

Ecuador
Papel Comercial
Tercer Seguimiento

FERTISA AGIF C.L.

Calificación

Tipo Instrumento	30-jun.-22	28-dic.-22	30-abr.-23
I Programa Papel Comercial	AAA-	AAA-	N/A

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, que modifique la estructura de su deuda financiera o que esta aumente significativamente sobre los niveles actuales.

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.-21	dic.-22	abr.-23
Activos	141.1	158.4	143.2
Ventas	156.3	185.3	65.0
Margen EBITDA (%)	4.67%	2.67%	0.94%
ROE (%) *	13.76%	8.01%	-4.77%
Deuda Financiera Ajustada / Capitalización (%)	20.2%	53.6%	55.4%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-2455.83	-0.83	-0.18
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-2684.52	-1.76	-1.06
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	1.10	8.01	23.03
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *	1.64	12.33	-110.55

* Indicador anualizado para abr-2023

Contactos:

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

Ma. Sara Flores
(5932) 226 9767; ext. 106
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 su fortaleza y flexibilidad financiera, así como la estructura de vencimientos de la deuda financiera a largo plazo que se amortiza posteriormente al vencimiento del programa calificado.

Fuerte posicionamiento en el mercado: Fertisa Agif C.L. está fuertemente posicionado 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. Sin embargo, ante un invierno complejo para el sector y la incertidumbre en los daños y pérdidas que podría traer el fenómeno de El Niño a la industria se podrían afectar sus ingresos. 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 registró un fuerte incremento desde 2021 a nivel mundial. Sin embargo, desde el tercer trimestre de 2022 esta tendencia se revirtió, lo cual ha impactado en el margen del emisor. Se espera que en el segundo semestre del año este tienda a mejorar debido a que el costo de su inventario ya se ha ajustado, aunque todavía será susceptible a nuevas variaciones de precios.

Generación operativa, afectada por contracción del margen bruto. A la fecha de corte el emisor presenta una pérdida en el ejercicio, que se refleja también en una contracción de su generación operativa. Esperamos que esta situación tienda a revertirse hasta fin de año y que se generen flujos de caja operativos que servirían para disminuir la deuda financiera de corto plazo por debajo del monto existente al cierre del año anterior.

Endeudamiento con estructura hacia el largo plazo. En 2022 el emisor modificó la estructura de plazos de su deuda financiera hacia el largo plazo, lo cual le da mayor flexibilidad financiera dentro del plazo del programa de papel comercial analizado. Por otro lado, en 2022 la deuda financiera registró un importante incremento, por la construcción de su nueva planta y sus necesidades de capital de trabajo. Esperamos que su peso sobre el EBITDA empiece a reducirse hasta finales de 2023.

Bajo riesgo de refinanciamiento. El riesgo de refinanciamiento se encuentra mitigado por la estructura de plazos de su endeudamiento. La imagen de la empresa y la del grupo empresarial al que pertenece, que le ha permitido acceder a financiamiento internacional y local. Como hecho subsecuente se indica que en junio el emisor ha cancelado todo el papel comercial que se encontraba vigente y en función de su planificación de liquidez este no espera realizar nuevas emisiones en este año.

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	Tercer Seguimiento
Fecha de Aprobación SCVS	3-feb.-22
No. de Resolución	No. SCVS-INMVDNAR-2022-0000811
Monto	10,000,000
Monto en circulación	2,500,000
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 de 2022 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 1.5 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.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico

La economía ecuatoriana se enfrenta a un entorno complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. El entorno político que atraviesa el país con el anuncio de la Muerte Cruzada y con un nuevo Gobierno que será elegido antes de finales de 2023 influyen en las perspectivas de crecimiento y estabilidad económica. Esto se da después de un año de recuperación económica de 2.9% en términos reales en 2022, que superó las proyecciones de crecimiento del Banco Central de 2.7%. Sin embargo, el tamaño de la economía todavía se mantiene en niveles inferiores a los previos a la pandemia.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa en 2022. Este mismo año Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²), en condiciones adecuadas. Durante los últimos meses del año, concretó además líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. En septiembre de 2022 se anunció un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda está compuesta 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. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.³

En noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023⁴. El financiamiento del presupuesto incluye principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). Además, se plantea para 2023 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 en 2022⁵),

¹ CAF - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁴ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-2023-observaciones-asamblea/>

⁵ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

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). Adicionalmente, el 31 de mayo de 2023 el Banco Mundial aprobó un préstamo para el país por USD 300 millones con tasa de interés variable, periodo de gracia de 3 años y medio y reembolsable en 20 años; el programa es para ampliar un proyecto de financiación con fines productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado⁶.

A inicios de mayo de este año se firmó un acuerdo de financiamiento con Credit Suisse por la emisión de Bonos Azules en favor de la reserva marina de las Galápagos y conservación del ecosistema marino. Esta emisión es una estrategia de recompra de parte de la deuda externa, que la reduce en 5% a USD 16,685 millones. La entidad suiza compró en USD 0.40 cada dólar de deuda, hasta llegar a un total USD 1,630 millones de valor nominal. Este financiamiento permite mejorar la gestión de deuda pública además de impulsar la inversión en sostenibilidad⁷. El Biess por su parte espera invertir en el mercado de valores USD 1,500 millones, el monto anunciado más alto desde 2020, que compara favorablemente con los USD 514 millones invertidos en 2022. Se espera que el mercado se dinamice con esta inversión que, según informó la institución, considerará parámetros de riesgo, seguridad y rentabilidad⁸.

Respecto a la recaudación tributaria, el SRI anunció una reducción en la recaudación de enero-mayo del 15.5% frente al mismo periodo de 2022, por esto se realizará un control más intensificado en el cobro de impuestos como el ISD. Desde el 1 de julio el ISD bajará a 3.5% según la propuesta del Gobierno de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, no obstante, esta iniciativa podría no continuar a futuro debido a las elecciones anticipadas de 2023⁹. Adicionalmente, la nueva reforma tributaria de carácter económico urgente contempla ocho cambios para los contribuyentes y ya obtuvo dictamen favorable de la Corte Constitucional. Los cambios se relacionan al pago del impuesto a la renta (deducción de gastos y tabla de IR) en su mayoría y entrarán en vigor de manera inmediata¹⁰.

