

Ecuador
Papel Comercial
Calificación inicial

Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Calificación

Tipo Instrumento	Calificación Actual	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AAA	NR

Perspectiva: Estable

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

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

NR: No registra cambio de calificación.

Definición de Calificación:

La categoría AAA 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-2020 ADELCA	dic-2021 ADELCA	jun-2022 ADELCA
Activos	453.7	435.4	476.3
Ventas	218.2	369.6	166.7
Margen EBITDA (%)	15.62%	18.82%	19.75%
ROE (%) *	3.46%	12.87%	12.83%
Deuda / capitalización (%)	49.41%	36.35%	36.65%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.76	4.49	-0.53
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	2.28	1.96	-1.65
Deuda Financiera Total Ajustada	5.80	1.78	1.97
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	10.29	2.55	2.84

* Indicador anualizado para jun-2022
Fuente: ADELCA Elaboración BWR

Contactos:

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

Esteban Lopez
(5932) 226 9767 ext. 112
elopez@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AAA" al Segundo Programa de Papel Comercial de Acería del Ecuador C.A. ADELCA analizada en este informe. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago de los valores en los términos y condiciones del programa calificado y demás compromisos financieros de la empresa, adicionalmente se considera el corto plazo de los títulos que se emitirán a través del programa.

Industria estratégica para el desarrollo del país, bajo un entorno económico desfavorable. ADELCA pertenece al sector metalmecánico que se encuentra directamente relacionado con el sector de la construcción. Las perspectivas de crecimiento de este último son ajustadas para los próximos años; el bajo crecimiento proyectado, menor inversión pública, coyuntura política y un menor empleo adecuado podría afectar la demanda de vivienda. El riesgo del negocio se encuentra mitigado por el posicionamiento del emisor en el mercado y su bajo endeudamiento.

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: ADELCA es una empresa líder del mercado nacional de acero. La industria presenta altas barreras de entrada por tratarse de un segmento de uso intensivo de capital.

Generación operativa volátil y sensible al precio del acero: El acero, principal materia prima dentro de la industria, ha mostrado fluctuaciones importantes en los últimos años. El riesgo del incremento de precios de las materias primas en la generación de ADELCA se ha limitado históricamente gracias a la posibilidad de transferir dichos precios al mercado.

Endeudamiento bajo con estructura orientada hacia el largo plazo: La estructura de endeudamiento de ADELCA desde hace tres años sufrió un cambio en su distribución hacia el largo plazo, lo que le permite una mantener una importante flexibilidad financiera.

Riesgo de liquidez mitigado: Frente a un entorno de menor liquidez en el sector financiero local y en la economía en general, ADELCA mitiga parcialmente el riesgo de refinanciamiento gracias a su imagen dentro del sistema financiero, el acceso a líneas de crédito tanto locales como del exterior, la diversificación de su fondeo con mercado de valores y la estructura de plazos de su deuda financiera. Al corte de este informe el emisor ya ha adquirido la mayoría del financiamiento que requerirá en el año 2022 por lo cual no se esperan nuevos requerimientos de liquidez significativos en dicho periodo.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la expectativa de que se mantengan bajos los niveles de deuda financiera y que se continúe utilizando una estructura de deuda que privilegie el largo plazo. La calificación podría verse afectada en la medida en que, debido a factores externos o a decisiones de la empresa, no se cumplieran estas perspectivas.

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

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

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

Segundo programa de Papel Comercial	
Emisor:	Acería Del Ecuador C.A. - ADELCA
Nro. Seguimiento	Calificación inicial
Monto del Programa	USD 20,000,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de Emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para Capital de Trabajo específicamente pago a proveedores
Calificadora de Riesgos	Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

El Segundo Programa de Papel Comercial no contempla procedimientos de rescates anticipados.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El primer año de pandemia fue extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su

deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

Ecuador había sido apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales de 2021, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones¹, que se espera generen 130 mil empleos directos vinculadas a varios sectores productivos² en diferentes provincias del país. Se ha anunciado por parte del gobierno que, el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud³. El gobierno central ratifica su compromiso con la atracción e incentivo de inversión privada local y extranjera.

Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel. Respecto a las negociaciones con México, el 27 de mayo se realizó la ronda final del acuerdo comercial con resultados inconclusos, se esperaba el cierre de las negociaciones técnicas, pero según el ministro de Producción, Comercio Exterior y Pesca, el proceso de negociación continúa⁴. Se mantendría pendiente el acceso al mercado mexicano de los productos estrella de Ecuador, que son camarón, atún y banano.

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

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en

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

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

³ Primicias: Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

⁴ Primicias: Negociación comercial con México se dilata: hay tres productos polémicos - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negociacion-mexico-dilata-tres-productos-polemicos/>

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

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19⁵. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalan un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero que todavía no consigue sus niveles prepandemia. En comparación al último trimestre de 2021, según un comunicado del BCE, la economía en el primer trimestre de 2022 ha crecido en 0.4%, cifra alentadora considerando que los últimos meses del año son los de mayor actividad económica⁶.

El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8% en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente⁷. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 son más conservadoras que las últimas publicadas por Banco Mundial en abril-2022, que proyecta un crecimiento de 4.3% en 2022 y 3.1% en 2023⁹. Según estas perspectivas, el país será el cuarto de mayor crecimiento en la región¹⁰. Si bien se esperaba una mejora de la estimación inicial, luego del paro nacional el Banco Central no realizó dicho ajuste, hasta poder estimar el impacto completo de este hecho en la economía ecuatoriana. A la fecha de elaboración de este análisis, no han existido variaciones en las proyecciones del BCE relacionadas a los impactos del paro nacional.

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

Indicador	2020	2021	2021.1	2022.1
Producto Interno Bruto (PIB)	-7.79%	4.24%	-4.07%	3.75%
Exportaciones	-5.40%	-0.13%	-7.04%	-0.40%
Importaciones	-13.84%	13.25%	-2.19%	8.09%
Consumo final Hogares	-8.20%	10.22%	2.00%	6.73%
Consumo final Gobierno	-5.07%	-1.69%	-9.81%	6.51%
Formación Bruta de Capital Fijo	-19.03%	4.33%	-5.63%	3.96%

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

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

En 2022, se espera que las industrias lideren el crecimiento sean la manufacturera (3.1%), construcción (2.9%) y actividades financieras (2.8%). Con las cifras actualizadas al primer trimestre, las industrias que lideran el crecimiento en su valor agregado son: acuicultura y pesca de camarón (28.5%); alojamiento y servicios de comida (8.6%); suministro de agua y electricidad (8.4%); comercio (7.1%) y transporte (6.5%).

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

⁵ BCE - CTASTRIM 119

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

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

⁸ El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos

aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

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

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

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

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

Por otro lado, el precio del petróleo se mantiene en niveles superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, aunque fluctuantes debido a la probabilidad de que el incremento de tasas de interés en Estados Unidos tenga impacto negativo en la actividad económica y por tanto en su demanda. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocan también un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina *Súper* se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales¹¹.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)¹². De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos mineros en Bolívar y Azuay¹³.

