructura de financiamiento, que se orienta al largo plazo, permiten que el emisor mantenga flexibilidad financiera dentro del plazo del programa de papel comercial analizado, a pesar del importante incremento en la deuda financiera en 2022, requerida para la construcción de su nueva planta y sus necesidades de capital de trabajo. Esperamos que su peso sobre el EBITDA empiece a reducirse en 2023. Es importante destacar que, en caso de incrementarse el nivel de endeudamiento a los actuales, la calificación podrá verse afectada.

Bajo riesgo de refinanciamiento. El riesgo de refinanciamiento se encuentra mitigado por la estructura de plazos de su endeudamiento bancario, la imagen de la empresa y la del grupo empresarial al que pertenece, que le ha permitido acceder a financiamiento internacional de largo plazo y ser un sujeto de crédito atractivo para la banca local, como lo demuestran las líneas de crédito abiertas que mantiene a la fecha.

Alcance de la calificación. La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico nacional y extranjero, así como la industria que podrían influir en el riesgo de crédito del emisor.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

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

I Programa de Papel Comercial	
Emisor	Fertisa Agif C.L.
No. De Seguimiento	Segundo Seguimiento
Fecha de Aprobación SCVS	03-feb.-22
No. de Resolución	No. SCVS-INMVDNAR-2022-00000811
Monto	10,000,000
Monto en circulación	9,720,000
Plazo del programa	Hasta 720 días
Plazo	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento	24-ene.-24
Cupón de interés	Cero cupón
Pago de capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	100% capital de trabajo consistente en pago a proveedores no vinculados con el emisor
Calificadora de riesgos	Calificadora de Riesgos BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente estructurador y colocador	Picaval Casa de Valores S.A.
Agente pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)
Rep. obligacionistas:	Alpe Law S.A.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Decisión de la asamblea de inversionistas del papel comercial de Fertisa

El 12 de diciembre se realizó la convocatoria a la Asamblea de obligacionistas de tenedores de las obligaciones a corto plazo emitidas por Fertisa Agif C.L. en donde se resolvió autorizar el aumento al límite voluntario de endeudamiento fijado para la Primera Emisión de Papel Comercial, a no superior a 1,50 veces del patrimonio. Esto se dio considerando la coyuntura económica que envuelve la agroindustria y el crecimiento económico que ha demostrado Fertisa Agif C.L., es su intención ampliar el límite voluntario de endeudamiento dentro de un margen razonable, para continuar creciendo sus ventas.

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.

En este contexto, los precios de varios insumos de los cuales Rusia es uno de los mayores proveedores mundiales se han elevado sustancialmente a causa de sanciones aplicadas al país y problemas logísticos que afectan a la cadena de abastecimiento para aquellos productos que no cuentan con restricción, como es el caso de los fertilizantes.

MAG destinará USD 27 millones para el subsidio de fertilizantes

En el mes de Junio, el Gobierno informó de un nuevo subsidio que será destinado a financiar el 50% del valor de agroinsumos. Se espera que este subsidio beneficiase a más de 100 mil pequeños y medianos agricultores registrados en el MAG según sus cifras. Previo a recibir el subsidio, personal del Ministerio acordó con las casas comerciales que a los productores registrados se les cobre el 50% del precio de los agroinsumos. Estos productos son utilizados en los cultivos de arroz, maíz, trigo, papas, pastos, caña de azúcar y frutales. Rusia fue el principal proveedor de urea en 2021 y debido al conflicto armado, los precios de este insumo se han elevado sustancialmente. Este beneficio entró en vigencia desde el 1 de julio de 2022.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico nacional

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia, que fue extremadamente complejo para Ecuador. En el 2020, el Ecuador tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales: falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, presionadas en los últimos años, otros factores que agravaron la situación: caída de ingresos petroleros en exportaciones por precios y nivel de producción (rotura del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano y del Oleoducto de Crudos Pesados), vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

En 2021, a raíz de las elecciones presidenciales y sus resultados, la confianza en Ecuador se rescató y el país fue apreciado como favorable a la inversión privada. La recuperación de la confianza sería el factor preponderante en la expectativa de

recuperación del país, pues el índice de confianza bajó de 5033 puntos base en abril-2020 a 760, luego de conocerse los resultados electorales y la aprobación de la ley para la protección de la dolarización. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings pasó de “Restricted Default” a B-/estable para largo plazo y B para obligaciones de corto plazo (actualización a ago-2022), luego de la reestructuración de los bonos soberanos, esta calificación se mantiene hasta el momento.

Luego de su primer año en la administración, el Gobierno anunció que el portafolio de inversiones del país se había ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud ¹. Adicionalmente, destacó sus esfuerzos por mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que sobresalen Corea del Sur, China, Canadá e Israel.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, representa una dificultad para el Gobierno y limita el cumplimiento de las metas planteadas. 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. El 13 de julio de 2022 iniciaron las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena, en donde se debatieron propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. En otras cosas, se han acordado los siguientes temas: focalización de subsidios de combustibles; condonación deudas en el sector financiero público de hasta USD 3,000; control de precios; moratoria sobre bloques petroleros; entre otros. Las decisiones tomadas y los puntos acordados representan alto costo y por tanto presiones adicionales a la débil economía del país. A pesar de las amenazas de nuevas paralizaciones el Gobierno no aceptó la condonación de deuda mayor a USD 3,000 en el sector público y definirá programas de refinanciamiento para contrarrestar la limitada capacidad de pago de los deudores.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político 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 octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,000 puntos (21 de noviembre en 1,413). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). Las cifras al primer trimestre de 2022 señalaban un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero en el segundo semestre se registra un crecimiento interanual de 1.7%, lo que muestra una ralentización de la economía.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7%² en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las cifras para 2023 son más alentadoras, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas.

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.II	2022.II
Producto Interno Bruto (PIB)	-7.79%	4.24%	11.57%	1.68%
Exportaciones	-5.40%	-0.13%	12.10%	-0.06%
Importaciones	-13.84%	13.25%	29.58%	7.18%
Consumo final Hogares	-8.20%	10.22%	17.13%	4.87%
Consumo final Gobierno	-5.07%	-1.69%	-1.23%	2.38%
Formación Bruta de Capital Fijo	-19.03%	4.33%	10.91%	3.14%

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia y una reactivación en 2021. 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.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD

¹ Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

² Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas se contraen en promedio 5.3%.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o se han reducido.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado; al 21 de noviembre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 80 dólares.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la cual aún deberá pasar por el Pleno de Legislativo³. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para el año entrante está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador hasta finales de 2022⁴), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Con la reforma presupuestaria, el Gobierno apostó por 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 Azuay⁵.