Por otro lado, el precio del petróleo se ha estabilizado en valores menores a USD 80 luego de

los picos alcanzados por el conflicto bélico en Europa; la semana del 19 de junio su precio abre con una caída y es de USD 71.6. El FMI estima que el precio del crudo ecuatoriano en 2023 será de USD 75.3 por barril, y hasta 2027 disminuirá hasta los USD 63.8, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto¹¹. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Por otro lado, cabe indicar que en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a motivos de fuerza mayor, que provocaron la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera¹².

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. La división de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales de 2023. La incertidumbre social y política ha mantenido al alza el riesgo país desde el 7 de febrero, situándose sobre los 1,850 puntos a mediados de junio. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

Lastimosamente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población, la falta de consensos entre los diferentes poderes del Estado y las denuncias de corrupción limitan el cumplimiento de las metas planteadas. Es importante destacar además la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 en 2.9%¹³ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional sobre la economía nacional. Las previsiones revisadas del BCE para 2023 consideran un crecimiento de 2.6%,

⁶ Expreso - <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/162131-el-banco-mundial-aprueba-credito-de-300-millones-de-dolares-para-ecuador>

⁷ El Comercio - <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador/canje-deuda-externa-bonos-azules-pondria-riesgo-soberania-galapagos.html>

⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inversion-mercado-valores/>

⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impuesto-salida-divisas-reduccion-julio/>

¹⁰ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reforma-tributaria-impuesto-renta-pronosticos-deportivos/>

¹¹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

¹² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

¹³ BCE - Cuentas trimestrales 122

porcentaje más conservador que el 3.1% planteado originalmente¹⁴. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022	2023 (p)
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.95%	2.64%
Exportaciones	-0.13%	2.54%	2.50%
Importaciones	13.25%	4.49%	3.11%
Consumo final Gobierno	-1.69%	4.46%	0.53%
Consumo final Hogares	10.22%	4.59%	3.23%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	2.52%	3.42%

Las principales industrias por su aporte al valor agregado en 2022 fueron: manufactura; comercio; enseñanza y servicios sociales y de salud; petróleo y minas y, agricultura. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto a 2021 fue del 1.79%.

Los primeros días de junio el Banco Mundial ajustó la perspectiva de crecimiento para el país en 2023 de 3% a 2.6%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señala la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas¹⁵.

Por otro lado, la calificación del país otorgada por Fitch Ratings fue ratificada en B- en mayo de 2023 pero la perspectiva fue modificada de estable a negativa. Esta revisión viene impulsada por la disfunción política que impacta opciones de financiamiento según la calificadora, retos de financiamiento, un déficit fiscal con tendencia a acentuarse¹⁶ y un crecimiento desacelerado en 2023 de 1.6% (ajustado a la baja en marzo de 2023).

Es importante destacar que la ONU estima un 80% de probabilidad que el fenómeno de El Niño empiece entre julio y septiembre de 2023. El impacto que este traería fenómeno podría alcanzar los USD 3,000 millones a nivel mundial hasta 2029¹⁷. Para Ecuador, se prevé pérdidas a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que El Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los

agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁸. En Esmeraldas se estima que 402 productores tuvieron pérdida total de cultivos y otros 321 parcial, con más de 1,500ha afectadas en toda la provincia; el MAG cuenta con un seguro agrícola pero únicamente están registradas 841ha (145 agricultores)¹⁹. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica. Por este motivo se esperaría que los niveles de inflación sean superiores a los pronosticados, y que no disminuyan mientras los fenómenos meteorológicos extremos no cesen.

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 (7.5% en 2022). Esta industria es generadora de divisas por las exportaciones, aporta como insumo para otras industrias, y tiene una importante contribución social como fuente de empleo en el sector rural.

En 2021 el PIB nacional presentó una recuperación superior al 4% posterior al año de pandemia y el sector lo hizo en apenas en 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 BCE²⁰ y este impacto se ve reflejado en el valor agregado de la industria, que cayó en 2.9% en 2022.

La importancia del sector agrícola ha llevado a que los distintos 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 Agro cadenas Estratégicas, AgroSeguro, Reactivación del Café, Acuicultura, Fortalecimiento de Capacidades, Valor Agregado, Redes Comerciales, Ganadería Sostenible y el Programa del Buen Vivir Rural, Plan Nacional Agropecuario, Paisajes Andinos entre otros.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) se encuentra desarrollando activamente talleres, conferencias y

¹⁴ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a abril de 2023.

¹⁵ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

¹⁶ Fitch Ratings - <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-revises-ecuador-outlook-to-negative-affirms-idr-at-b-23-05-2023>

¹⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-costo-billones/>

¹⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

¹⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/hectareas-cultivos-esmeraldas-perdidas/>

²⁰ BCE: Estimación de pérdidas y daños ocasionados por el paro nacional de junio de 2022

brindando asesoría a Ecuador y otros países de la región para una restauración ecológica integral, cooperación regional para enfrentar amenazas naturales y velar por la seguridad alimentaria, así como por un desarrollo sostenible de las tierras productivas²¹.

Uno de los programas vinculados a la industria agrícola es el Plan Nacional Agropecuario, que cuenta con la asesoría de la FAO. 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 productos con potencial económico (flores, maracuyá, yuca, carne)²².