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. En septiembre 2021 se anunció un

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

Adicionalmente en el mes de marzo-2022, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento¹⁴. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el BM aprobó un crédito por USD 200 millones para el país¹⁵. Este financiamiento será destinado a la estrategia Ecuador Crece sin Desnutrición, que tiene como eje central la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños entre 45 días de nacidos hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

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

Al mismo tiempo, los precios del petróleo, gas natural y metales han presentado crecimiento sostenido desde inicios del conflicto; los "commodities" agrícolas que dependen de estos insumos también han mostrado picos en sus precios y se espera que los precios del sector industrial igualmente presenten incrementos. Si bien los exportadores de estos productos han aprovechado de los precios altos, este suceso trae consigo altos niveles inflacionarios a nivel general, afectado la cadena global de suministro, que ya viene enfrentando una crisis por la pandemia. Ucrania y Rusia representan el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 16% de maíz y el 56% del aceite de girasol; al ser proveedores clave de estos alimentos que sirven de insumo para varias industrias alimenticias, la guerra presenta una amenaza para el abastecimiento, así

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

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

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

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

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

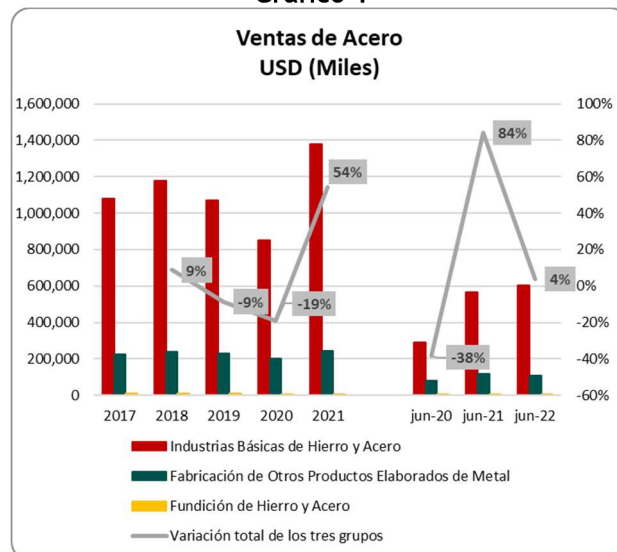
como para los precios que se encuentran escalando sustancialmente. Los precios de los sustitutos como el aceite de palma también enfrentan un incremento pronunciado. Rusia por su parte también es productor de componentes de fertilizantes, por lo que los precios de estos también se han elevado. Los temas mencionados afectan de manera importante a la producción agrícola y a la industria alimenticia mundial y nacional.

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

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, con un 11.88% del PIB nacional a precios constantes durante el año 2021. Esto representa un incremento del 3.09% con respecto al año precedente. Durante el año 2020 se dieron variaciones negativas interanuales en las ramas de fabricación de equipos de transporte (-35.3%), producción de madera y sus productos (-19.5%) y producción de minerales no metálicos (-19.2%). En el primer trimestre del 2022 el PIB de esta industria reportó un crecimiento interanual de 1.05%, 2.7pp inferior al crecimiento del PIB nacional.

El sector manufacturero se subdivide en 22 ramas dependiendo de la naturaleza de la actividad, el análisis se centra en la rama *fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal*, que a diciembre-2020 representó el 6.3% del total de los ingresos de la industria. Este sector es importante para la economía ecuatoriana ya que contribuye como insumo a otras industrias (construcción, farmacéutica, minería, química, textil, agroindustria y transporte), además es una significativa fuente de empleo. Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector siderúrgico y metalmecánico genera 98,822 empleos directos y 400,000 empleos indirectos, además el negocio de la chatarra mediante más de 800 proveedores formales beneficia a más 10 mil familias¹⁶.

Gráfico 1



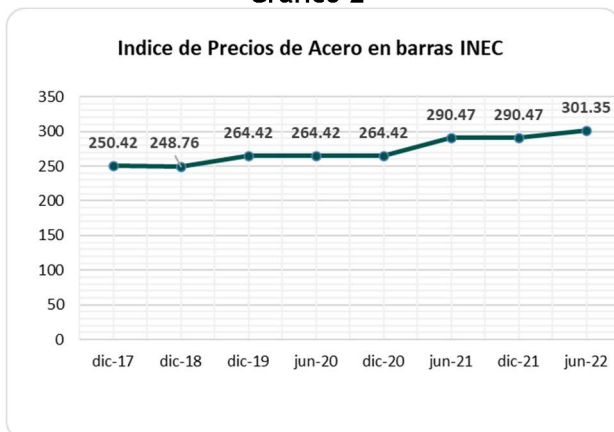
Fuente: SRI
Elaboración: BWR

Entre las principales actividades del sector metalmeccánico se encuentran la fabricación de ángulos, perfiles, secciones abiertas de acero laminadas en caliente, la elaboración de varillas, barras, secciones sólidas laminadas de hierro y acero en caliente, la fabricación de semiconductores y procesadores eléctricos, artículos de alambre, las aleaciones de diversos materiales y las actividades de forja, estampado, prensado y laminado.

Las ventas en dólares de los productos de acero a diciembre del 2020 cayeron en 19% respecto al año anterior debido a las medidas de confinamiento por la pandemia COVID-19 que supuso una presión en este sector. Al cierre del año 2021 el sector reflejó una importante recuperación interanual del 54% (crecimiento del 25% si se lo compara con el 2019). Para junio 2022 se observa una estabilización en el crecimiento de las ventas, las cuales crecieron en un 4% con respecto a junio 2021.

¹⁶ <https://fedimetal.com.ec/estadisticas/>

Gráfico 2



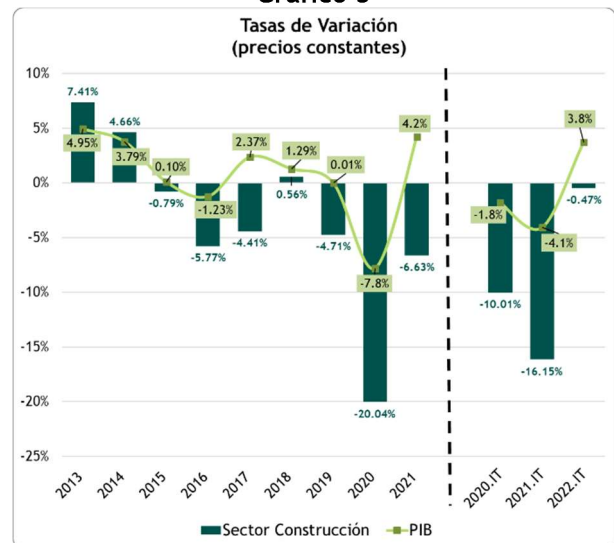
Fuente: INEC
Elaboración: BWR

El incremento de Índice de Precios del acero, que de acuerdo con información reportada por el INEC a diciembre 2021 fue de 9.85%¹⁷, explica la mejora de las ventas en dólares reportada. Adicionalmente a junio 2022 se sigue observando un incremento del 4% en el precio del acero.

Como se mencionó anteriormente el sector de la construcción es beneficiario de la industria metalmeccánica y según el director general de Fedimetal, entre el 65% y 70% de la producción metálica es destinado al sector de la construcción, tanto en el ámbito estructural como en la parte estética.

El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse. Este sector registró una tendencia decreciente en el aporte al PIB desde el año 2015 hasta el 2017. En 2018, se observó una ligera recuperación de 0.56%, en el 2019 volvió nuevamente a contraerse un 4.71%, presentó una contracción del 20.04% durante el 2020, a diciembre 2021 se observa una caída del 6.63% y con datos al primer trimestre del año 2022 observamos una estabilización con una caída del 0.47% con respecto al primer trimestre del año 2021. Adicionalmente al cierre del año se espera que el aporte al PIB de este sector vuelva a presentar un crecimiento moderado.

