

Ecuador
Papel Comercial
Segundo seguimiento

Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Calificación

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

Perspectiva: Estable

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

Ultimo 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)	jun-2021 ADELCA	jun-2022 ADELCA	jun-2023 ADELCA
Activos	416.7	476.3	486.3
Ventas	164.6	166.7	153.4
Margen EBITDA (%)	19.87%	19.75%	17.61%
ROE (%) *	14.76%	12.83%	8.29%
Deuda / capitalización (%)	43.61%	36.65%	38.14%
CFO / Deuda Fin CP (X)	-1.05	-0.53	0.40
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-1.86	-1.65	-0.93
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	2.43	1.97	2.83
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	3.51	2.84	4.22

Fuente: ADELCA Elaboración BWR

Contactos:

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

Esteban Lopez
(593) 982243341
elopez@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de “AAA” al Segundo Programa de Papel Comercial de Acería del Ecuador C.A. ADELCA** analizado 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 en recuperación. 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 endeudamiento controlado.

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 y a su estrategia de promover el reciclaje de chatarra.

Endeudamiento bajo con estructura orientada hacia el largo plazo: La estructura de endeudamiento de ADELCA privilegia el largo plazo, lo que le permite mantener una importante flexibilidad financiera, aunque se observa un incremento de la deuda a corto plazo con respecto el mismo periodo del año 2022.

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. Para los siguientes años el emisor necesitará financiamiento para inversión en CAPEX y a aportes a las empresas en los que es accionista, los cuales será cubierto con la generación del negocio, créditos directos de los proveedores del proyecto y deuda financiera a largo plazo.

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	Segundo seguimiento
No. de resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00006329
Fecha de aprobación	1-sep-22
Monto del programa	USD 20,000,000.00
Monto en circulación	USD 0.00
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

La economía ecuatoriana se enfrenta a un entorno complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. El entorno político que atraviesa el país a raíz de las elecciones adelantadas, y la ola de crímenes que va en aumento influyen en las perspectivas de crecimiento, estabilidad económica e incentivos para inversionistas. Esto se da después de un 2022, año de recuperación económica de 2.9% en términos reales, que superó las proyecciones de crecimiento del Banco Central de 2.7%, pero que no logró alcanzar los niveles previos a la pandemia.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²) y 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 (Banco de Desarrollo de China y Banco de Exportaciones e Importaciones de China) de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. 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

El financiamiento del presupuesto 2023, aprobado en noviembre de 2022, incluyó principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). Además, planteó para 2023 un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65 y una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5 mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador en 2022⁴), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se previó que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

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. La emisión es una estrategia de recompra de parte de la deuda externa, la reduce en 5% a USD 16,685 millones, se compró en USD 0.40 cada dólar de deuda. Este financiamiento permite mejorar la gestión de deuda pública además de impulsar la inversión en sostenibilidad⁵.

Adicionalmente, en el segundo trimestre 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

¹ CAF - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-credit-os-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/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

⁵ El Comercio - <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador/canje-deuda-externa-bonos-azules-pondria-riesgo-soberania-galapagos.html>

productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado⁶.

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, que desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque esta iniciativa podría no continuar a futuro debido a las elecciones anticipadas de 2023⁷. Por otro lado, en junio de 2023 entró en vigor la Ley para el Fortalecimiento de la Economía Familiar, que contempla ocho cambios para los contribuyentes respecto principalmente al pago del impuesto a la renta (deducción de gastos y tabla de IR)⁸.

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 21 de agosto su precio abre con una caída y es de USD 81.7. El FMI estima que el precio del crudo ecuatoriano en 2023 será de USD 75.3 por barril, y hasta 2027 disminuirá a los USD 63.8, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto⁹. 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. Además, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera¹⁰. Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní¹¹. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52.6 miles de barriles de petróleo diarios. El impacto económico de detener la actividad petrolera en esta zona no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones hasta USD 690 millones

anuales en promedio y 107mil empleos hasta 2025. Como alternativas para solventar el hueco en los ingresos por la explotación petrolera para las comunidades de la zona se espera invertir y promover actividades turísticas¹².

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 e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y la primera vuelta de las presidenciales adelantadas.

La incertidumbre ha mantenido al alza el riesgo país desde inicios de febrero de 2023, luego de la fallida consulta popular convocada por el Ejecutivo. Posterior a los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, el indicador registra una pequeña mejora, pero se mantiene superior a los 1700 puntos (1,750 al 21 de agosto).