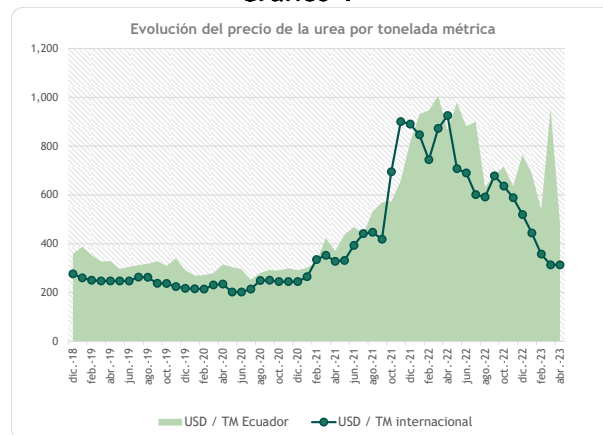
Por otro lado, el Gobierno también invierte en investigación y desarrollo agrícola: agrobiodiversidad, semillas y agricultura sustentable²³. El fondo de financiamiento, según la FAO, deberá llegar hasta el 1% del PIB agrícola; el 30% del presupuesto que se asigne se destina a proyectos de investigación y el restante a fondos concursables para todos los actores del sector agropecuario. Además, 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 recursos²⁴.

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 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. La producción de las principales provincias

productoras en China se redujo como resultado de una estricta regulación ambiental aplicada²⁵. Esta situación provocó una fuerte crisis entre los fabricantes europeos de fertilizantes.

Gráfico 1



Fuente: Indexmundi y BCE. Elaboración: BWR.

De manera consecutiva, el conflicto bélico provocó una subida en los precios de fertilizantes a niveles récord en los últimos 4 años. Antes de esta situación, Rusia se posicionaba como el mayor exportador de fertilizantes a nivel mundial. A raíz de la guerra las compras a Rusia se vieron paralizadas por problemas logísticos y debido a restricciones impuestas en la cadena de pagos y elevados niveles de incertidumbre, a pesar de no haberse impuesto restricciones en la comercialización de este producto por su importancia global. Según el BM esta situación provocó un alza del 30% en los precios internacionales.

Según cifras internacionales, el valor más alto por tonelada métrica fue de USD 925 en abr-2022. Por otro lado, la tonelada métrica importada por Ecuador es más costosa en promedio, para el país el valor más alto pagado fue USD 1,006 en feb-2022 y a partir de abril de ese año ha sido más alto el precio pagado por Ecuador. Sin embargo, desde los últimos meses de 2022 se aprecia una caída en los precios internacionales de este producto, y hasta finales de 2023 se espera una disminución de 37%, la mayor reducción desde 1974, a pesar de que se siguen manteniendo en niveles elevados históricamente²⁶.

²¹ FAO - <https://www.fao.org/ecuador/noticias/es/>

²² Telégrafo - <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/plan-nacional-agropecuario-ecuadoriano-apunta-hacia-la-reduccion-de-la-pobreza>

²³ INIAP - <https://www.iniap.gob.ec/el-gobierno-del-ecuador-invertira-en-investigacion-y-desarrollo-agricola-a-traves-del-fiasa/>

²⁴ MAG - <https://www.agricultura.gob.ec/banecuador-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

²⁵ <https://news.agrofy.com.ar/noticia/195838/fertilizantes-razones-detras-record-historico-precio-urea>

²⁶ Banco Mundial - <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2023/04/27/commodity-prices-to-register-sharpest-drop-since-the-pandemic>

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 mismo año, como resultado de la escisión de la unidad de agroinsumos de la empresa Fertisa Fertilizantes, Terminales y Servicios C.L (constituida en 1996). 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 planes estratégicos y de crecimiento. Fertisa Agif se dedica a actividades de importación, procesamiento y comercialización de fertilizantes y agroquímicos, mientras que la escindida retuvo las actividades relativas a servicios portuarios.

Fertisa Agif se encuentra domiciliada en Guayaquil. Sin embargo, espera mudarse en su totalidad a Durán, donde se encuentra terminando la construcción de su nueva planta. Diversifican y complementan sus actividades principales con otras líneas de negocio relativas a productos pecuarios y otros menores.

En el próximo gráfico se aprecia la participación de las distintas líneas de negocio dentro de las ventas de la empresa a abril-2023. En la línea de Fertilizantes, su principal fuente de ingresos por ventas, la empresa se encuentra dentro de los tres más representativos del mercado, con el 11.6% de participación en las importaciones nacionales. En este negocio, cerca del 72.8% de las importaciones totales está concentrada en 5 empresas. Con respecto a la línea de Agroquímicos, Fertisa Agif mantiene la décimo primera posición, con el 2.4% 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.

Gráfico 2

Distribución de ventas por línea de negocio
abril-2023



Fuente: Fertisa Agif. Elaboración: BWR.

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, 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, también brinda soluciones acuícolas para mejorar el rendimiento de camarones y otras especies marítimas. Dentro de esta categoría se encuentran balanceados, fertilizantes, y suplementos nutricionales, que se combinan con la asesoría técnica necesaria. Adicionalmente, Fertisa Agif también cuenta con productos personalizados para las necesidades particulares para los clientes que lo requieran, a través de técnicos especializados que realizan 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 posición sólida en el mercado y la gestión activa que realiza en la compra de inventarios, aunque en los últimos meses ha tenido un impacto significativo por la disminución de precios y regularización de niveles de volumen de inventario.

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, a la fecha de corte se han trasladado parcialmente. La administración informó que espera trasladarse la totalidad de la sección productiva en el último trimestre de 2023 y las oficinas administrativas hasta el primer trimestre de 2024, en ese año el 100% de Fertisa Agif estaría ubicado en las nuevas instalaciones.

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 ha sido financiado en 2019 por deuda con terceros, y el restante será por medio de fondos propios.

A la fecha de corte, Fertisa Agif cuenta con una nómina de 394 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 40% 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 60% restante se lo hace a través de sus 70 puntos de venta propios que se encuentran repartidos a nivel nacional (3 adicionales al seguimiento pasado). Aproximadamente el 14% de sus clientes pertenecen a su mismo grupo empresarial, el porcentaje 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.