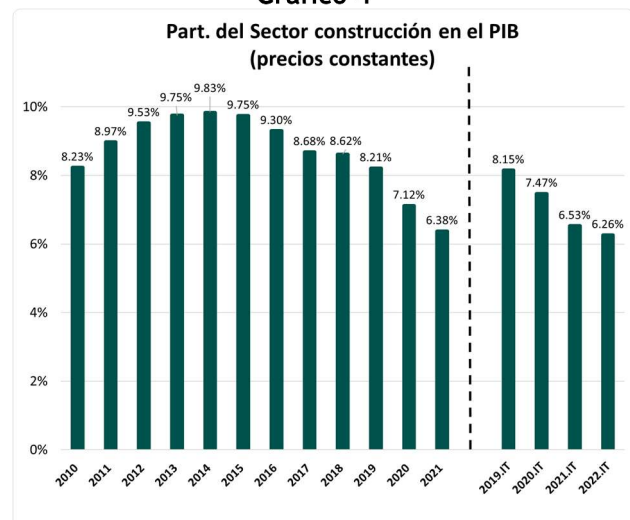
Gráfico 3



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El sector de la construcción representó durante el primer trimestre del 2022 el 6.26% del PIB ecuatoriano y ocupa el noveno lugar entre las industrias más representativas del país. No obstante, durante este mismo periodo, el sector presentó una contracción del 0.47% con respecto al mismo periodo del año 2021.

Gráfico 4



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

Es importante mencionar que a inicios del año 2022 la aprobación de la Ley Orgánica de Viviendas de Interés Social contribuirá a reducir el déficit habitacional en Ecuador, que según datos del MIDUVI asciende a 2.7 millones ¹⁸, adicionalmente, el BIESS por su lado ha anunciado

¹⁷ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion-ipco-2/>

¹⁸ <https://www.vistazo.com/enfoque/con-iniciativas-y-proyectos-se-dinamiza-la-vivienda-de-interes-social-KB2164972>

la colocación de 752.4 millones¹⁹ en créditos hipotecarios para el 2022. Adicionalmente según previsiones del Banco Central el sector de la construcción crecerá un 2.9% en comparación con el año 2021, esto como consecuencia de los proyectos inmobiliarios residenciales y comerciales que actualmente están desarrollando varias empresas inmobiliarias²⁰. Cabe mencionar que debido a la coyuntura política y su impacto en el nivel de confianza de los agentes económicos este crecimiento podría verse afectado en el corto y mediano plazo.

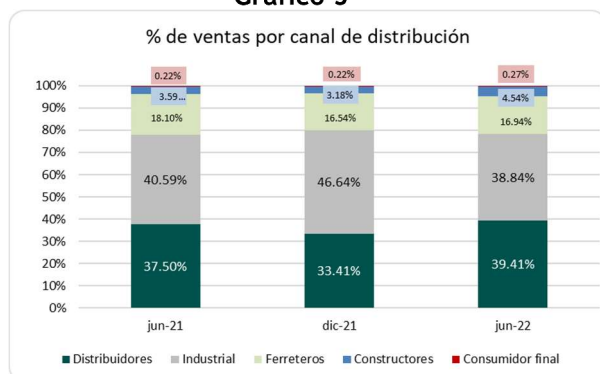
El sector muestra el desafío de reactivarse tomando en consideración la reducción de la inversión en infraestructura pública, el deterioro del entorno operativo, el desempleo y la evolución de la pandemia.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Acería del Ecuador C.A. ADELCA es una compañía líder en el mercado del acero ecuatoriano y pionera en el reciclaje y fabricación de acero en el país. Su principal actividad es la fabricación e industrialización de acero estructural, acero en varillas, perfiles, pletinas, entre otros productos de acero y la importación y exportación de bienes y servicios relacionadas a su actividad. La Compañía maneja nueve oficinas de venta a nivel nacional y dos plantas ubicadas en Alóag y Milagro.

La Compañía mantiene sus ventas diversificadas en diferentes canales de distribución, el principal a junio 2022 fue el canal de distribuidores con un 54.19% de participación en el total de ventas, seguido de ventas a centros ferreteros con una participación de 20.50 % y en tercer lugar comuna participación del 14.63% están las ventas industriales.

Gráfico 5



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ADELCA fue fundada en 1963 con orientación hacia la producción de varillas de acero para la construcción. En 2008, inició la fabricación de palanquilla basada en el reciclaje de chatarra. En 2014, la Compañía decidió invertir en una nueva planta en Milagro que fue financiada mediante recursos propios y un préstamo por USD 79MM con el Banco Interamericano de Desarrollo BID y la Corporación Interamericana de Inversiones CII. Este proyecto incluía dos fases: la planta de producción de laminados y la planta de fundición. En julio-2017, se concluyó la construcción y el montaje de la sección de la planta de laminados mientras que la planta de fundición inició sus operaciones en enero-2019.

Las plantas fundidoras son esenciales para reducir costos y sostener los márgenes, al mismo tiempo permiten reducir la dependencia en proveedores de palanquilla, que se utiliza principalmente para su línea de laminados. El manejo de costos en la industria es crítico ya que la competencia limita los precios.

A la fecha de corte de información de este reporte, 1,191 personas trabajan en la empresa, lo que la convierte en uno de los mayores empleadores locales. A continuación, se aprecia el desglose del personal según su función.

Dirección	36
Administrativos	285
Operativos	823
Comercial	47
Total	1,191

ADELCA no ha tenido problemas laborales materiales y tampoco tiene sindicato. Dentro de la empresa, se encuentra conformada la Asociación Profesional de Trabajadores de Adelca (APTA), que recibe el aporte voluntario del 1% del sueldo de los colaboradores y brinda beneficios a sus afiliados. ADELCA asesora a esta asociación en temas financieros y Administrativos.

Las plantas de producción de ADELCA ubicadas en Alóag y Milagro se dedican a la fabricación de laminados y fundición de acero. La planta ubicada Alóag cuenta con una capacidad instalada anual de 300 mil toneladas métricas de laminados y 300 mil toneladas métricas para fundición. Por otro lado, la planta ubicada en Milagro cuenta con una capacidad instalada anual de 400 mil TM para laminados y 400 mil TM para fundición de acero. A raíz de la pandemia, la Compañía tomó la decisión de que el proceso de fundición se concentre en la

¹⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/biess-crecimiento-entrega-creditos.html>

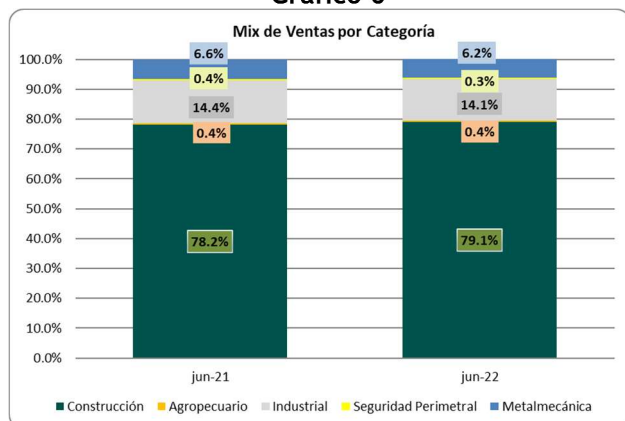
²⁰ <https://www.vistazo.com/enfoque/la-prevision-de-crecimiento-del-sector-de-la-construccion-se-fortalece-AX2404417>

planta de Milagro dado que es una planta más moderna. La capacidad utilizada de las plantas de ADELCA esta alrededor del 50% dependiendo del mix de producción con una concentración de la producción en las plantas de Milagro donde su utilización es significativamente mayor.

ADELCA utiliza tecnología moderna que les permite ofrecer productos de calidad. Cuenta con la certificación ISO 9001:2015 - Sistema de Gestión de Calidad y sus productos cuentan con sellos de calidad INEN con el fin de asegurar su calidad en el corto plazo.

El emisor comercializa sus productos en cuatro categorías, dentro de las cuales la construcción es la de mayor importancia, seguida por el sector industrial y el metalmecánico. Juntas suman el 99.4% de los ingresos a la fecha de corte.