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 permitiría 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 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 saneamiento⁶. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país⁷. Este financiamiento es destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.⁸

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1,840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente

³ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/informe-proforma-aprobacion-comision/>

⁴ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

⁵ Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

⁶ 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/>

⁷ Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

⁸ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

que venían presentando desde 2021⁹. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

Adicionalmente, es importante destacar que desde julio de 2022 el euro alcanzó la paridad con el dólar y se ha mantenido muy cercano su tipo de cambio. Este fenómeno trae consigo implicaciones a la economía dolarizada ecuatoriana. Al no tener la capacidad de devaluar la moneda nacional, los productos ecuatorianos se vuelven más costosos frente a los competidores extranjeros con moneda propia. Las exportaciones hacia la Unión Europea ya han mostrado impactos negativos según las últimas cifras del BCE, donde se evidencia que el banano ha caído en 13% entre enero y julio de 2022 vs. mismo periodo de 2021. Por otro frente, las importaciones reducen su precio por lo que pueden presentar elevadas tasas de crecimiento, aumentando el déficit de la balanza comercial. Como tercer factor de impacto se denota la caída de las remesas percibidas en el país.

A inicios del mes de noviembre se vivió un episodio de violencia en diversas ciudades del país, lo que motivó al Gobierno a declarar estado de excepción hasta el 16 de diciembre e implementar un toque de queda desde el 01 de noviembre en las provincias de Guayas, Esmeraldas y Santo Domingo. Según los actores de los sectores turístico y comercial, las ventas cayeron entre el 50% al 70% debido a esta medida, y poniendo en riesgo 15mil empleos. Los sectores productivos solicitaron medidas de compensación económica al Gobierno: refinanciación de deudas con la banca privada, pública y el SRI; además de planes de refinanciamiento con el IESS¹⁰.

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 al sector agropecuario ecuatoriano, es estratégico para el país, debido a su importante participación en el PIB (7.44% al segundo trimestre de 2022), generación de divisas por las exportaciones, su aporte como insumo para otras industrias, y su contribución social como fuente de empleo en el sector rural.

Pese a la fuerte contracción del PIB del Ecuador en 2020 (-7.8%), el sector agropecuario se contrajo únicamente en 0.6%, gracias a su naturaleza defensiva y al hecho de que siguió operando pese al confinamiento obligatorio. En 2021 el PIB nacional presentó una recuperación superior al 4%, pero el sector lo hizo en apenas el 0.4%. Uno de los cinco sectores más afectados por el paro nacional de junio de 2022, fue el agrícola, con una pérdida de USD 80.4MM según el BCE¹¹ y este impacto se ve reflejado en el valor agregado de la industria, que cayó en 4.13% interanual al segundo trimestre del presente año.

La importancia del sector agrícola ha llevado a que los gobiernos impulsen varios programas y políticas para fomentar la producción local, a través de subsidios, financiamiento y transferencia de tecnología.

Entre los programas de apoyo se destacan el Proyecto Nacional de Semillas para Agrocadenas Estratégicas, AgroSeguro, Reactivación del Café, Acuacultura, Fortalecimiento de Capacidades, Valor Agregado, Redes Comerciales, Ganadería Sostenible y el Programa del Buen Vivir Rural.

Actualmente, uno de los programas que se encuentra impulsando el gobierno es el Plan Nacional Agropecuario, que contó con la asesoría de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Principalmente busca en 10 años reducir la pobreza rural en un 25%, aumentar el empleo de la zona en 40%, disminuir la desnutrición crónica rural y llegar a USD 10 mil millones de exportaciones al año. Para lograrlo enfocará la inversión en tres categorías: productos de exportación (banano, cacao, flores), productos agropecuarios de la canasta básica y

⁹ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

¹⁰ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/sector-turistico-comercial-guayaquil-toque-queda/>

<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

¹¹ BCE: Estimación de pérdidas y daños ocasionados por el paro nacional de junio de 2022

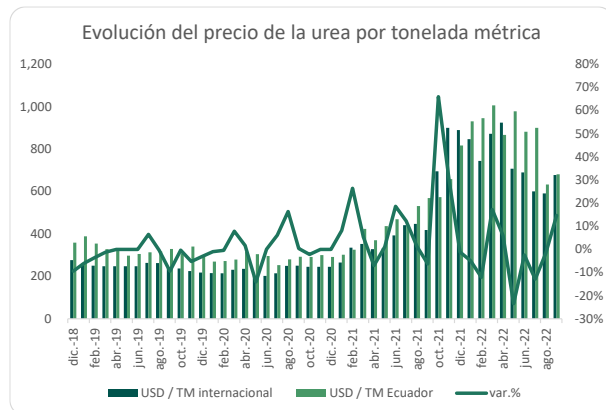
productos con potencial económico (flores, maracuyá, yuca, carne)¹².

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador y la Corporación Financiera Nacional, ofrecen líneas de crédito a productores involucrados con producción orgánica a tasas de interés que oscilan entre 9.76% y 11.25%, a plazos de 3 a 10 años dependiendo del destino de los recursos¹³.

Los fertilizantes y agroquímicos son fundamentales para el sector. Estos son importados en su mayoría y localmente solo se mezclan y/o se envasan en distintas presentaciones. Cabe indicar también que existe una competencia importante debido a la existencia de productos genéricos de menor costo. Para atender al sector agropecuario, las estrategias de soporte técnico o financiero a los usuarios y la constante actualización de tecnología para conseguir productos eficientes y de mayor calidad son diferenciadores importantes.

En 2020 los precios de los fertilizantes mostraron volatilidad por los efectos de la pandemia de COVID 19 en China, uno de los principales productores y exportadores de fertilizantes del mundo, y la volatilidad del gas natural, que es un insumo clave para la producción de urea.

Gráfico 1



Fuente: Indexmundi y BCE. Elaboración: BWR.

En 2021 el precio de los fertilizantes, y especialmente de la urea, registró un fuerte incremento, debido a restricciones en la oferta y el aumento del precio del gas natural. En el primer semestre del año la producción de las principales provincias productoras en China se redujo como resultado de una estricta regulación ambiental aplicada por dicho país, que busca reducir las emisiones de carbono y cumplir sus objetivos

climáticos¹⁴. Esta tendencia se ha acelerado a partir de mayo-2021.

Esta situación está provocando una fuerte crisis entre los fabricantes europeos de fertilizantes. Si bien los precios se mantienen fluctuantes, se espera que para el cierre de 2022 termine en valores más bajos de los originalmente previstos¹⁵. Se espera que los precios de los fertilizantes caigan en 2023 debido a mejoras en su suministro, precios de cultivos y precios de gas, aunque probablemente se sigan manteniendo volátiles en función de factores climáticos, así como de la evolución de la guerra entre Rusia y Ucrania. Según la información disponible, se evidencia una reducción en sus precios y una demanda más baja.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Fertisa Agif C.L. (en adelante, Fertisa Agif) fue inscrita en el registro mercantil en febrero de 2019, e inició sus operaciones en julio del 2019, como resultado de la escisión de la unidad de agroinsumos de la empresa Fertisa Fertilizantes, Terminales y Servicios C.L. A su vez, la empresa escindida se constituyó en 1996, fruto de la fusión por integración de las compañías Fertilizantes Ecuatorianos C.A. (Fertisa) y Crimasesa S.A. A través de las distintas razones sociales, los productos de la empresa tienen una trayectoria amplia en el mercado ecuatoriano que data de 1964.