EXPOPLAST 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 2022 las principales transacciones que Fertisa Agif realizó con sus empresas relacionadas en el año fueron las siguientes: importaciones de fertilizantes, agroquímicos y fungicidas por USD 25.1MM con Favorita L.P.; venta de inventarios a Reybanpac, Aerovic y Reylacteos por un total de USD 26.8MM; pago a Reybanpac por servicios corporativos y otros rubros administrativos por USD 1.4MM, y pago de USD 2.0MM 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 34.1MM, y de este el 58.7% 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 de financiamiento de sus inversiones de capital. La Administración indica que esta decisión se ratificará anualmente en función del desempeño financiero.

La deuda financiera ajustada del emisor representa el 55.1% de la capitalización²⁷ de la Compañía a la fecha de corte.

²⁷ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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.

Al momento la empresa no tiene un Directorio. La Junta General de Socios es la máxima instancia de Gobierno y en ausencia del Directorio también ejercerá sus funciones. 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. El Gerente General tiene una sólida preparación académica y una larga trayectoria laboral relevante para sus funciones actuales, que según el periodo designado por la Junta de Accionistas será hasta 2024.

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.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. El Informe Auditado de 2022 considera que en base al análisis de diagnóstico preliminar del informe de precios de transferencia no se prevé impacto en los estados financieros relacionados a precios de transferencia. Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

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 el desarrollo de

las distintas fases de 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. 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. de 2019 y 2020 auditados por la firma Deloitte & Touche y, de 2021 y 2022 por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. 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.). Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a abril-2023.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los períodos 2023 y 2024. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión, expectativa y consideraciones de los riesgos previsibles en el futuro.

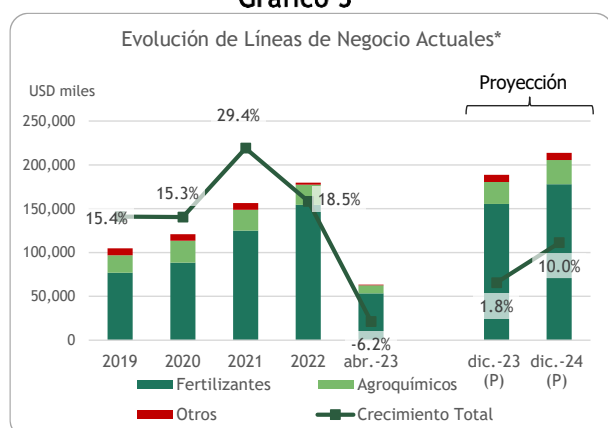
Ajustes por NIIF 16

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

Gráfico 3



*Ventas y crecimiento de 2019 incorporan ingresos registrados en empresa escindida Fertisa.

Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BWR.

Las ventas de las líneas de negocio que maneja Fertisa Agif mostraron un fuerte crecimiento entre 2019 y 2022 gracias al éxito de su estrategia comercial y el aumento del precio promedio, especialmente en los años 2021 y 2022. A abril-2023 sin embargo, los menores precios de fertilizantes provocan la contracción de ingresos operativos. Esperamos que para finales de año el nivel de ventas se recupere y logre superar ligeramente a los del año precedente por un crecimiento del volumen de ventas mayor a la reducción de precios.

Con el anuncio del subsidio del 50% del precio de la urea (monto total del programa USD 27MM²⁸) anunciado por el gobierno, la Administración 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. 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. Hasta el momento se han facturado USD 6MM (subsidio cobrado al Estado) bajo estos programas. Dependiendo del tiempo que demore en efectuarse el pago del 50% correspondiente al subsidio y al volumen futuro de estas operaciones, los días promedio de cuentas por cobrar podrían incrementarse.

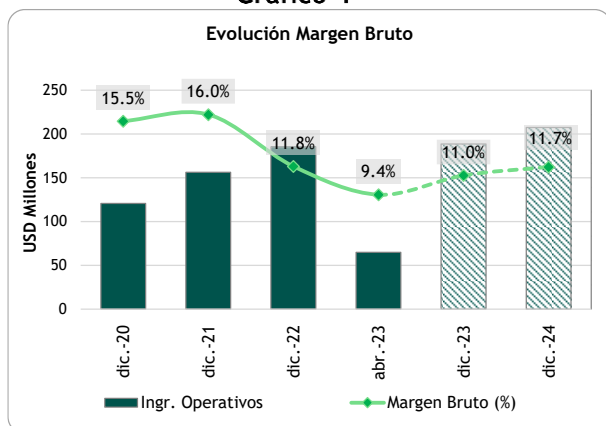
Con respecto al margen bruto, este se encuentra expuesto a la volatilidad de los fertilizantes y agroquímicos requeridos para la elaboración de los productos que comercializa Fertisa Agif. Paralelamente, la fuerte competencia en el mercado local requiere una estrategia activa en el manejo del precio. 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 finales de 2022 el precio de los fertilizantes empezó a caer, además de la caída del 37% a inicios de 2023, se espera que, el precio siga cayendo hasta un 10% adicional hasta finales de año. El margen bruto evidencia el impacto de los elevados costos de inventario obtenido en 2022 que posteriormente debió venderse a precios más bajos y que no fueron transmitidos en su totalidad al precio de venta. Para finales de 2023, el emisor espera una recuperación del margen bruto frente al corte actual, pero se mantendría por debajo de sus niveles históricos. Para 2024, en función de la estabilización del costo, el ajuste de los precios de venta y una mayor participación esperada del canal de puntos de venta propios, se espera retener un mayor margen de rentabilidad. Por otro lado, la volatilidad en el precio de los fertilizantes a nivel internacional seguirá afectando temporalmente el margen.

Con respecto a los gastos de operación, a abril-2023 estos presentan una reducción interanual de 6.8% y su peso en la operación se mantiene similar al mismo periodo del año pasado (9.1%). La proyección del emisor recoge el supuesto de que su peso respecto a las ventas se mantenga en promedio en niveles cercanos a 10% en 2023 (9.3% en 2022).