Gráfico 6



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

Dentro de estos sectores, la Compañía maneja distintas líneas. La más importante es la de laminados, que incluye la producción y comercialización de varillas de construcción (recta y figurada), perfiles (ángulos, barras, pletinas y tees) y alambroc. Otra línea importante es la fabricación y venta de trefilados, tales como alambres de púas, clavos, grapas, mallas sismo resistentes electrosoldadas, de cerramiento, de tumbado, varillas trefiladas, vigas y viguetas.

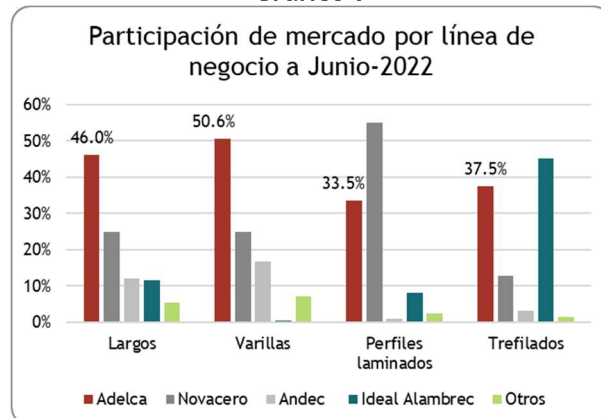
La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de esta. ADELCA consume aproximadamente el 50% de la chatarra a nivel nacional y la consigue a través del mercado local de chatarra y desguace de barcos e importaciones²¹.

Además de ser la principal fuente de materia prima, el reciclaje de chatarra ha solidificado la imagen de Acería del Ecuador C.A. ADELCA como una empresa socialmente responsable y que se ha convertido en el principal reciclador. ADELCA compra barcos viejos y/o inservibles para el reciclaje de chatarra, estrategia exitosa ya que es un proceso de obtención de chatarra de buena calidad a un bajo costo. Desde el 2014 tienen un dique que le permite desguazar barcos. ADELCA cuenta con varios puntos de acopio de chatarra en el país con la finalidad de brindar mayor facilidad logística. También, cuenta con el “Club de Recicladores” con el objetivo de fidelizar y formalizar a los proveedores de chatarra.

La diversificación de clientes es una fortaleza de la empresa. A junio-2022, solamente el 21% de las ventas se concentran en clientes con participación mayor a la del 3%. No obstante, como se mencionó en párrafos anteriores, el total de las ventas de producto terminado se dan a nivel local y por lo tanto mantiene alta dependencia de la economía nacional.

El emisor es líder en su principal línea de negocio (varillas), también lidera en la venta de productos largos de acero y ocupa el segundo lugar en las líneas de perfiles laminados y trefilados.

Gráfico 7



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ESTRUCTURA DEL GRUPO- ADELCA

Acería del Ecuador C.A. - ADELCA mantiene la subsidiaria Provmética S.A., con una participación del 99.98%. La subsidiaria tiene como objeto la venta al por mayor y menor de materiales reciclables, y desde el año 2009 no ha mantenido operación por lo que no es generadora de ingresos. Según las notas a los estados financieros del año 2021 los accionistas de la

²¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/el-rentable-negocio-de-la-chatarra-400-millones-desde-2015-nota/>

Compañía mantienen un plan de ventas en el único inmueble de su propiedad ubicado en Santo Domingo de los Tsáchilas y evaluará las mejores opciones del mercado.

ADELCA mantiene relaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas en diversos países de Centro América (principalmente Nicaragua y Costa Rica) cuya actividad principal es comprar chatarra y venderle al emisor.

Adicionalmente, por vinculación accionarial ADELCA pertenece de acuerdo con el Servicio de Rentas Internas (SRI) al grupo económico del mismo nombre, conformado por las empresas KUBIEC, Durallanta, Francelana, Cavstates y Direcacero, con las cuales no consolida. Hay que mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias.

ACCIONISTAS Y SOPORTE- ADELCA

A junio 2022 el patrimonio de ADELCA es de USD 224.34MM, y de este el 32% corresponde a capital social. La estructura accionarial de la empresa indirectamente refleja su origen familiar, y su estructura está distribuida de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
ELERAYNA BAY LLC	Estados Unidos	13,318	18.37%
HARD STEEL, LLC	Estados Unidos	13,107	18.08%
BASIC MATERIAL INVESTMENTS LLC	Estados Unidos	12,339	17.02%
SINGLETARY HOLDINGS	Estados Unidos	12,339	17.02%
FIDEICOMISO TENENTES	Ecuador	11,963	16.50%
OTROS MENORES AL 5%	Ecuador	9,435	13.01%
CAPITAL SOCIAL		72,500	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La estructura accionarial de ADELCA se encuentra dividida en 20 entidades de carácter jurídico y personas naturales. Los principales accionistas son de tipo jurídico, de los cuales los primeros cuatro son sociedades de responsabilidad limitada domiciliadas en Estados Unidos.

La Compañía cuenta con una política de pago de dividendos, en la cual se estableció que anualmente se repartirá alrededor del 25% de dividendos teniendo en cuenta factores económicos y futuras inversiones en CAPEX de la compañía, según los cuales este porcentaje puede variar. En el primer semestre del 2022 se realizó un pago de dividendos por USD 6.75MM a los accionistas, que corresponde al 25.4% de los resultados del año 2021.

Adicionalmente en el segundo semestre del año 2021 ADELCA recompró acciones de uno de sus

accionistas minoritarios por USD 435.5M. Esta recompra de acciones se realizará en los términos establecidos en el art. 192 de la ley de compañías que especifica que se deben únicamente emplear fondos de las utilidades líquidas de la compañía y que la adquisición no acarreará la disminución del capital suscrito de la compañía. A junio 2022 estas acciones todavía forman parte del patrimonio en la cuenta Acciones en tesorería.

La deuda financiera representa el 36.6% de la capitalización²² de la Compañía. La solidez patrimonial de la empresa demuestra el compromiso de los accionistas con la operación a largo plazo de la empresa.

GOBIERNO CORPORATIVO- ADELCA

Consideramos que los órganos administrativos de ADELCA, 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 administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante en el sector metalmecánico.

El órgano supremo para la gobernanza de ADELCA es la Junta General de Accionistas. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, este está compuesto por el presidente del Directorio, seis directores principales, un director alterno y un secretario corporativo.

El Directorio se reúne de manera bimensual y establece políticas y procesos que permiten ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la Compañía, así como otras disposiciones que permiten garantizar la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas. El Directorio aprueba, revisa y supervisa los planes estratégicos y financieros controlando resultados y riesgos; asegurando el cumplimiento de políticas y prácticas que incluyen los aspectos económico, social y ambiental.

El Presidente Ejecutivo es elegido por el Directorio por un periodo de cinco años y tiene como parte de sus funciones la representación legal de la Compañía, la administración a la Compañía y sus bienes, velar porque la Compañía cumpla con todas sus obligaciones legales, presentar anualmente un informe de su administración a la JGA y al Directorio, entre otras. El Presidente Ejecutivo tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector. Actualmente el Presidente Ejecutivo es la

²² Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

empresa Direcacero dirección de empresas del Acero S.A..

ADELCA cuenta también con un vicepresidente ejecutivo nombrado por el Directorio. El mismo es colaborador directo del Presidente Ejecutivo y tiene las mismas atribuciones que este. Si bien los estatutos consideran la existencia de dos vicepresidencias, actualmente esta posición la ocupa una sola persona que cuenta con amplia experiencia en la Compañía y el sector.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas de forma anual nombra un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales y son independientes de la Administración.

ADELCA mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, maquinaria, transporte pesado, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina e inventario con vigencia hasta noviembre 2022. Además, mantiene pólizas de fidelidad privada, transporte de dinero, transporte interno, cumplimiento de contrato y buen uso de anticipo.