La escisión se realizó con el objetivo de separar los riesgos de las operaciones de servicio portuario y de distribución de fertilizantes y agroquímicos, además de mejorar la claridad en el desempeño económico de cada una y gestionar de forma independiente los planes estratégicos y de crecimiento. Fertisa Fertilizantes, Terminales I Servicios C.L. retuvo las actividades relativas a servicios portuarios.

Fertisa Agif se encuentra domiciliada en Guayaquil, y se dedica principalmente a la importación, procesamiento y comercialización de fertilizantes y agroquímicos. Adicionalmente, tiene líneas de negocio relativas a productos

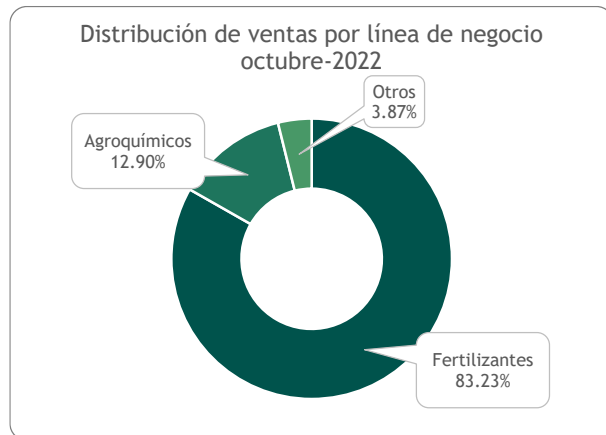
¹² <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/plan-nacional-agropecuaria-ecuadoriano-apunta-hacia-la-reduccion-de-la-pobreza>

¹³ <https://www.agricultura.gob.ec/banecuador-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

¹⁴ <https://news.agrofy.com.ar/noticia/195838/fertilizantes-razones-detras-record-historico-precio-urea>

¹⁵ Fertilizers prices to remain high, urea to fall on expansions - Fitch

pecuarios y otros productos diversificados que complementan las actividades antes nombradas.



Fuente: Fertisa Agif. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

En el gráfico anterior se aprecia la participación de las distintas líneas de negocio dentro de las ventas de la empresa a octubre-2022. En la línea de Fertilizantes, que representa el 83.23% de sus ventas a la fecha de corte, la empresa es líder de mercado, con el 18.8% de participación en las importaciones del país. En este negocio, cerca del 68.7% de las importaciones totales está concentrada en 5 empresas. Con respecto a la línea de Agroquímicos, que representa el 12.9% de sus ingresos por ventas, Fertisa Agif mantiene la décima posición, con el 3.2% del mercado.

La empresa busca atender al sector agropecuario, a través de soluciones integrales que generen valor agregado a sus clientes. Para ello, combina sus productos con servicios de asesoría y soporte técnico especializado. Los servicios incluyen entrenamiento a los agricultores, diseño de elaboración de fórmulas bajo pedido, programas de fertilización personalizados para cada cultivo y ensayos de campo.

Para el sector agrícola, ofrece asesoría, insumos y nutrición vegetal tanto para cultivos permanentes como para plantaciones de ciclo corto. A través de su relacionada por accionistas, Aerovic, puede brindar el servicio completo con fumigación aérea.

Para el sector pecuario Fertisa Agif ofrece soluciones para mejora de condiciones y productividad de los pastos, la salud y productividad del ganado. En su portafolio de productos se encuentran suplementos nutricionales, balanceados, forrajeros, semillas de pasto, cercas eléctricas y medicina veterinaria. Por otro lado, ofrece soluciones acuícolas para mejorar el rendimiento de camarones y otras especies marítimas, tales como balanceados, fertilizantes, y suplementos nutricionales, que se combinan con la asesoría técnica necesaria. Adicionalmente, si el cliente lo desea, Fertisa Agif

también cuenta con productos personalizados para las necesidades particulares de cada uno de sus clientes, por medio del cual un técnico especializado se realiza análisis de tierra, cultivo y demás factores relevantes para poder brindar un producto diferenciado al cliente.

Fertisa Agif importa la mayoría de su materia prima y realiza la mezcla y/o fraccionamiento requerido, para su posterior comercialización. La empresa vende producto tanto de marcas de su propiedad como de terceros.

Un riesgo importante del negocio de la compañía es la volatilidad del precio de sus principales materias primas. Este riesgo se mitiga en parte por su condición de líder de mercado y por la gestión activa que realiza en la compra de inventarios.

Respecto a la infraestructura, tanto las oficinas administrativas como la planta de Fertisa Agif funcionan actualmente en la misma ubicación que Fertisa Fertilizantes, Terminales y Servicios C.L., por lo cual Fertisa Agif cancela un valor de arriendo por el espacio que ocupa. Fertisa Agif está construyendo una nueva planta ubicada en la zona industrial del cantón Durán y se espera que esté lista durante el primer trimestre del 2023. La administración considera que la ubicación de la nueva planta brindará nuevas oportunidades de crecimiento debido a que se encuentra en un importante punto de distribución para el país. Adicionalmente, con la nueva planta también se espera implementar procesos tecnológicos de mezclado, ensacado y paletizado, los cuales van a permitir mejorar el desarrollo productivo del negocio y también se reducirían los pagos de alquileres que se encuentran activos en la actualidad. Es importante mencionar que parte del proyecto ya fue financiado en 2019, y el restante será por medio de fondos propios y financiamiento con terceros.

A la fecha de corte, Fertisa Agif cuenta con una nómina de 392 empleados. Mantiene un comité de empresa, con el cual la empresa mantiene una relación cordial, y según la Administración no se han presentado en el pasado inconvenientes. Existe un contrato colectivo que se lo revisa cada dos años.

Aproximadamente el 55% de las ventas se realizan a través del canal tradicional, es decir a través de ventas a distribuidores y a compañías relacionadas, mientras que el 45% restante se lo hace a través de sus 67 puntos de venta propios, 4 adicionales al seguimiento pasado, que se encuentran repartidos a nivel nacional. Aproximadamente el 14% de sus clientes pertenecen a su mismo grupo empresarial, y el 85.7% restante se encuentra diversificado en

grandes y pequeñas empresas, y personas naturales. Todas las ventas son locales.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Fertisa Agif forma parte del grupo empresarial Favorita, y mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas. Las mismas se detallan a continuación:

REYBANPAC C.L.: empresa dedicada a la producción y comercialización de banano, palma y otros cultivos agrícolas menores.

REYLACTEOS C.L.: empresa dedicada a la producción y comercialización de productos lácteos.

EXOPLAST C.L.: empresa dedicada a la elaboración y comercialización de empaques flexibles.

FERTISA, FERTILIZANTES, TERMINALES I SERVICIOS C.L.: empresa dedicada a la actividad de operaciones portuarias.

AEROVIC C.L.: empresa dedicada a actividades de fumigación aérea.

REYBOSQUES C.L.: empresa dedicada a actividades de cultivo de especies forestales.