Por otro lado, la calificación del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la incertidumbre política que impacta opciones de financiamiento, finanzas públicas debilitándose por mayores expectativas de gasto y costos de financiamiento. La calificadora percibe que las cuentas fiscales han presentado un deterioro marcado, riesgos políticos altos y retos en la gobernabilidad independientemente del gobierno electo, retos de financiamiento¹³ y un crecimiento desacelerado en 2023 de 1.6% (ajustado a la baja en marzo de 2023 e influenciado por los resultados de la consulta, que prohíben la explotación petrolera sobre el Yasuní). Esta es la segunda vez en el año que Fitch emite un informe negativo para el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar que la crisis de seguridad se ve agravada en el tiempo y las denuncias de corrupción continúan en varios sectores y limitan la gobernanza.

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

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impuesto-salida-divisas-reduccion-julio/>

⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reforma-tributaria-impuesto-renta-pronosticos-deportivos/>

⁹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

¹⁰ 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/>

¹¹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

¹² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/consulta-itt-petroleo-empleo-desempleo/>

¹³ Fitch Ratings - <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-long-term-idr-to-ccc-16-08-2023#:~:text=Fitch%20Ratings%20New%20York%202016,of%20CCC%2B%20or%20below>

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%¹⁴ 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%, porcentaje más conservador que el 3.1% planteado originalmente¹⁵. 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	2022	2023 (p)	2022.I	2023.I
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	2.64%	3.39%	0.69%
Exportaciones	2.54%	2.50%	-0.16%	0.44%
Importaciones	4.49%	3.11%	8.69%	-1.31%
Consumo final Gobierno	4.46%	0.53%	6.16%	0.54%
Consumo final Hogares	4.59%	3.23%	6.65%	1.57%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	3.42%	3.07%	-5.24%

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 económicas¹⁶.

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 para Ecuador 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 agricultores¹⁷. 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. Ante la emergencia provocada por el fenómeno, la FAO ha presupuestado un apoyo por USD 36.9 millones para las comunidades vulnerables que se verán afectadas; este apoyo comprende a varios países dentro de los cuales participa Ecuador. La organización destinará estos fondos para familias rurales vulnerables y además financiará capacitaciones para gestión de recursos hídricos, protección de ganado, pesca artesanal y cultivos, además de incentivar a los gobiernos a proveer de semillas resistentes a sequías y tomar medidas para proteger la seguridad alimentaria¹⁸.

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, con un 11.84% 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 2022 existió un crecimiento de 0.56% según cifras del Banco Central del Ecuador, sin embargo, la caída de 6.63% del año 2020 aún deja USD 754MM por recuperar para llegar a niveles de producción del 2019.

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-2021 representó el 6.2% 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 familias¹⁹.

¹⁴ BCE - Cuentas trimestrales 122

¹⁵ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a abril de 2023.

¹⁶ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

¹⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-niño-agricultores-perdidas/>

¹⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fao-apoyo-fenomeno-niño-ecuador/>

¹⁹ <https://fedimetal.com.ec/estadisticas/>

Gráfico 1



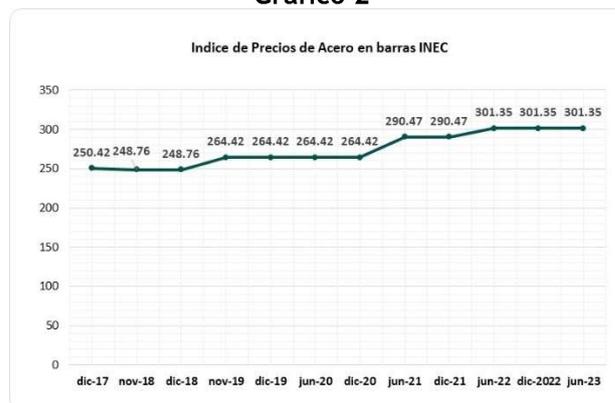
Fuente: SRI
Elaboración: BWR

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.

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un decrecimiento del -7.45% en el 2023. Esto significa que llegaría a representar el 0.73% del PIB general en ese año.

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 el primer semestre del 2022 se observa una estabilización en el crecimiento de las ventas, las cuales se reducen en un 0.4% con respecto a junio 2022.