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

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

La Compañía cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por el Vicepresidente Ejecutivo que se revisa periódicamente en el Directorio.

El plan estratégico de la Compañía considera el proyecto de optimización integral en todos los niveles de la organización, basado en la asesoría alemana explicada anteriormente y la mejora en la gestión del inventario. Debido al paro nacional de junio 2022 la empresa encargada de la consultoría no pudo realizar la última visita por lo que esta se realizara en el segundo semestre del año 2022.

En cuanto a la infraestructura informática, la Empresa utiliza varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de Acería del Ecuador C.A.-ADELCA, auditados por firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para 2021, y por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020. Dichos informes no contienen

observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte junio 2022.

Como se indicó anteriormente, ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetálica, con quien consolida. Por ello, se han analizado los estados financieros consolidados de Acería del Ecuador C.A. -ADELCA y Subsidiaria auditado por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020 y por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2021. Este informe no contiene observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

En el caso de Adelca no existen diferencias relevantes entre los estados financieros auditados individuales y los consolidados, por lo cual consideramos que sus estados financieros individuales reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

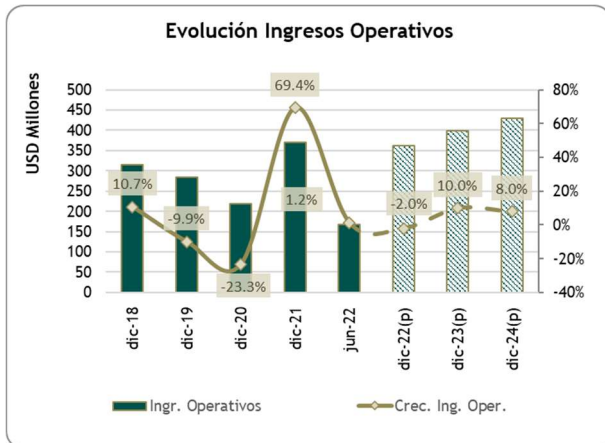
Hemos recibido por parte de ADELCA las proyecciones de los estados financieros para el año 2022-2024, que incorporan las expectativas sobre el crecimiento de las ventas, manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual de ADELCA, el cual mantiene la mayoría de los activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias- ADELCA

Los ingresos operativos de Acería del Ecuador C.A. muestran una correlación positiva con el crecimiento del sector de la construcción, dado que de los productos que vende la Compañía son insumos para esta industria, y también recogen el efecto de negocios estatales puntuales hasta 2018 que fueron de importancia.

Gráfico 8



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

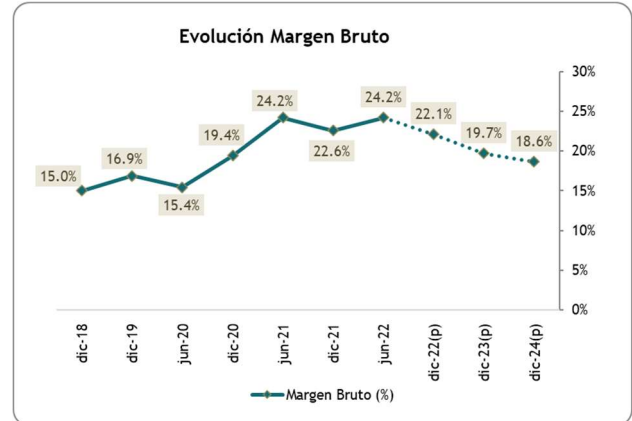
En el gráfico anterior se aprecia el impacto en las ventas de 2020 que tuvo el confinamiento obligatorio del primer semestre de dicho año a causa de la pandemia del COVID19, así como la positiva evolución de los ingresos en el año 2021, los cuales presentaron un incremento de 29.96% comparado con el 2019, esto como efecto de la recuperación de los niveles de demanda de las diferentes industrias y de la subida de los precios de materiales de construcción metálicos.

Para junio 2022 la compañía presenta un crecimiento en los ingresos operativos moderado de 1.2% con respecto al año 2021. Para el final del año 2022, el emisor proyecta una reducción de las ventas en dólares de 2.0%, considerando una posible disminución del precio internacional del acero. La calificadora considera que el supuesto es factible, aunque la evolución de los ingresos dependerá también de la evolución del entorno operativo y del sector de la construcción.

Por otro lado, el margen bruto en los últimos años ha presentado una tendencia creciente, gracias a las mejoras de productividad en la nueva planta impulsadas por la consultoría efectuada y a la tendencia al alza del precio del acero, que se mantiene a la fecha de corte. El efecto del mayor costo de esta materia prima ha podido ser transferido al precio de venta, adicionalmente se refleja una mayor absorción de los costos fijos por incremento en ingresos y por las optimizaciones en las plantas de producción. Es así como el margen bruto a la fecha de corte se ubicó en 24.2% (22.6% dic-2022)

Para 2022 se espera que el margen disminuya en 2 pp., y para los siguientes dos años llegue al 19.7% y 18.6% respectivamente como resultado de los probables ajustes hacia abajo en el precio de venta promedio que irá en función del comportamiento de la evolución del precio del acero, y la situación macroeconómica adversa.

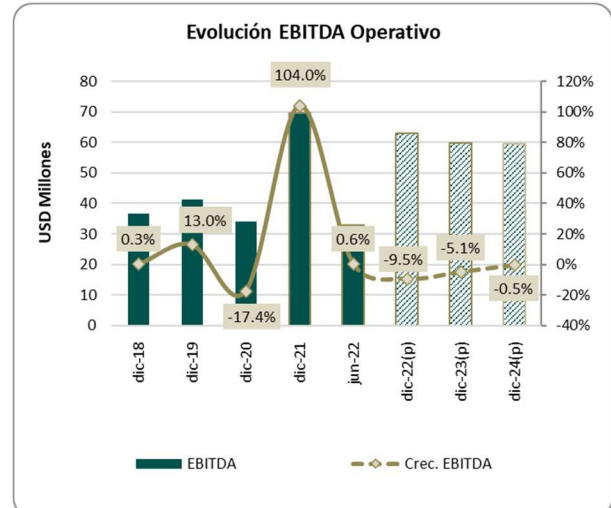
Gráfico 9



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

En relación con los gastos operativos, históricamente, estos han mantenido un peso promedio del 10.4% frente a las ventas. A diciembre-2021, representaron el 9% de los ingresos y a junio 2022 el 8.9%, lo que evidencia la mejora en los procesos fruto del proceso de consultoría realizado. Para el final año 2022 se prevee un ligero incremento de la carga operativa, que llegaría a 10.34% y una reducción durante los siguientes dos años, pero manteniéndose entre el 9.5% y 10%.

Gráfico 10



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las fluctuaciones del EBITDA se relacionan directamente con el comportamiento de las ventas y las variaciones en el margen bruto. En 2020, el emisor generó un EBITDA de USD 34.1MM afectado por el decrecimiento en ventas y la afectación de la pandemia. En el año 2021 dicho efecto fue mitigado por las mejoras en el margen bruto y el control adecuado de los gastos operacionales. En dicho período el EBITDA creció un 104% con respecto al año 2020 y 68.5% con respecto al año 2019.

A junio 2022 se observa una estabilización en el EBITDA, que crece en 0.6% con respecto junio 2021. Para el final del año 2022 se espera una disminución del EBITDA en 9.5% como resultado de menores ventas, el ajuste del margen bruto y un mayor peso de los costos de operación.