De acuerdo con el informe auditado de 2021 las principales transacciones que Fertisa Agif realizó con sus empresas relacionadas en dicho año fueron las siguientes: importaciones de fertilizantes, agroquímicos y fungicidas por USD 80.1MM con Favorita L.P.; venta de inventarios a Reybanpac, Aerovic y Reylacteos por un total de USD 27.5MM; pago a Reybanpac por servicios corporativos y otros rubros administrativos por USD 3.2MM, y pago de USD 2.7MM a Fertisa, Fertilizantes Terminales y Servicios C.L. por arriendos.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A la fecha de corte el patrimonio de Fertisa Agif es de USD 35.50MM, y de este el 56.3% corresponde a capital social.

Las participaciones están distribuidas de la siguiente manera:

Socios	Nacionalidad	% Participación
Scylla Limited Partnership	Nueva Zelanda	99.995%
Ferpaco S.A.	Ecuador	0.005%
CAPITAL SOCIAL		100.00%

La política de dividendos es pagar hasta el 40% de las utilidades a los socios siempre y cuando la Junta General de Socios apruebe dicho pago basada en la

necesidad de inversiones de CAPEX del siguiente año.

En las proyecciones de la empresa no se contempla el pago de dividendos en la vigencia de la emisión calificada, dado que corresponde a un período donde será necesario el financiamiento de sus inversiones de capital. La Administración indica que esta decisión se ratificará anualmente en función del desempeño financiero. En 2021 su principal accionista entregó a la empresa USD 10MM que fueron capitalizados a octubre-2021.

La deuda financiera ajustada del emisor representa el 52.3% de la capitalización¹⁶ de la Compañía a la fecha de corte. Esperamos que este indicador incremente en los próximos años, hecho mitigado por la estructura de largo plazo de su pasivo financiero.

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 su capacidad de pago.

La Junta General de Socios es la máxima instancia de Gobierno y en ausencia del Directorio también ejercerá sus funciones. En julio 2019 la Junta eligió al gerente general y al procurador general por un plazo de 5 años.

Al momento la empresa no tiene un Directorio. El Equipo Ejecutivo es el órgano de dirección de la compañía, su objetivo es velar por el bienestar financiero de la Compañía, a través de reuniones que se realizan al menos mensualmente y cuando el negocio lo requiera.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. La estructura administrativa de la compañía está compuesta por la Gerencia General y ocho gerencias principales directas. Por otra parte, se manejan áreas corporativas bajo nómina de su relacionada Reybanpac, que factura anualmente honorarios por los servicios administrativos brindados. En la misma línea, la empresa se apalanca en la infraestructura tecnológica de su relacionada. El Gerente General tiene una sólida preparación académica y una larga trayectoria laboral relevante para sus funciones actuales.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. El

¹⁶ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

Informe Integral de Precios de Tránsito del año 2021 concluye que las transacciones pactadas por Fertisa Agif con partes relacionadas se han efectuado como si lo hubieran realizado con terceros independientes en condiciones comparables.

El emisor cuenta con un plan estratégico y un presupuesto, los cuales son formulados internamente, socializados con la dirección financiera corporativa del grupo empresarial y presentados al Equipo Ejecutivo para su aprobación. Dentro de este se encuentran distintas estrategias relacionadas con el desarrollo de nuevos productos, entre la que está el impulso de su línea acuícola; la potenciación del canal retail, que involucra el crecimiento de su red de puntos de venta propios; la repotenciación de la línea de protección de cultivos, y la construcción de su nueva planta de fertilizantes.

Fertisa Agif actualmente dispone de la certificación de calidad ISO 9001:2008, acreditada por la ANAB, que asegura la estandarización de sus procesos.

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

La compañía mantiene pólizas de seguro que cubren los riesgos de siniestros de sus instalaciones, muebles, enseres, maquinarias, equipos, vehículos, cuentas por cobrar y efectivo, e incluyen cobertura de lucro cesante a consecuencia del siniestro. También cuenta con pólizas de responsabilidad civil para sus directores, administradores y terceros, de fidelidad.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de Fertisa Agif C.L. del 2019 y 2020, auditados por la firma Deloitte & Touche y, para el año 2021 los estados financieros auditados por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a octubre- 2022. Cabe indicar que la información del 2019 incluye estados de resultado integral, de cambios en el patrimonio y de flujos de efectivo por el período de 6 meses ya que la compañía se constituyó el 1 de julio de 2019 como resultado de la escisión de la empresa Fertisa (ahora denominada Fertisa Fertilizantes, Terminales I Servicios C.L.)

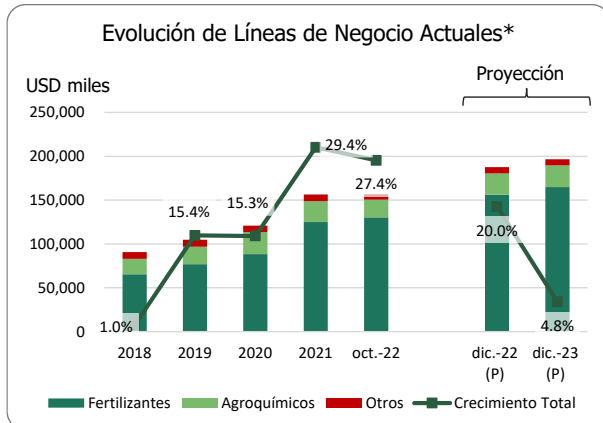
Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los

períodos 2022 y 2023. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión, expectativa y consideraciones de los riesgos previsibles en el futuro.

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 Calificadora 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



*Ventas de 2018 y 2019 incorporan ingresos registrados en empresa escindida Fertisa.
Fuente: Fertisa Agif C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Las ventas de las líneas de negocio que maneja actualmente Fertisa Agif han mostrado un fuerte crecimiento entre 2019 y octubre-2022 gracias al éxito de su estrategia comercial y el aumento del precio promedio. En 2019 y 2020 el crecimiento corresponde a mayores volúmenes de ventas, mientras que en 2021 y hasta la fecha de corte en 2022, este refleja el significativo crecimiento en el precio de los fertilizantes. Para el cierre de 2022 el nivel de ventas se incrementará por el crecimiento en el número de puntos de venta propios, y el mayor precio promedio debido a la tendencia de los precios de los fertilizantes a nivel mundial.

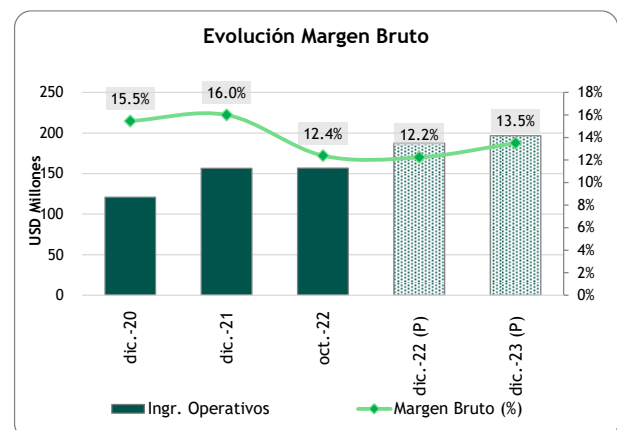
Con el anuncio del subsidio del 50% del precio de la urea (monto total del programa USD 27MM¹⁷) anunciado por el gobierno, la Administración nos informó que Fertisa Agif participó en los dos programas el proyecto de subsidio de fertilizantes: kits de semillas con paquetes de insumos y, subvención de urea (Urea calificados con Urea Granulada y Urea Prilada). En estos programas el cliente paga el 50% al contado y el saldo restante corresponde a crédito concedido al Ministerio de Agricultura (MAG) con plazo de 90 días; se han facturado USD 3.9MM al MAG.