²⁸ Urea con 50% de subsidio estará disponible desde el 1 de julio de 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/urea-subsidio-disponible-julio/>

Gráfico 4



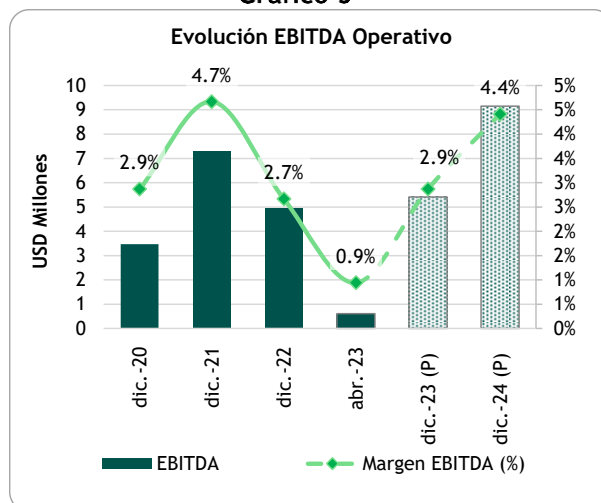
Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.
Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BWR.

La Administración espera que la nueva planta en la que Fertisa Agif realizó importantes inversiones y planea mudarse completamente, 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. Esperan que la construcción de la sección de producción termine hasta el tercer trimestre de 2023 y que la parte administrativa lo haga en 2024. Adicional a esto, cuentan con planes de inversión en mejoras y eficiencia que entrarían en marcha en el mediano plazo.

A la fecha de corte, el EBITDA operativo presenta una disminución cercana al 90% interanual, por la contracción del margen bruto y las menores ventas (-6.2%) derivadas de un menor precio promedio. No obstante, se espera que hasta fines de 2023 tanto el EBITDA como el margen EBITDA mantengan niveles similares que 2022, pero que en 2024 presenten una mejoría importante en función del crecimiento de la operación y la regularización de los precios de sus inventarios.

Bajo los supuestos antes indicados, el emisor mantendría en los próximos años un ROA y el ROE anualizado promedio de 0.4% y 1.6%, en línea con la mayor generación operativa.

Gráfico 5



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

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 y las cuentas por cobrar comerciales y con relacionadas, que en conjunto representan más del 57% de este rubro. 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 descritas a continuación. Con respecto al activo no corriente, debido a su naturaleza no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

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. Sin embargo, la caída del precio de los fertilizantes entre el último trimestre de 2022 y el primero de 2023 ha hecho que la compañía decida consumir sus existencias para ajustar el costo promedio del inventario. De manera subsecuente, a la fecha de análisis se ha regularizado la compra de inventarios a precios actuales, así como su stock regular, considerando que, la cadena logística también se ha normalizado en su gran mayoría.

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	dic.-21	dic.-22	abr.-23
Total Activo Corriente	82.0%	83.0%	87.2%	81.6%	75.6%
Fondos Disponibles	9.2%	8.0%	3.8%	2.6%	7.6%
Inversiones corto plazo	4.3%	11.8%	2.0%	6.7%	0.0%
CxC Comerciales	29.4%	17.5%	22.2%	21.9%	26.9%
Inventarios Neto	35.7%	32.3%	52.0%	39.9%	30.6%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos anticipados	2.8%	3.3%	6.5%	9.8%	8.7%
Otros activos corrientes	0.6%	1.5%	0.8%	0.8%	1.9%
Total Activo No Corriente	18.0%	17.0%	12.8%	18.4%	24.4%
Propiedad, planta y equipo	7.7%	6.3%	6.6%	15.0%	20.3%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	9.3%	6.5%	3.5%	2.9%	3.2%
Otros activos	1.0%	4.1%	2.6%	0.5%	0.9%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	abr.-23
Total Pasivo Corriente	51.2%	67.8%	66.2%	58.6%	54.3%
Deuda Financiera CP	4.6%	0.4%	0.0%	9.9%	12.8%
Deuda Comercial	43.5%	65.0%	63.2%	46.0%	38.9%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	1.9%	1.1%	0.4%	0.5%	0.5%
Otros Pasivos CP	1.2%	1.4%	2.5%	2.2%	2.1%
Total Pasivo LP	27.0%	16.2%	11.3%	19.7%	21.9%
Deuda Financiera LP	16.7%	8.3%	5.7%	15.2%	16.8%
Otros pasivos LP	2.7%	2.2%	2.3%	1.9%	2.2%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	7.6%	5.7%	3.3%	2.7%	2.9%
PATRIMONIO	21.8%	16.0%	22.5%	21.7%	23.8%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Por otro lado, parte de la cartera comercial y no comercial de la empresa es con empresas relacionadas tanto a corto como largo plazo. A la fecha de corte, las transacciones con relacionadas representan el 2.16% del total de activos y registran un valor de USD 3.1MM.

La propiedad, planta y equipo ha presentado un incremento respecto a periodos anteriores. Esta mayor participación (20.3% del activo total a abr-2023 versus 15.0% a dic-2022) es producto de la construcción de la planta en Durán, la compra del terreno donde está situada, así como de la maquinaria y equipos que utilizará para su operación. La administración estima que la inversión total de este proyecto, desde su creación, sería superior a los USD 30MM. Cabe indicar que desde 2019 se ha financiado esta inversión con créditos con instituciones financieras locales e internacionales. Esperamos que hasta 2024 la participación de este activo incremente por sobre el 24%.

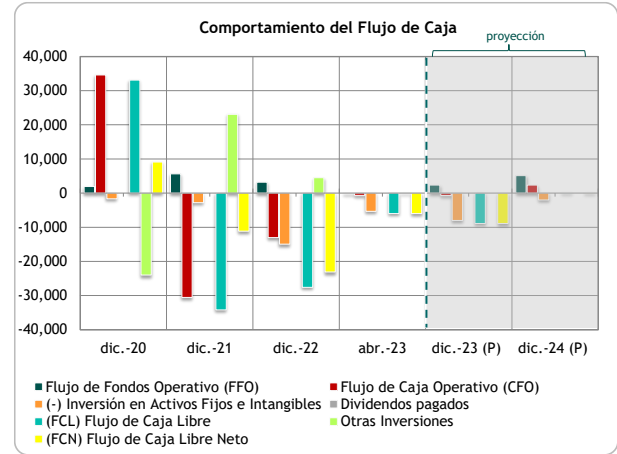
Por lo mencionado, se considera que la calidad de los activos del emisor es adecuada. La capacidad para ser liquidados, al ser en su mayoría de corto plazo y no perecibles (inventario), es también apropiada.