Gráfico 2



Fuente: INEC
Elaboración: BWR

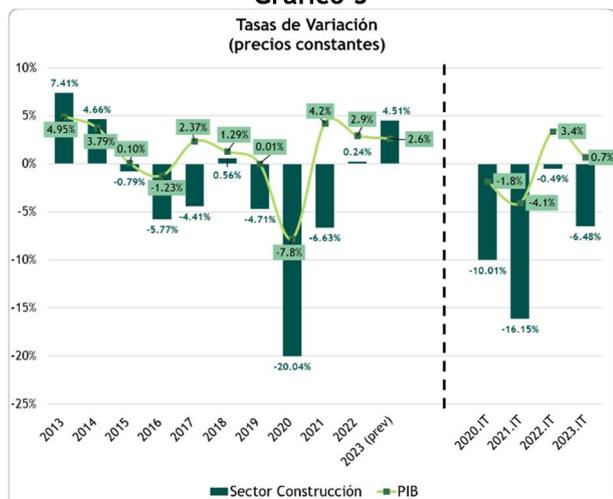
El incremento de Índice de Precios del acero, que de acuerdo con información reportada por el INEC a diciembre 2021 fue de 9.85%²⁰, explica la mejora de las ventas en dólares reportada. Adicionalmente a junio 2023 se observa una estabilización del precio que se ha mantenido estático desde el año 2022.

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 2023 observamos que la tendencia negativa continua con un decrecimiento del 6.48% con respecto al primer trimestre del año 2022. Adicionalmente al cierre del año se espera que el aporte al PIB de este sector presente un crecimiento moderado de alrededor del 4.51%.

²⁰ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion-ipco-2/>

Gráfico 3

Tasas de Variación (precios constantes)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El sector de la construcción representó durante el primer trimestre del 2023 el 5.84% del PIB ecuatoriano y ocupa el noveno lugar entre las industrias más representativas del país. No obstante, durante este mismo periodo, el sector presentó un decrecimiento del 6.48% con respecto al mismo periodo del año 2022.

Gráfico 4

Part. del Sector construcción en el PIB (precios constantes)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

Es importante mencionar que a inicios del año 2023 las viviendas de interés público de hasta USD 103M entraron en crédito preferencial en bancos y mutualistas debido al aumento del salario básico unificado²¹, adicionalmente, el BIESS por su lado prevé la colocación de 764 millones²² en créditos hipotecarios para el 2023. Adicionalmente según cifras del Banco Central el sector de la construcción fue la segunda industria más

decreció en el primer trimestre del 2022, un -6.48% si comparamos con el mismo periodo del 2022, como consecuencia de que el estado no realizó obra pública a niveles de años pasados, según análisis de un exministro de economía, en el año 2022 la inversión del Gobierno en obra pública fue la más baja de la última década²³. 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 recuperación económica tras la pandemia.

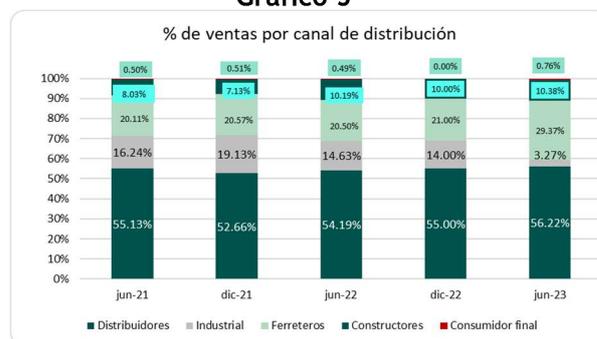
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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 2023 fue el canal de distribuidores con un 56.2% de participación en el total de ventas, seguido de ventas a centros ferreteros con una participación de 29.37% y en tercer lugar con una participación del 3.27% están las ventas industriales.

Gráfico 5

% de ventas por canal de distribución



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

²¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/viviendas-de-hasta-103000-entran-en-credito-preferencial-en-bancos-y-mutualistas-nota/>

²² <https://www.lahora.com.ec/pais/biess-entregar-millones-creditos-2023/>

²³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sector-construccion-inmobiliario-ecuador-inversiones.html>

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, 1,223 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	34
Administrativos	352
Operativos	837
Total	1,223

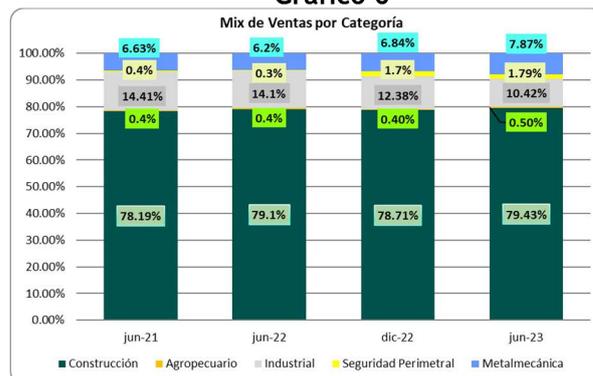
ADELCA no ha tenido problemas laborales materiales y tampoco tiene sindicato. Dentro de la empresa, se encuentra conformada la Asociación Profesional de Trabajadores de Adelca (APTA), que recibe el aporte voluntario del 1% del sueldo de los colaboradores y brinda beneficios a sus afiliados. ADELCA asesora 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 covid-19, la Compañía tomó la decisión de que el proceso de fundición se concentre en la planta de Milagro dado que es una planta más moderna. A la fecha de corte ADELCA está utilizando alrededor de la mitad de su capacidad instalada por lo que en nuestra opinión cuanta con el potencial para lograr el crecimiento planificado en los siguientes años.