A la fecha de corte el resultado neto de ADELCA llega a 14.16MM con una disminución del 6.1% con respecto a junio 2021 principalmente por un incremento de los gastos operativos. Para el final del año 2022 la administración espera obtener resultados similares a los del año 2021 (USD 26.55MM esto como resultado de menores ventas acompañadas de una mayor eficiencia operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a junio 2022 se sitúa en 6.21% y 12.83% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada y siguen la tendencia creciente que inició una vez finalizada la crisis sanitaria por la pandemia Covid-19.

Estructura del balance- ADELCA

ACTIVOS					
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total Activo Corriente	45.1%	43.0%	48.1%	47.5%	53.1%
Fondos Disponibles	1.2%	2.8%	2.8%	6.1%	3.3%
Inversiones corto plazo	1.1%	1.7%	14.7%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	8.7%	8.2%	6.0%	12.5%	9.4%
Inventarios Neto	31.1%	26.6%	19.7%	25.7%	35.4%
Gastos anticipados	2.1%	2.6%	3.4%	2.2%	4.3%
Otros activos corrientes	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%
Total Activo No Corriente	54.9%	57.0%	51.9%	52.5%	46.9%
Propiedad, planta y equipo	53.5%	53.9%	48.0%	48.9%	44.0%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
Cuentas por Cobrar LP Otras	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo Financiero no Corrien	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Activos Intangibles y Diferidc	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Otros activos	0.4%	0.5%	2.4%	2.1%	2.0%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
PASIVO Y PATRIMONIO					
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total Pasivo Corriente	29.0%	23.5%	15.6%	21.4%	28.3%
Deuda Financiera CP	19.7%	16.1%	5.8%	2.2%	4.9%
Deuda Comercial	7.6%	5.1%	7.6%	13.6%	17.7%
Otros Pasivos CP	1.7%	2.3%	2.2%	5.6%	5.8%
Total Pasivo LP	29.0%	30.3%	39.8%	28.8%	24.6%
Deuda Financiera LP	25.7%	27.9%	37.8%	26.2%	22.4%
Otros pasivos LP	3.4%	2.5%	2.0%	2.6%	2.2%
PATRIMONIO	41.9%	46.1%	44.7%	49.8%	47.1%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: ADELCA
Elaboración: BWR

Históricamente los activos de largo plazo del emisor han representado más del 50% del total de activos, aunque a junio-2022 su participación baja al 46.9%. Al pertenecer a una industria de uso intensivo de capital, el activo no corriente se encuentra representado en su mayoría por propiedad planta y equipo que principalmente se compone de edificaciones, instalaciones y maquinarias.

Con respecto al activo corriente, las cuentas más significativas a la fecha de corte son los

inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. Los inventarios se registran al costo o a su valor neto de realización el que resulte menor. El costo de los productos para la venta y de los productos semielaborados está compuesto por los costos de adquisición y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios. El costo de los inventarios y de los productos vendidos se determina usando el método promedio ponderado

A junio 2022 se observa un incremento coyuntural del inventario como resultado de mayor aprovisionamiento para el mantenimiento de la planta de fundición planificado para septiembre 2022, mitigar el riesgo derivado del conflicto entre Rusia y Ucrania, y al efecto de la contracción en las ventas durante el paro nacional de junio-2022, que duró 18 días. En los próximos meses el emisor espera consumir el exceso de inventario para que este regrese a niveles históricos.

La deuda se encuentra concentrada en el largo plazo, dicha estructura se considera adecuada por los tipos de inversiones que la compañía realiza. Adicionalmente, la compañía mantiene un patrimonio sólido que generalmente cubre la mayoría del activo no corriente.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Históricamente ADELCA ha generado flujos de caja operativos (CFO) positivos. La excepción se da en el 2018, ya que se produjo una acumulación coyuntural de inventario de materia prima (chatarra) que se liberó en el 2019 y 2020. En 2020, el Flujo de Caja Operativo se ubicó en USD 43.7 MM, resultado que se obtuvo gracias a la liberación de capital de trabajo ocasionada por la contracción del tamaño del negocio y las estrategias adoptadas por la administración para el control adecuado de costos y gastos. En 2021 el flujo de caja operativo aumentó a USD 44.47MM principalmente por el aumento de las ventas y la optimización del costo de ventas.

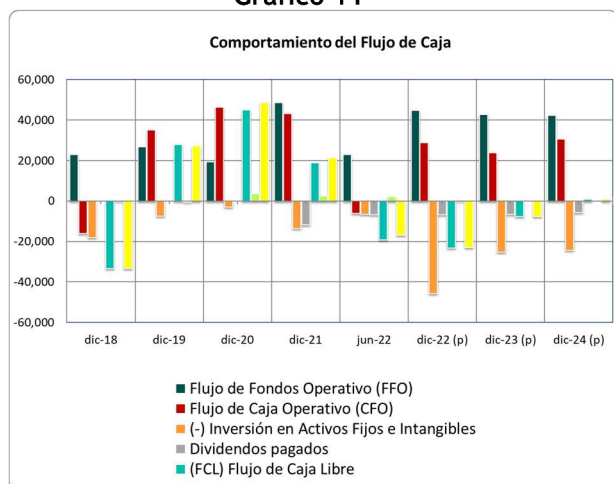
A la fecha de corte se registra un flujo de caja operativo negativo de USD-6.1MM resultado del aumento de los requerimientos de capital de trabajo y principalmente del incremento coyuntural del inventario explicado anteriormente.

Al cierre del año 2021, los días de inventario se ubicaron en 141 días (183 en diciembre-2020) y para diciembre 2022 se espera que este indicador baje a niveles de 153 días. Por otro lado, los días de cuentas por pagar a 2021 se incrementaron hasta alcanzar 74 días por compras realizadas en el segundo semestre, mientras que a la fecha de corte se observa un incremento con respecto a la

tendencia histórica, por lo que el indicador se ubica en 120 días debido al aumento de inventario mencionado anteriormente. Para el final del 2022, se espera que los días de cuentas por pagar disminuyan a los niveles históricos y lleguen a los 68 días.

En cuanto a la política de cobro, los días de cuentas por cobrar a la fecha de corte se ubicaron en 52 días (56 días diciembre-2021, 62 días a junio-2021).

Gráfico 11



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Entre 2016 y 2018, la empresa realizó fuertes inversiones en CAPEX, principalmente por el establecimiento de la nueva planta de Milagro, que mejoró su capacidad instalada. En 2020 y 2021 no se realizaron inversiones de capital importantes debido al entorno operativo y a que la planta ya se encuentra funcionando normalmente.

A junio 2022 se han realizado inversiones por USD 6.44MM que corresponden a mantenimiento de las plantas y maquinaria principalmente. Para el final del año 2022 y el año 2023, se ha considerado una inversión de USD 45MM y 24MM respectivamente que serán utilizados para mantenimiento de las plantas y la implementación de proyectos de crecimiento orientados a seguir ampliando su oferta de productos metálicos.

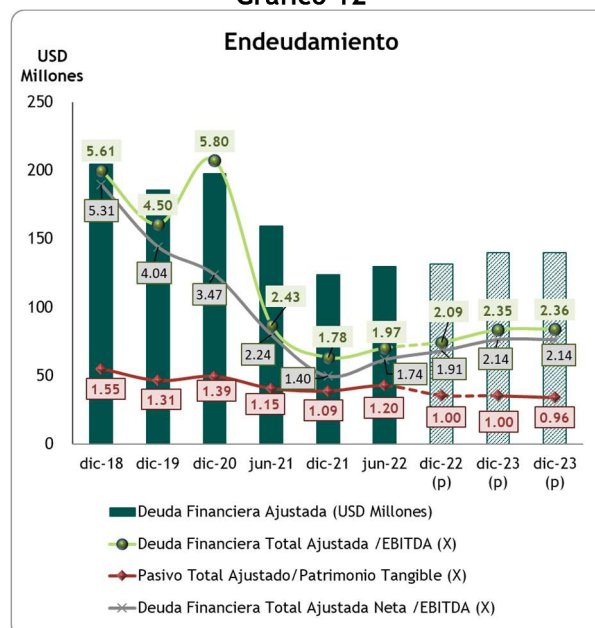
En 2020 la compañía acumuló una importante cantidad de efectivo, procedente principalmente de la generación operativa, la liberación de capital de trabajo y en menor proporción, de mayor endeudamiento adquirido, como estrategia conservadora ante los riesgos financieros de la pandemia. Estos recursos permitieron la cancelación del préstamo con el BID y el pago de dividendos por USD 11.7MM en los primeros meses del 2021. Cabe indicar que en los 5 años precedentes la empresa no había realizado desembolsos con concepto de dividendos.