Lo que corresponde a la estructura de financiamiento, el pasivo operativo proviene de proveedores. 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



Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BWR.

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 2022 la generación de flujo de caja operativo fue negativa, pero en menor nivel que en 2021, año en el que se incrementaron significativamente el precio del inventario.

Durante 2022 Fertisa Agif obtuvo líneas directas de crédito con sus proveedores internacionales. Sin embargo, debido a la coyuntura externa los días de financiamiento promedio no se han regularizado a los niveles previos al conflicto bélico. La administración espera que la situación se regularice hasta 2024 de manera paulatina.

Con respecto a las inversiones en CAPEX, Fertisa Agif invirtió en 2022 USD 14.94MM en 2022, USD 4,84MM menos de lo previsto en las proyecciones enviadas el seguimiento pasado. El motivo de esta diferencia se debe a la prolongación del plazo de inversión de ciertos proyectos menores bajo una perspectiva de cautela sobre el flujo de la compañía dada la coyuntura del mercado. Según las proyecciones actualizadas provistas por el emisor, en 2023 se estima invertir USD 8.0MM, monto que casi en su totalidad corresponde a las siguientes fases de su nueva planta en Durán, que según la planificación de la empresa debería estar operativa en su totalidad el primer trimestre de 2024.

El flujo de caja libre (FCL) de 2022 fue negativo en USD 27.6MM. Los principales factores que influenciaron en este comportamiento fueron: significativo incremento en el costo de los inventarios de materia prima, menor

financiamiento de proveedores (161 días vs. un promedio histórico de 217); mayor financiamiento en sus cuentas por cobrar; y, finalmente la inversión de activo fijo por USD 14.94MM. Esto fue cubierto principalmente con la utilización de excedentes de años anteriores y financiamiento externo (endeudamiento).

A abril-2023 el FCL es negativo en USD 6.0MM por un CFO negativo a causa de la contracción de las ventas y el margen bruto antes explicadas, un crecimiento en cuentas por cobrar no acompañado del crecimiento del negocio (ventas caen en 6% interanual), y la ejecución de inversiones en CAPEX por USD 5.3MM relacionadas a la planta, monto que representa el 66.7% de lo planificado para todo el año. Hasta el fin de 2023, esperamos que el FCL se ubique entre USD -5.3MM y USD -8.9MM por el incremento del CAPEX, y necesidades de capital de trabajo que pueden fluctuar en función de los efectos del fenómeno del niño en el negocio de sus clientes. En 2022 el emisor incrementó la deuda financiera a través de un crédito del exterior a largo plazo y logró cerrar el año con inversiones temporales por USD 10.6MM, que han servido para cubrir las necesidades de financiamiento de este año. Por este motivo, no se espera un crecimiento de la deuda financiera en términos absolutos hasta fines de año.

El incremento del endeudamiento junto con la contracción interanual del EBITDA de 31% en 2022 hizo que la razón entre estos dos indicadores se elevara a 8.01 veces (1.1 veces en 2021), valor que refleja un elevado nivel de endeudamiento. Este indicador fue superior al esperado en las proyecciones presentadas por el emisor en aproximadamente 2 veces. Paralelamente, el emisor ha reestructurado su deuda a largo plazo.

A la fecha de corte, la deuda financiera total de Fertisa Agif crece en USD 2.65MM desde diciembre-2022 y en USD 16.78MM en comparación al mismo periodo de 2022. A consecuencia de sus mayores niveles de deuda y junto con una generación menor, la relación de deuda financiera para EBITDA se ubica en 23.03 veces (17 veces neta de fondos disponibles), lo que se considera considerablemente elevado. Cabe destacar que, la deuda a corto plazo (USD 17.84MM) que incluye el programa de papel comercial, tiene vencimiento hasta julio-2023. La administración nos ha informado, que los montos de créditos tomados a corto plazo van a ir disminuyendo en línea de que se vayan reactivando condiciones de crédito con proveedores que se tenían previo al conflicto Rusia Ucrania. De manera subsecuente, el emisor informa que a junio-2023 se ha cancelado la totalidad del saldo de papel comercial emitido y la demás deuda de corto plazo que se encuentra vigente está provisionada y se pagará sin

inconveniente. Si bien se espera requerir menor financiamiento hasta finales de 2023 (USD 39.86MM), esperamos que el indicador mencionado no baje de las 7.4 veces.

La deuda financiera de Fertisa Agif se concentra en 57% en el largo plazo y de esta el 75% corresponde a deuda contraída con un banco del exterior. 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 estos créditos, hemos realizado un análisis del endeudamiento financiero y su relación con el EBITDA sin el efecto de la deuda de largo plazo en 2023 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 menos presionado de flexibilidad financiera, con un indicador de 3.79 veces de deuda financiera amortizable neta para el EBITDA, y que se ajustaría a niveles cercanos a dos veces hasta fin de año. El gráfico siguiente refleja los resultados del análisis mencionado.