Es importante destacar que, la participación en este programa influye en los días de cuentas por cobrar podrían verse presionados e incrementar su valor, dependiendo del tiempo que demore en

efectuarse el pago del 50% correspondiente del subsidio.

Con respecto al margen bruto, este se encuentra expuesto a la volatilidad de los fertilizantes y agroquímicos requeridos para la elaboración de los productos que comercializa Fertisa Agif. Paralelamente, la fuerte competencia en el mercado local requiere una estrategia activa en el manejo del precio. Como mitigante, se considera que la posición en el mercado que mantiene el emisor le permite manejar un mayor liderazgo en la fijación de los precios en el mercado. Adicionalmente, la empresa realiza una planificación y monitoreo permanente del mercado y realiza una gestión activa para asegurar la disponibilidad del inventario y optimizar su costo.

A lo largo del 2021 se evidenció un fuerte incremento en el precio de los fertilizantes, que se refleja en las compras periódicas que realiza la empresa. A finales de 2022 el margen bruto evidencia el impacto de los elevados costos de fertilizantes que no han logrado ser transmitidos en su totalidad al precio de venta; sin embargo, para 2023, el emisor espera una recuperación del margen bruto, en función del ajuste de los precios de venta y una mayor participación esperada del canal de puntos de venta propios, que permitirán retener un mayor margen de rentabilidad. Por otro lado, la volatilidad en el precio de los fertilizantes a nivel internacional podría tener impactos temporales en el margen.



Fuente: Fertisa Agif C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

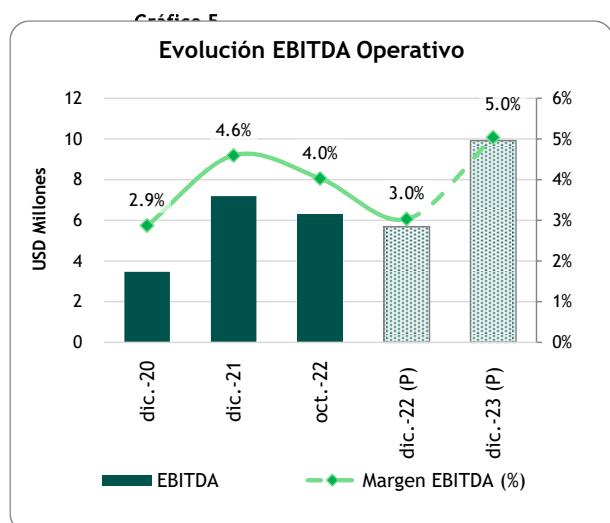
Con respecto a los gastos de operación, a octubre-2022 estos presentan una reducción interanual de 1.6% y su peso en la operación disminuye en 2.6 puntos porcentuales gracias al crecimiento de los ingresos operativos, representando el 8.8% de sus

¹⁷ Urea con 50% de subsidio estará disponible desde el 1 de julio de 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/urea-subsidio-disponible-julio/>

ventas. La proyección del emisor recoge el supuesto de que este indicador se mantenga en promedio en niveles cercanos a 10% entre 2022 y 2023.

La Administración espera que la nueva planta en la que Fertisa Agif realizó importantes inversiones y planea mudarse completamente hasta el primer trimestre del 2023, le permita en el mediano plazo generar mayores eficiencias en el costo y el gasto, gracias a su ubicación estratégica y a sus nuevas capacidades productivas.

A la fecha de corte, el EBITDA operativo presenta una disminución del 6.7% interanual, esta caída se ve afectada por los mayores costos de ventas que van de la mano con el alto precio de inventarios y las mayores ventas. Se espera que en 2022 tanto el EBITDA como el margen EBITDA mantengan la misma tendencia que a octubre-2022 pero en 2023 presenten una mejoría importante en función del crecimiento de la operación y la regularización de los precios de sus inventarios.



Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Bajo los supuestos antes indicados, el emisor mantendría en los próximos años un ROA y el ROE anualizado promedio de 1.7% y 8.5%, en línea con la mayor generación operativa.

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

La estructura del activo de Fertisa Agif se concentra en el corto plazo. Dentro de este destacan los inventarios (43.7%) y las cuentas por cobrar comerciales y con relacionadas (22.9%).

Los inventarios de la empresa son principalmente fertilizantes, fungicidas y agroquímicos, y en su mayoría no son perecibles en el corto plazo. Considerando la rotación promedio de este, su riesgo de deterioro se considera mínimo. Cabe

indicar que, a raíz del conflicto armado entre Rusia y Ucrania, Fertisa Agif tomó la decisión de abastecerse de inventario para prevenir posibles desabastecimientos, cuentan con stock suficiente para cubrir necesidades hasta el tercer trimestre del año. Durante los últimos meses de 2022 la compañía se abastece de inventario para poder cumplir con la elevada demanda del primer trimestre del año siguiente, época de mayores ventas. Debido al precio elevado de fertilizantes, sus inventarios se mantienen en costos altos.

Con respecto a la cartera comercial, esta es de corto plazo, diversificada y se otorga en función de las políticas de calificación y evaluación que mantiene la empresa. La provisión de cuentas incobrables se realiza en función del cálculo de pérdidas crediticias esperadas, las cuales a su vez son estimadas con base a la experiencia de incumplimiento de los deudores y una evaluación de la dirección de las condiciones actuales y futuras a la fecha de reporte. Adicionalmente, la empresa cuenta con un seguro de crédito, que permite mitigar el riesgo de incobrabilidad.