Por su parte, en el primer semestre del 2022 las necesidades de capital de trabajo ocasionaron que el flujo de caja operativo fuera negativo, por lo que las inversiones en CAPEX también han sido cubiertas con los excedentes de efectivo acumulados. Para fin de año, se espera que el Flujo de Caja Libre llegue a USD -23.05MM principalmente por la menor generación operativa, y las importantes inversiones en CAPEX. A la fecha de corte se registran dividendos que representan el 25.4% del resultado del 2021 y en los próximos años se espera que estos se mantengan en un porcentaje similar.

En el pasado ADELCA mantuvo un endeudamiento elevado y variable relacionado con sus inversiones en CAPEX y la volatilidad de los flujos de efectivo de actividades operativas. El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA llegó a su pico en 2020, año en el que la deuda financiera representó 5.8 veces el EBITDA. No obstante, si analizamos el indicador considerando la caja, no se superaron las 3.5 veces.

A diciembre-2021 en el indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA reflejó una importante mejora, se ubicó en 1.78 veces, la variación se debe principalmente a la disminución del 37% en la deuda financiera y la mayor generación operativa. En el primer semestre del año 2022 este indicador alcanza 1.97 veces y para el cierre del año 2022 se espera que el indicador se encuentre más cercano a las 2 veces considerando las mayores necesidades de capital de trabajo. Las proyecciones de la empresa revelan su intención de mantener un endeudamiento controlado en los próximos años.

Gráfico 12



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las obligaciones financieras totales a junio-2022 representan el 52% del pasivo y ascienden a USD 129.77MM. Gracias a la reestructuración de plazos de su deuda financiera realizada en el año 2020, actualmente el 82% de la deuda tiene vencimientos mayores a un año y sus contrapartes son varias entidades financieras, tanto locales como del exterior.

Consideramos que la estructura de plazos de la deuda es una fortaleza para la Compañía pues está enfocada al largo plazo y está acorde a las inversiones en CAPEX que ha realizado. Dicha estructura, en conjunto con un endeudamiento controlado le dan a la empresa una importante flexibilidad financiera.

Amortización de Deuda Financiera		
Corte: junio 2022		
	Miles (USD)	%
2022	15,134 (*)	12%
2023	17,585	14%
2024	21,876	17%
2025	17,624	14%
2026	16,346	13%
2027	13,998	11%
2028	8,901	7%
2029	8,837	7%
2030	9,473	7%
Deuda Financiera	129,774	
Total		

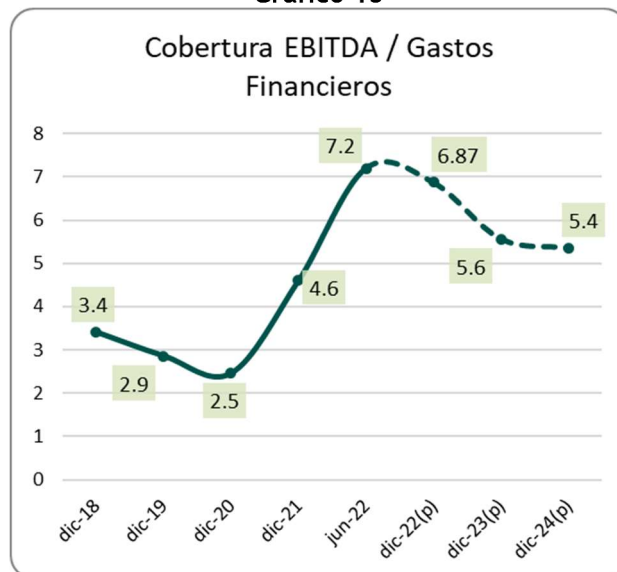
(*) Se incluye gastos adicionales relacionados con los préstamos
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR

El indicador de Pasivo Total Ajustado/Patrimonio Tangible se ubica en 1.20 veces con corte junio-2022. El patrimonio se encuentra ajustado por una cuenta por cobrar neta de provisión por USD 8.7MM, que representa el 19.5% del total de cartera de la Compañía. En septiembre-2019 se firmó un convenio transaccional para la recuperación de estos valores, no obstante, hasta la fecha el deudor no lo ha cumplido. La Administración indica que a la fecha de corte se mantienen acciones legales para recuperar estos valores.

Capacidad de Pago y Liquidez- ADELCA

Históricamente ADELCA ha mantenido flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero. A la fecha de corte, este indicador se ubica en 7.2 veces y esperamos que, gracias a la mayor generación operativa, el indicador siga manteniéndose por encima de 5 veces en los siguientes años.

Gráfico 13



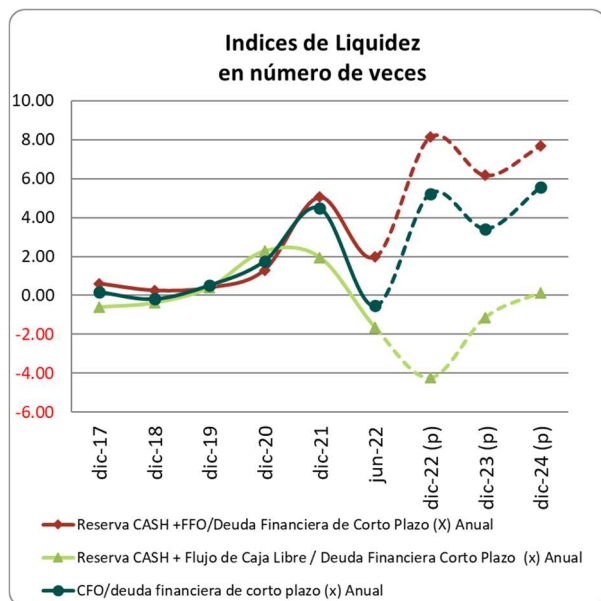
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

A la fecha de corte, la compañía cuenta con líneas de crédito por USD 363.85MM (incluyen líneas de crédito para operaciones contingentes como son cartas de crédito de importaciones), de las cuales el 47% no han sido utilizadas. Los indicadores de liquidez calculados por la calificadora no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadora considera que la disponibilidad de créditos estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

En los últimos años los requerimientos de liquidez de ADELCA han estado altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada período y especialmente por la inversión en CAPEX. De igual forma, en 2022 y 2023, se espera que el flujo de caja libre será negativo por las importantes inversiones que realizará la empresa.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la importante proporción de deuda de largo plazo; la existencia de activos en garantía, así como por la trayectoria y prestigio de la empresa en el mercado.

Gráfico 14



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

El gráfico anterior revela mayores requerimientos de liquidez en 2022, no obstante, a junio-2022 el emisor ya ha utilizado parte de sus recursos líquidos y ha recibido recursos financieros suficientes para cubrir las necesidades del año, por lo que en nuestro criterio el riesgo de liquidez del 2022 se encuentra cubierto.