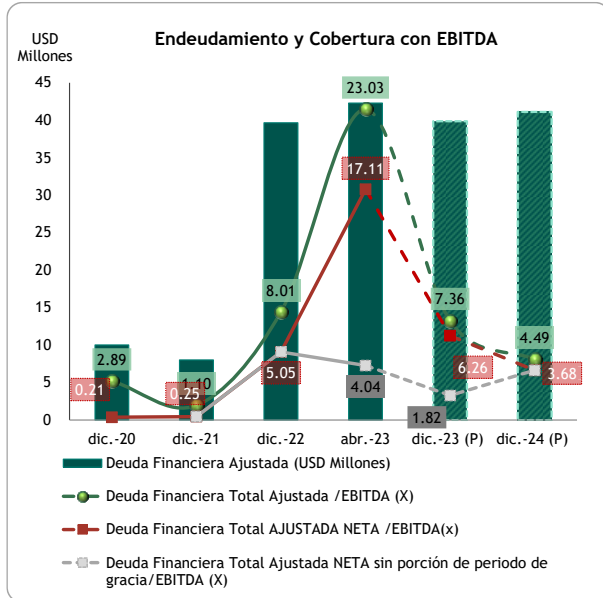
Adicionalmente, otros mitigantes para el riesgo de endeudamiento son la sólida posición de Fertisa Agif en el mercado, el respaldo del grupo al que pertenece, así como la relación con proveedores y clientes. La estructura anual de pagos de la deuda financiera total hasta el año 2029 de Fertisa Agif a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

Año	Amortización anual de deuda financiera
2023	17,838
2024	1,725
2025	3,450
2026	3,450
2027	3,450
2028	3,450
2029	6,600
Total	39,963

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 es reducido, 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. Se considera favorable que la deuda a largo plazo se amortiza posterior al

vencimiento del programa como ya se mencionó y a que la amortización del corto plazo está por cumplirse en un 100% según informó la administración.

Gráfico 7

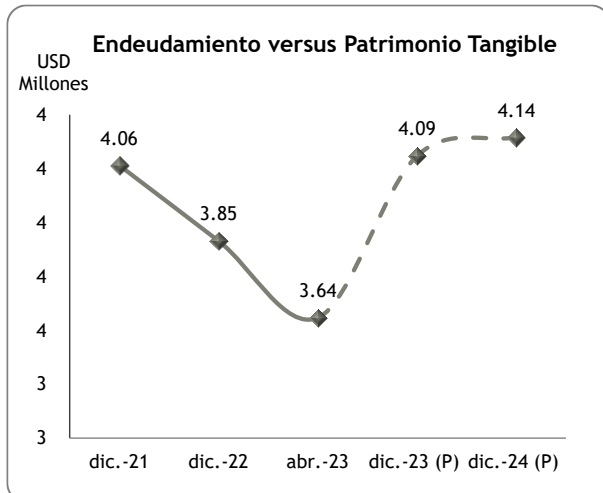


Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.
Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BWR.

El programa de papel comercial analizado en este informe se destinó para cubrir sus necesidades estacionales de capital de trabajo. Por su parte, para los requerimientos de inversión de largo plazo, se financió por medio del sistema bancario. Esperamos que el nivel de endeudamiento neto con relación al EBITDA tienda a disminuir hasta el vencimiento de la emisión analizada (ene-2024) conforme se explicó previamente.

Con respecto a la relación entre deuda financiera y el patrimonio tangible, esta se ubica a la fecha de corte en 3.64. Se espera que a finales de 2023 y en 2024 la relación no varíe significativamente.

Gráfico 8



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

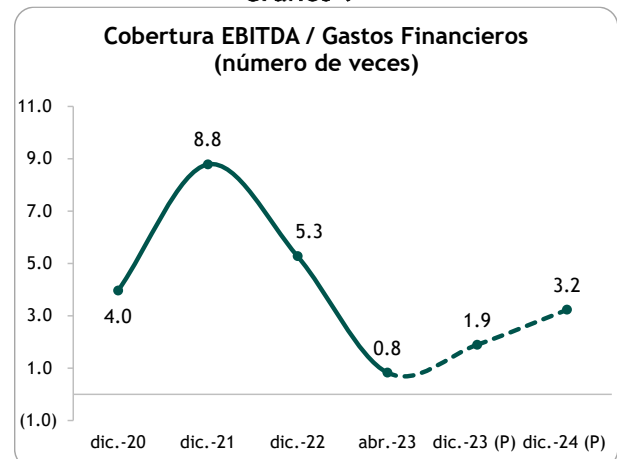
Cabe indicar que el patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio contable las cuentas por cobrar no comerciales a compañías relacionadas, activos intangibles, activos no corrientes por impuestos diferidos y otras cuentas que la calificadora estima de difícil recuperación en un escenario de liquidación.

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 inicios de 2022, han permitido que históricamente se mantenga una cobertura holgada de los gastos financieros.

Pese al incremento proyectado de la deuda financiera, no esperamos que sea mayor a los niveles actuales. Se espera que la cobertura del gasto financiero con el EBITDA alcance cerca de las 2 veces en 2023 y muestre una tendencia a mejorar en 2024 gracias a la recuperación de la generación operativa.

Gráfico 9



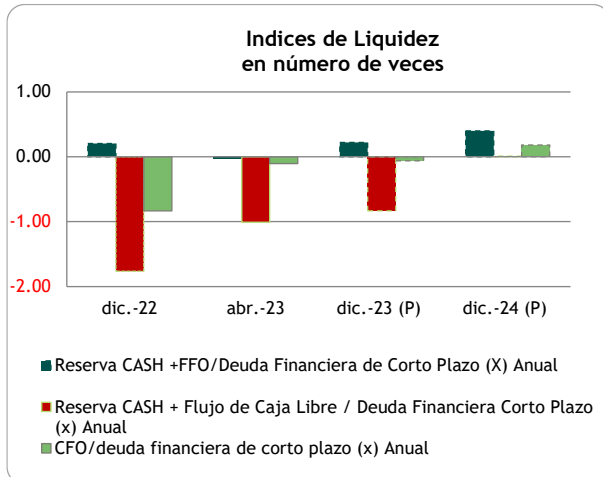
Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.
Fuente: FERTISA AGIF C.L. Elaboración: BWR.

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 durante 2023. Adicionalmente, la empresa provisiona con anticipación liquidez suficiente para cancelar obligaciones próximas y mantiene inversiones de corto plazo en estos escenarios (abril-2023: USD 10.87MM de fondos disponibles).

A continuación, se visualiza lo explicado en párrafos anteriores respecto a la necesidad de financiamiento que mantuvo el emisor en 2022, y se sigue evidenciando en abril-2023 hasta finales de año. 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 de su grupo empresarial, 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.