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. También cuenta con la certificación ISO 14001-2015 la cual es una norma de que consigue que las empresas puedan demostrar que son responsables y están comprometidas con la protección del medio ambiente. Por último, podemos mencionar que ADELCA también cuenta con la ISO 45001 la cual es la norma internacional para sistemas de gestión de seguridad y salud en el trabajo, destinada a proteger a los trabajadores y visitantes de accidentes y enfermedades laborales.

El emisor comercializa sus productos en tres categorías, dentro de las cuales la construcción es la de mayor importancia, seguida por el sector industrial y el metalmecánico. Juntas suman el 97.72% 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 alambros. 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. En el último año Adelca ha incursionado en el mercado de los planos mediante el desarrollo de producto masivos orientados a los clientes en los que ya tienen fidelidad.

La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de esta. Según datos del año 2021 ADELCA consume aproximadamente el 50% de la chatarra a nivel nacional y la consigue a través del

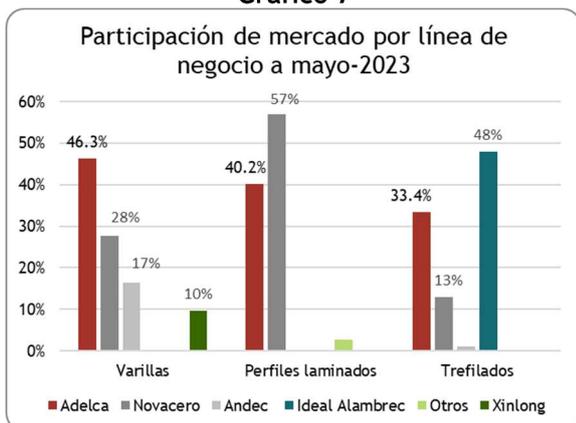
mercado local de chatarra y desguace de barcos e importaciones²⁴.

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-2023, solamente el 19.3% 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. En el siguiente gráfico se presentan los últimos datos disponibles con respecto a la participación dentro del mercado de productos metálicos para la construcción.

Gráfico 7



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

ESTRUCTURA DEL GRUPO- ADELCA

Acería del Ecuador C.A. - ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetálica S.A., con una participación del 99.99%. 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 2022 los accionistas de la 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. En el cuarto trimestre del año 2022 ADELCA compró acciones de nuevas subsidiarias por USD 2.04 MM, lo que representa una participación del alrededor del 35% del capital de esta compañía, por lo que no deberá consolidar balances con ella. A junio-2023 esta inversión aumenta a 16.38MM.

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 al grupo económico del mismo nombre, conformado por las empresas KUBIEC, Durallanta, Francelana, Cavstates y Direcacero, de acuerdo con los últimos datos disponibles con fecha dic-21 en la página web del Servicio de Rentas Internas (SRI). Es importante mencionar que no consolida balances con estas empresas y no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias.

ACCIONISTAS Y SOPORTE- ADELCA

A junio 2023 el patrimonio de ADELCA es de USD 248.01MM, y de este el 29% 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

²⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/el-rentable-negocio-de-la-chatarra-400-millones-desde-2015-nota/>

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 calculados sobre las utilidades del año anterior, 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 2023 se realizó un pago de dividendos por USD 3.98MM a los accionistas, que corresponde al 12.5% de los resultados del año 2022.

Adicionalmente a la fecha de corte mantiene acciones en tesorería por USD 435.5M compradas a sus accionistas minoritarios en el año 2021. 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 liquidas de la compañía y que la adquisición no acarreará la disminución del capital suscrito de la compañía.

La deuda financiera representa el 38.1% de la capitalización²⁵ 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 metalmeccánico.

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 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.

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 2023. 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.

²⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 2021y 2022, 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 2023.

Como se indicó anteriormente, ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetalica, 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 y 2022. 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.