ACTIVOS					
	dic.-19	dic.-20	oct.-21	dic.-21	oct.-22
Total Activo Corriente	82.0%	83.0%	85.3%	87.2%	84.2%
Fondos Disponibles	9.2%	8.0%	6.8%	3.8%	4.6%
Inversiones corto plazo	4.3%	11.8%	0.0%	2.0%	0.0%
CxC Comerciales	29.4%	17.5%	18.5%	22.2%	22.9%
Inventarios Neto	35.7%	32.3%	46.2%	52.0%	43.7%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	8.7%	6.8%	1.2%	4.0%
Gastos anticipados	2.8%	3.3%	5.6%	6.0%	8.8%
Otros activos corrientes	0.6%	1.5%	1.3%	0.1%	0.3%
Total Activo No Corriente	18.0%	17.0%	14.7%	12.8%	15.8%
Propiedad, planta y equipo	7.7%	6.3%	6.5%	6.6%	11.8%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	9.3%	6.5%	5.5%	3.5%	3.3%
Otros activos	1.0%	4.1%	2.7%	2.6%	0.6%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
	dic.-19	dic.-20	oct.-21	dic.-21	oct.-22
Total Pasivo Corriente	51.2%	67.8%	63.1%	66.2%	54.8%
Deuda Financiera CP	4.6%	0.4%	1.2%	0.0%	10.0%
Deuda Comercial	43.5%	65.0%	57.2%	63.2%	40.6%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	1.9%	1.1%	0.8%	0.4%	0.4%
Otros Pasivos CP	1.2%	1.4%	3.8%	2.5%	3.8%
Total Pasivo LP	27.0%	16.2%	13.1%	11.3%	21.4%
Deuda Financiera LP	16.7%	8.3%	6.1%	5.7%	16.1%
Otros pasivos LP	2.7%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	7.6%	5.7%	4.9%	3.3%	3.2%
PATRIMONIO	21.8%	16.0%	23.8%	22.5%	23.8%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Por otro lado, la empresa mantuvo a diciembre-2021 cuentas por cobrar no comerciales con relacionadas por USD 6.7 millones (3% del activo total), de las cuales USD 2.5 millones están contabilizadas en el largo plazo. A la fecha de corte, estas comprenden el 2.3% de los activos y registran un valor de USD 3.4MM. El riesgo de crédito de estas operaciones se mitiga por el hecho que las contrapartes son empresas son negocios en marcha y pertenecen al mismo grupo empresarial.

Con relación a la propiedad, planta y equipo (11.8% del activo total), ha presentado un incremento respecto a periodos anteriores y, está compuesta principalmente por el terreno donde el emisor ha construido su nueva planta, la maquinaria y

equipos que utiliza para su operación y construcciones en curso por USD 12.5MM. Esperamos que hasta 2023 la participación de este activo se incremente a 16%.

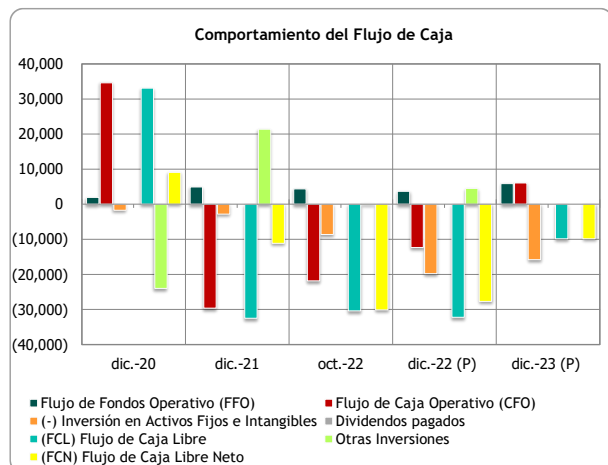
Con respecto a la capacidad de los activos para ser liquidados, se espera que la mayoría del activo de la empresa sea exigible en el corto plazo, en función de su clasificación como activo corriente y las características anteriormente descritas. Con respecto al activo no corriente, debido a su naturaleza no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

Por lo mencionado, se considera que la calidad y capacidad de los activos para ser liquidados del emisor es adecuada.

Con respecto a la estructura de financiamiento, el pasivo operativo proviene de proveedores y a la fecha de corte su tamaño permite cubrir una parte representativa de los requerimientos de inventarios y cuentas por cobrar. La deuda financiera tiene un componente mayoritario de largo plazo y, junto con el patrimonio cubre la inversión en activos fijos y demás activos no corrientes.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

En el período 2020-2021 se apreció una volatilidad importante en la generación de flujo de caja operativo (CFO) que provino de fuertes fluctuaciones en el capital de trabajo. En 2021 esta variación fue positiva en USD 34.5MM, mientras que hasta octubre-2022 se han generado necesidades operativas por USD 26.2MM.

Durante 2021, Fertisa Agif obtuvo líneas directas de crédito con sus proveedores internacionales. Sin embargo, debido a la coyuntura externa se espera

que los días de financiamiento promedio se mantengan menores al año pasado.

Con respecto a las inversiones en CAPEX, Fertisa Agif espera invertir USD 19.78MM en 2022 y USD 15.8MM en 2023, monto que casi en su totalidad corresponde a la nueva planta, que según la planificación de la empresa debería estar operativa en el primer trimestre de 2023.

El FCL del 2021 fue negativo en USD 32.5 MM, por la necesidad de financiar un valor mayor de inventarios (201 días), así como un aumento de días de cuentas por cobrar que pasaron a 67 en 2021. Esto fue cubierto principalmente con la utilización de excedentes de años anteriores, la cobranza de cuentas por cobrar a relacionadas y el aporte de sus accionistas.

A octubre-2022 el FCL es negativo nuevamente en USD 30.4MM por el pago a proveedores (USD 28.6MM) y un crecimiento en cuentas por cobrar alineado con el crecimiento de las ventas en dólares, y en menor medida también tuvo efecto un mayor nivel de inversiones en CAPEX. Hasta el fin de 2022, el FCL llegaría a USD -32.2MM por el incremento del CAPEX y las necesidades de capital de trabajo.

Por el motivo indicado, en los primeros 10 meses del 2022 el emisor ha incrementado su deuda financiera en USD 17 millones, mientras el EBITDA cae interanualmente en 6.7%. Consecuentemente, a octubre-2022 la deuda financiera representa 5.13 veces el EBITDA anualizado (1.1 veces a diciembre-2021), indicador que refleja un elevado nivel de endeudamiento. Paralelamente, el emisor ha reestructurado su deuda a largo plazo como se explica en los siguientes párrafos.

La deuda financiera de Fertisa Agif se concentra en 62% en el largo plazo y de esta el 75% corresponde a deuda contraída con un banco internacional. El total de la deuda a largo plazo adquirida por la compañía para su inversión en CAPEX cuenta con condiciones favorables a un plazo de siete años y dos de gracia, esta se empezaría a pagar a mediados del segundo semestre de 2024, posterior al vencimiento del programa evaluado en el presente informe.

Considerando las condiciones de los créditos a largo plazo de Fertisa, hemos realizado un análisis del endeudamiento financiero y su relación con el EBITDA sin la afectación en 2022 y 2023 de la deuda financiera que empieza a amortizarse luego del vencimiento del programa de papel comercial calificado (USD 24MM). Con base en este análisis, la compañía refleja un nivel adecuado de flexibilidad financiera, con un indicador de 1.96

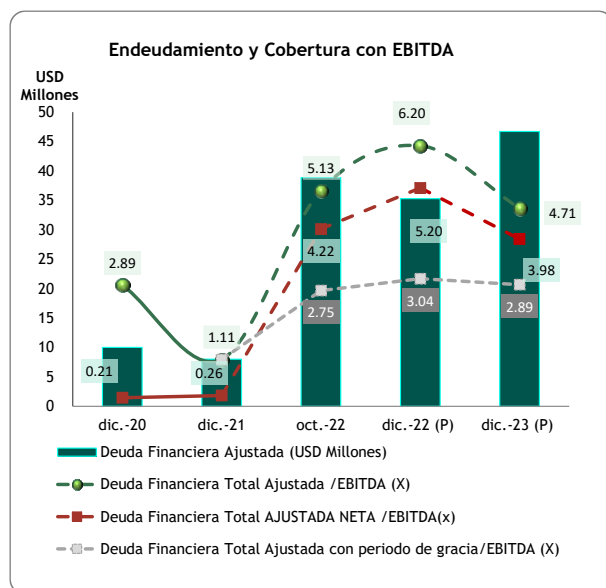
veces de deuda financiera amortizable para el EBITDA.