Gráfico 10



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

A la fecha de corte, la compañía dispone de con líneas de crédito por USD 133.5MM, de las cuales el 25% son líneas de crédito aprobadas directamente para la compañía y el 75% están aprobadas para el grupo económico. Las líneas de crédito de la compañía se encuentran utilizadas en su totalidad y de las del grupo el 30.8% está disponible. 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	abr.-23
Activo Ajustado (USD M)	141,021
Activo Total (USD M)	143,168

abr.-23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	4,068	4,068	34.66
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	24,197	28,266	4.99
3era	Deuda sin garantía específica de balance	80,827	109,093	1.29
TOTAL		109,093	109,093	1.29

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 1.29 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. A la fecha de corte, Fertisa confirma que la relación es de 1.31.
- 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 13.15.

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 el 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 1.5 (el valor de este indicador fue aprobado en diciembre-2022 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. En diciembre-2022 este indicador fue de 1.15 y en abril-2023 de 1.24.

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 autorizado del programa representa el 29.4% del patrimonio a la fecha de corte, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

A abril-2023 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 en el mercado secundario de este instrumento en el semestre de la fecha de corte (noviembre-2022 a abril-2023).

De manera subsecuente, se destaca que la administración de Fertisa Agif CL nos ha informado que a junio-2023 han cancelado sin inconvenientes los valores que se encontraban colocados en el mercado y no han emitido nuevamente. Al vencer el programa de papel comercial en enero-2024, no se descarta que, en caso de necesitarlo, Fertisa Agif podría colocar emisiones en el mercado nuevamente hasta dicha fecha de cancelación.

FERTISA AGIF C.L.						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	abr.-23	dic.-23	dic.-24
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	7,493	9,303	6,154	14,679	10,872	6,000	7,400
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,851	20,198	31,303	34,620	38,484	37,475	41,098
Inventarios	28,940	37,324	73,338	63,148	43,791	78,361	85,010
Activos fijos	6,220	7,338	9,347	23,830	29,023	31,282	32,220
Otros Activos	14,596	41,539	20,926	22,134	20,998	16,755	19,598
Total Activos	81,100	115,702	141,068	158,411	143,168	169,873	185,326
Cuentas por Pagar Proveedores	35,296	75,166	89,214	72,940	55,622	81,626	91,627
Deuda Financiera Total	17,293	10,015	8,013	39,649	42,295	39,857	41,109
Deuda Financiera Corto Plazo	3,718	415	13	15,649	18,295	10,657	12,834
Deuda Financiera Largo Plazo	13,575	9,600	8,000	24,000	24,000	29,200	28,275
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	10,835	12,053	12,105	11,443	11,176	13,436	14,879
Total Pasivos	63,424	97,234	109,332	124,032	109,093	134,918	147,616
Patrimonio	17,676	18,468	31,736	34,379	34,075	34,955	37,711
Resumen de Resultados							
Ventas	52,585	120,844	156,330	185,333	64,971	188,669	207,536
Costo de ventas	(45,272)	(102,161)	(131,296)	(163,556)	(58,849)	(167,916)	(183,255)
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(6,661)	(16,190)	(18,950)	(17,310)	(5,890)	(16,915)	(17,321)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	652	2,493	6,084	4,468	232	3,839	6,961
Ingresos y gastos no operativos neto	343	104	-183	457	-37	-209	-190
Gasto Financiero del período	(419)	(1,065)	(934)	(1,312)	(740)	(2,862)	(2,834)
Impuesto a la renta	-244.00	-538.00	-1,513.23	-964.94	-	(192)	(1,181)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	332	994	3,454	2,648	-545	576	2,756
Otros resultados integrales	407	-202	-186	-5	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	739	792	3,268	2,643	-545	576	2,756
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	975	3,468	7,299	4,947	612	5,412	9,149
(-) Gasto Financiero del período (sin gasto de pasivo de arriendo)	-419	-876	-831	-938	-740	-2,862	-2,834
(-) Impuesto a la renta del período	-302	-657	-1,569	-793	0	-192	-1,181
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	254	1,935	4,899	3,216	-128	2,358	5,134
(-) Variación Capital de Trabajo	0	32,674	-36,196	-16,242	-955	-3,035	-2,796
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	254	34,609	-31,297	-13,026	-1,083	-677	2,338
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	852	1,462	732	457	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-509	-1,358	-915	0	-37	-209	-190
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	68	66	-105	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-1,697	-2,797	-14,938	-5,338	-8,000	-2,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	597	33,084	-34,212	-27,612	-6,458	-8,886	148
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	0	-7,278	-2,002	31,636	2,646	208	1,252
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-23,996	23,065	4,500	5	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	10,000	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	597	1,810	-3,148	8,524	-3,807	-8,679	1,400
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7,493	9,303	6,154	14,679	10,872	6,000	7,400
Indicadores							
Patrimonio Tangible	8,748	1,898	26,937	32,231	30,011	33,025	35,681
% crecimiento en ingresos operativos	0.0%	129.8%	29.4%	18.6%	-6.2%	1.8%	10.0%
MARGEN EBIT (%)	1.2%	2.1%	3.9%	2.4%	0.4%	2.0%	3.4%
MARGEN EBITDA (%)	1.9%	2.9%	4.7%	2.7%	0.9%	2.9%	4.4%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	1.61	3.21	6.90	4.43	0.83	1.82	2.81
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	2.33	3.96	8.78	5.28	0.83	1.89	3.23
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.33	3.96	8.78	5.28	0.83	1.89	3.23
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)*	8.87	2.89	1.10	8.01	23.03	7.36	4.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA OPERATIVO(x)*	5.03	0.21	0.25	5.05	17.11	6.26	3.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	35%	20%	54%	55%	53%	52%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) *	0.14	4.66	384.41	0.21	-0.02	0.22	0.40
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) *	0.14	83.40	-2,456	-0.83	-0.18	-0.06	0.18
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	-2,685	-1.76	-1.06	-0.83	0.01
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	-1.48	-1.06	-0.83	0.01

* Indicador anualizado para periodos interinos

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 disseminación 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 2023.