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

Fecha de corte	jun-22
Activo Ajustado (USD M)	461,590
Activo Total (USD M)	476,268

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	14,030	14,030	32.90
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	129,774	143,804	3.21
3era	Deuda sin garantía específica de balance	108,126	251,930	1.83
TOTAL		251,930	251,930	1.83

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis de ADELCA como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El presente programa de papel comercial se encuentra respaldado por la garantía general de la empresa.

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.83 veces a junio 2022.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de ADELCA son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance ADELCA para ser liquidados, a junio 2022 el 53% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Con respecto al activo no corriente, representado principalmente por el activo fijo, su capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

De acuerdo con la declaración juramentada los activos libres de gravamen una vez realizadas las deducciones normativas correspondientes cubren holgadamente el monto del programa calificado. En este mismo documento el emisor se compromete mantener a lo largo de la vigencia del programa cuentas por cobrar e inventarios libres de todo gravamen por los siguientes montos:

DESCRIPCIÓN	VALOR CONTABLE
Cuentas por cobrar	US\$ 15'000.000,00
Inventarios	US\$ 10'000.000,00

Para la emisión corporativa que se analiza en este estudio, el emisor se obliga a establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte la empresa cumple el resguardo con un indicador 1.83.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A junio 2022, la empresa declara que se encuentra al día con sus obligaciones.

- 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 junio 2022 ADELCA ya no mantiene obligaciones en circulación.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos podrá dar lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el 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, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté 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 y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Adicionalmente el emisor debe cumplir los siguientes límites y compromisos según el contrato:

- El emisor mantendrá un límite de endeudamiento financiero semestral de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil.
- La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar al representante de los Obligacionistas un informe respecto al cumplimiento del límite de endeudamiento semestral. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes al 30 de junio y 31 de diciembre de cada año.

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado del primer papel comercial y de la segunda emisión de papel comercial analizada en este informe asciende a USD 45MM, que representa el 20% del patrimonio, por lo que no

supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte de este informe, ADELCA mantiene un papel comercial por USD 25MM cuyo programa vence el 13 de septiembre del año 2022. Según la confirmación de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil en los seis últimos meses no se han efectuado negociaciones de estos títulos en el mercado secundario. Cabe mencionar que durante el primer semestre del año 2022 se realizó el pago total del capital en circulación por USD 4MM. Información de la emisión mencionada:

Tipo Instrumento	Monto Programa	No. De resolución	Calificación	Fecha de Calificación	Calificadora
Primera emisión de Papel Comercial	25,000,000	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00005847	AAA	31-ene-22	GlobalRatings

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA							PROYECCIONES EWR		
(Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23	dic-24
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	11,157	12,050	12,839
Cuentas por Cobrar Comerciales	39,729	39,303	34,654	27,287	54,488	44,625	54,963	61,904	66,341
Inventarios	105,767	140,130	112,702	89,463	111,915	168,584	119,885	137,707	150,460
Activos fijos	242,348	241,591	228,039	217,865	212,886	209,637	239,460	245,487	250,739
Otros Activos	19,446	19,606	28,787	39,506	29,605	37,901	31,098	29,576	29,861
Total Activos	431,292	451,288	423,245	453,667	435,399	476,268	456,564	486,723	510,240
Cuentas por Pagar Proveedores	34,539	34,350	21,775	34,478	59,008	84,139	53,282	58,636	64,177
Deuda Financiera Total	184,663	204,713	185,903	197,828	123,871	129,774	131,571	140,272	140,293
Deuda Financiera Corto Plazo	43,277	88,859	67,984	26,344	9,633	23,127	5,516	6,931	5,502
Deuda Financiera Largo Plazo	141,386	115,854	117,919	171,484	114,238	106,647	126,055	133,341	134,791
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	26,467	22,922	20,277	18,778	35,590	38,017	88,260	93,615	100,568
Total Pasivos	245,669	261,985	227,955	251,084	218,469	251,930	219,831	233,887	240,862
Patrimonio	185,623	189,303	195,290	202,583	216,930	224,338	236,732	252,836	269,379
Resumen de Resultados									
Ventas	285,145	315,669	284,367	218,213	369,551	166,681	362,136	398,350	430,218
Costo de ventas	-232,693	-268,346	-236,415	-175,861	-286,160	-126,368	-282,083	-319,835	-350,058
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(33,079)	(31,441)	(28,315)	(23,247)	(33,244)	(14,758)	(37,461)	(39,105)	(41,037)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19,373	15,882	19,637	19,105	50,147	22,372	42,592	39,410	39,122
Ingresos y gastos no operativos neto	216	612	234	2,458	912	234	395	332	325
Gasto Financiero del período	(7,530)	(10,709)	(14,433)	(13,872)	(15,117)	(4,575)	(9,166)	(10,742)	(11,102)
Impuesto a la renta	(2,279)	(2,188)	353	(804)	(8,953)	(3,877)	(7,272)	(6,259)	(6,117)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	26,550	22,741	22,228
Otros resultados integrales	1,572	81	196	406	-462	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	26,550	22,741	22,228
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	36,397	36,517	41,268	34,086	69,542	32,913	62,962	59,779	59,492
(-) Gasto Financiero del período	-7,530	-10,709	-14,433	-13,872	-15,117	-4,575	-9,166	-10,742	-11,102
(-) Impuesto a la renta del período	-2,416	-2,946	-88	-989	-5,764	-5,450	-8,938	-6,259	-6,117
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	26,451	22,862	26,747	19,224	48,660	22,888	44,858	42,778	42,272
(-) Variación Capital de Trabajo	-18,548	-38,960	8,402	27,125	-5,444	-28,993	-16,001	-19,025	-11,664
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	7,903	-16,098	35,149	46,349	43,216	-6,105	28,857	23,753	30,609
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	216	612	234	2,458	912	234	395	332	325
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-31	99	-41	-845	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-11,743	-6,747	-6,747	-6,637	-5,685
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-33,747	-17,642	-7,100	-2,705	-13,233	-6,440	-45,453	-24,906	-24,131
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-169	-421	-427	-181	-276	-44	-350	-350	-350
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-25,828	-33,450	27,815	45,076	18,877	-19,102	-23,298	-7,808	767
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	21,406	20,050	-18,810	11,926	-73,957	5,903	7,700	8,701	21
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,556	56	-600	3,481	2,477	2,215	250	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	-438	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-6,978	-13,344	8,405	60,483	-53,041	-10,984	-15,348	893	789
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	11,157	12,050	12,839
Indicadores									
Patrimonio Tangible	179,716	169,386	174,461	180,353	199,558	209,660	218,823	234,927	251,470
% crecimiento en ingresos operativos	15.0%	10.7%	-9.9%	-23.3%	69.4%	1.2%	-2.0%	10.0%	8.0%
MARGEN EBIT (%)	6.8%	5.0%	6.9%	8.8%	13.6%	13.4%	11.8%	9.9%	9.1%
MARGEN EBITDA (%)	12.8%	11.6%	14.5%	15.6%	18.8%	19.7%	17.4%	15.0%	13.8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.51	3.13	2.85	2.39	4.22	6.00	5.89	4.98	4.81
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.87	5.57	5.36
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.87	5.57	5.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	5.07	5.61	4.50	5.80	1.78	1.97	2.09	2.35	2.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flex	4.41	5.31	4.04	3.47	1.40	1.74	1.91	2.14	2.14
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	52%	49%	49%	36%	37%	36%	36%	34%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.61	0.26	0.39	1.30	5.05	1.98	8.13	6.17	7.68
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	(0.18)	0.52	1.76	4.49	(0.53)	5.23	3.43	5.56
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.60)	(0.38)	0.41	2.28	1.96	(1.65)	(4.22)	(1.13)	0.14
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.66)	(0.38)	0.40	2.41	2.22	(1.46)	(4.18)	(1.13)	0.14

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.