Adicionalmente, otros mitigantes para el riesgo de endeudamiento son la sólida posición de Fertisa Agif, el respaldo del grupo al que pertenece, su generación y posición de mercado así como la relación con proveedores y clientes. La estructura anual de pagos de la deuda financiera total hasta el año 2029 de Fertisa Agif a la fecha de corte se puede apreciar en el cuadro siguiente:

Año	Amortización anual de deuda financiera
2022	0
2023	11,720
2024	11,725
2025	3,450
2026	3,450
2027	3,450
2028	3,450
2029	6,000
Total	43,245

Como se puede mencionó en párrafos anteriores, los niveles de endeudamiento respecto a la generación operativa incrementan de forma importante debido a que el crecimiento de la generación operativa se modera hasta fines de año, y a que la deuda financiera se ha incrementado de forma importante en términos absolutos para cubrir el flujo de caja libre negativo, producto de inversiones de crecimiento.

Gráfico 7

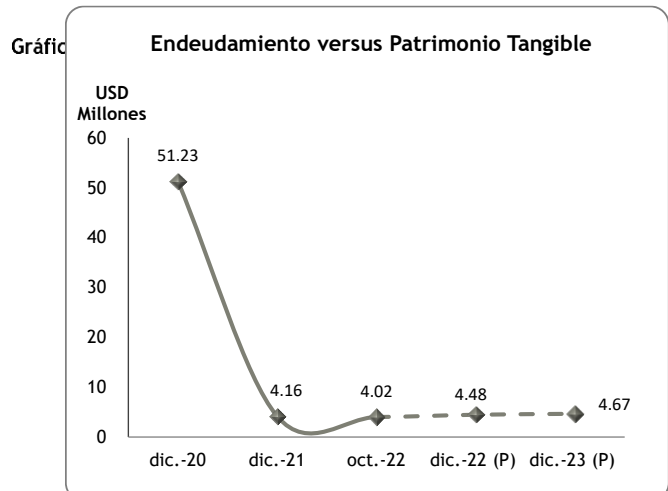


Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Se espera que el programa de papel comercial que se analiza en este informe se utilice para cubrir sus

necesidades estacionales de capital de trabajo, mientras que, para los requerimientos de inversión de largo plazo, se financie con el sistema bancario. Esperamos que el nivel de endeudamiento con relación al EBITDA, sin considerar la deuda con gracias de capital durante el plazo de la emisión calificada, se mantenga por debajo de las 3.1 veces a fines de 2022 y tienda a disminuir hasta el vencimiento de la emisión analizada conforme se explicó previamente y como se observa en la línea gris de la gráfica que antecede.

Con respecto a la relación entre deuda financiera y el patrimonio tangible, esta se ubica a la fecha de corte en 4.02 veces y se espera que se mantenga dentro de rangos de 4.4 a 4.7 en los próximos periodos.



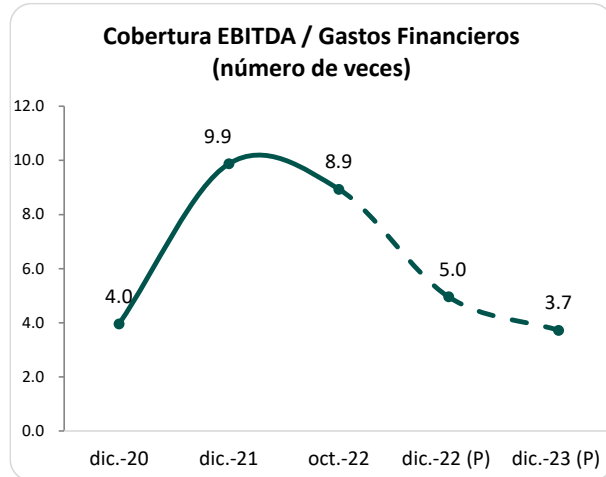
Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Cabe indicar que el patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio contable las cuentas por cobrar no comerciales a compañías relacionadas, activos intangibles, activos no corrientes por impuestos diferidos y otras cuentas que la calificadora estima de difícil recuperación en un escenario de liquidación. El indicador mejora frente a 2020 debido a la capitalización de USD 10MM que realizó su principal accionista.

Capacidad de Pago y Liquidez

La administración constantemente se encuentra en la búsqueda de opciones para optimizar los gastos financieros; esto, sumado al acceso a créditos locales y del exterior, y a un bajo endeudamiento que el emisor mantuvo hasta 2021, han permitido que históricamente se mantenga una cobertura holgada de los gastos financieros. Pese al incremento proyectado de la deuda financiera se espera que la cobertura del gasto financiero con el EBITDA se mantenga en niveles holgados dentro de

la vigencia de la emisión, lo cual refleja una alta flexibilidad financiera.

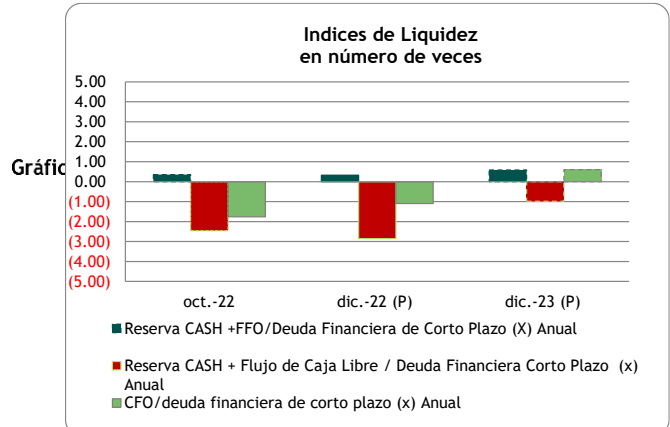


Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

La Compañía tiene como política mantener un saldo de efectivo y equivalentes que cubra como mínimo dos semanas de egresos operativos. En esta línea, se espera que mantenga en promedio fondos disponibles por alrededor de USD 6MM para finales de 2022 (USD 6.9MM a octubre-2022).

En el gráfico siguiente se visualiza lo explicado en párrafos anteriores respecto a la necesidad de financiamiento que mantiene el emisor en 2022, y que a octubre-2022 ya se refleja completamente. El riesgo de refinanciamiento de su deuda financiera se encuentra mitigado por la estructura de plazos de su endeudamiento bancario, las líneas de crédito que mantiene y la imagen de la empresa y del grupo empresarial al que pertenece, que le ha permitido acceder a financiamiento internacional de largo plazo y ser un sujeto de crédito atractivo para la banca local, como lo

demuestran las líneas de crédito abiertas que mantiene a la fecha.



Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

A la fecha de corte, la compañía cuenta con líneas de crédito por USD 27MM, de las cuales el 11.1% no han sido utilizadas. Asimismo, como grupo económico, cuenta con una línea aprobada por USD 106.5MM, de los cuales el 27.2% de estos no ha sido utilizados. 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.

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	oct.-22
Activo Ajustado (USD M)	142,037
Activo Total (USD M)	149,274

oct.-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	6,430	6,430	22.09
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	24,171	30,601	4.64
3era	Deuda sin garantía específica de balance	83,168	113,770	1.25
TOTAL		113,770	113,770	1.25

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 1.25 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a las cuentas por cobrar relacionadas, no comerciales

activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

RESGUARDOS

Los resguardos para el presente 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, a la fecha de corte el emisor certifica que cumple con una relación de 13.72.

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 el respectivo contrato de emisión para la solución de controversias.

Adicionalmente, se compromete a limitar su endeudamiento de emisiones con garantía general en el Mercado de Valores al 80% del total de activos, restando 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 las 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 procedentes de derechos

fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, o el total autorizado en caso de emisiones de corto plazo; 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.

Por último, el emisor se compromete a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivos con costo / patrimonio, no superior a 1.0 (el valor de este indicador fue modificado de manera subsecuente en diciembre a 1.5 veces en la Asamblea de Obligacionistas). La periodicidad de cálculo de este indicador será anual, con balances cortados a diciembre de cada año. Para el cálculo del pasivo con costo se considerará las obligaciones bancarias y emisiones a través del mercado de valores.

Las obligaciones de corto plazo o papel comercial del presente programa estarán amparadas con 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.

Cabe indicar que en la declaración juramentada suscrita por el emisor, este se compromete expresamente a mantener en todo momento activos libres de gravamen, de limitación al dominio, de prohibición de enajenar y/o prenda necesarios y suficientes con el objeto de que la relación activos libres de gravamen/obligaciones en circulación, se encuentren en todo momento en los montos y/o niveles establecidos por la ley, y en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia del programa calificado. Para el efecto la Compañía se compromete a reponer los activos que se enajenen, transformen, deterioren o destruyan, por otros de igual o similar naturaleza a los que inicialmente respaldarán la emisión, que serán inventarios por la suma de UDS 10 millones.

Por último, cabe mencionar que el monto del programa representa el 27.9% del patrimonio a la fecha de corte, por lo cual cumple con el



requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

A octubre-2022 el representante legal de la Compañía certifica que:

1. Las obligaciones en circulación en el mercado de valores y las obligaciones con el sistema financiero se encuentran al día.
2. La emisión se mantiene dentro del monto máximo a emitir de acuerdo con lo que manda la ley, y que el conjunto de los valores en circulación de las emisiones en el mercado de valores, no superan el 200% de su patrimonio.
3. La empresa se encuentra cumpliendo todos los resguardos incluidos en su contrato de emisión.

**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.

El programa de papel comercial analizado en el presente informe constituye la primera participación de la empresa en el mercado de valores.

Adicionalmente, de acuerdo con información provista por la Bolsa de Valores de Quito, no se registra presencia bursátil del instrumento analizado en el último semestre (mayo-2022 a octubre-2022).

FERTISA AGIF C.L. (Miles de USD)	dic.-19	dic.-20	dic.-21	oct.-22	PROYECCIONES BWR	
					dic.-22	dic.-23
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	7,493	9,303	6,154	6,905	5,700	7,250
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,851	20,198	31,303	34,146	34,171	37,042
Inventarios	28,940	37,324	73,338	65,284	86,934	89,775
Activos fijos	6,220	7,338	9,347	17,615	28,365	42,323
Otros Activos	14,596	41,539	20,926	25,324	17,018	18,016
Total Activos	81,100	115,702	141,068	149,274	172,187	194,406
Cuentas por Pagar Proveedores	35,296	75,166	89,214	60,575	90,688	98,377
Deuda Financiera Total	17,293	10,015	8,013	38,866	35,276	46,703
Deuda Financiera Corto Plazo	3,718	415	13	14,866	11,276	10,063
Deuda Financiera Largo Plazo	13,575	9,600	8,000	24,000	24,000	36,640
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	10,835	12,053	12,105	14,328	12,381	12,253
Total Pasivos	63,424	97,234	109,332	113,770	138,345	157,334
Patrimonio	17,676	18,468	31,736	35,504	33,842	37,072
Resumen de Resultados						
Ventas	52,585	120,844	156,412	156,656	187,679	196,647
Costo de ventas	(45,272)	(102,161)	(131,384)	(137,252)	(164,716)	(170,100)
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(6,661)	(16,190)	(19,053)	(13,752)	(18,611)	(19,019)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	652	2,493	5,975	5,652	4,352	7,528
Ingresos y gastos no operativos neto	343	104	-177	78	-100	-120
Gasto Financiero del período	(419)	(1,065)	(831)	(707)	(1,277)	(2,794)
Impuesto a la renta	-244.00	-538.00	-1,513.23	-1,256.02	(869)	(1,384)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	332	994	3,454	3,768	2,106	3,230
Otros resultados integrales	407	-202	-186	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	739	792	3,268	3,768	2,106	3,230
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	975	3,468	7,190	6,312	5,692	9,918
(-) Gasto Financiero del período (sin gasto de pasivo de arriendo)	-419	-876	-728	-707	-1,147	-2,664
(-) Impuesto a la renta del período	-302	-657	-1,569	-1,256	-869	-1,384
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	254	1,935	4,893	4,350	3,676	5,869
(-) Variación Capital de Trabajo	0	32,674	-34,493	-26,203	-16,016	174
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	254	34,609	-29,600	-21,853	-12,340	6,043
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	852	1,462	732	78	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-509	-1,358	-909	0	-100	-120
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	68	66	-35	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-1,697	-2,797	-8,605	-19,777	-15,800
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	597	33,084	-32,508	-30,414	-32,217	-9,878
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	0	-7,278	-2,002	30,854	27,263	11,428
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-23,996	21,362	311	4,500	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	10,000	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	597	1,810	-3,148	750	-454	1,550
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7,493	9,303	6,154	6,905	5,700	7,250
Indicadores						
Patrimonio Tangible	8,748	1,898	26,256	28,267	30,862	33,685
% crecimiento en ingresos operativos	0.0%	129.8%	29.4%	0.2%	20.0%	4.8%
MARGEN EBIT (%)	1.2%	2.1%	3.8%	3.6%	2.3%	3.8%
MARGEN EBITDA (%)	1.9%	2.9%	4.6%	4.0%	3.0%	5.0%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	1.61	3.21	7.72	7.16	4.20	3.20
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	2.33	3.96	9.87	8.93	4.96	3.72
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.33	3.96	9.87	8.93	4.96	3.72
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)*	8.87	2.89	1.11	5.13	6.20	4.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA OPERATIVO(x)*	5.03	0.21	0.26	4.22	5.20	3.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	35%	20%	52%	51%	56%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) *	0.14	4.66	383.92	0.35	0.33	0.58
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) *	0.14	83.40	-2,323	-1.76	-1.09	0.60
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)*	0.32	79.72	-2,551	-2.46	-2.86	-0.98
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x)*	0.32	21.90	-874.61	-2.43	-2.46	-0.98

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.