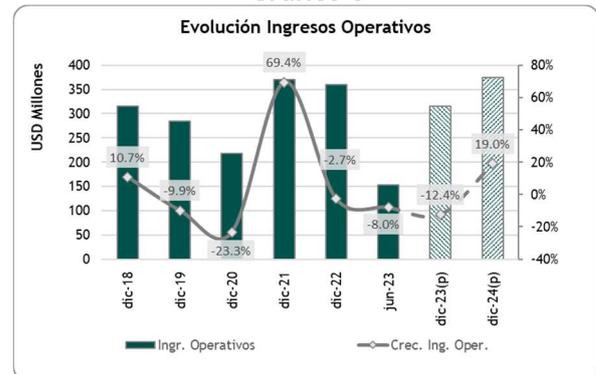
Hemos recibido por parte de ADELCA las proyecciones de los estados financieros para el año 2022-2024, que incorporan las expectativas sobre el crecimiento de las ventas, manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones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

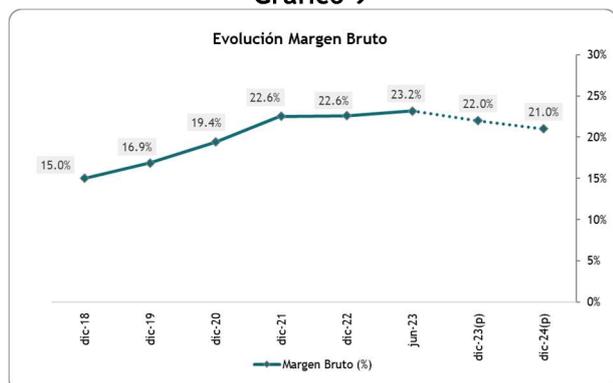
En el gráfico anterior se aprecia el impacto en las ventas de 2020 que tuvo el confinamiento obligatorio del primer semestre de dicho año a causa de la pandemia del COVID19, así como la positiva evolución de los ingresos en el año 2021, los cuales presentaron un incremento de 29.96% comparado con el 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 2023 la compañía presenta una disminución en los ingresos operativos del 8% con respecto al mismo periodo del año 2022. Para el final del año 2023 y 2024, el emisor proyecta una disminución de las ventas en dólares de 10% y un crecimiento de 8% respectivamente, 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 consultorías internacionales 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.

Para 2023 y 2024 se espera que el margen disminuya en aproximadamente 1% 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. Adicionalmente Adelca se encuentra mejorando sus procesos comerciales mediante consultorías internacionales.

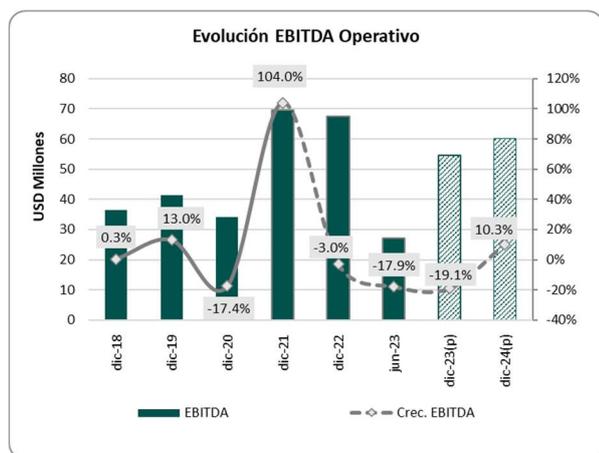
Gráfico 9



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% frente a las ventas. A junio 2022, representaron el 10.8% de los ingresos y a junio 2023 el 10.1%, lo que evidencia la mejora en los procesos fruto del proceso de consultoría internacional realizado. Para los años 2023 y 2024 se esperaría reducción alcanzando el 10% respectivamente.

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.

Para el final del primer semestre del año 2023 se observa una disminución en el EBITDA, que decrece en 17.9% con respecto junio 2022. Para el final del año 2023 se espera una disminución del EBITDA en 19.1% como resultado del 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 10.15MM con un decrecimiento del 28.27% con respecto a junio 2021 principalmente por la reducción de las ventas y el incremento de los gastos financieros. Para los años 2023 y 2024 la administración espera obtener resultados cercanos a los del año 2021 (USD 26.52MM), esto como resultado de menores ventas acompañadas de una mayor eficiencia operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a junio 2023 se sitúa en 4.3% y 8.29% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada y se reduce ligeramente por la reducción de ventas esperadas para este año.

Estructura del balance- ADELCA

ACTIVOS							
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23
Total Activo Corriente	45.1%	43.0%	48.1%	47.5%	53.1%	50.2%	47.8%
Fondos Disponibles	1.2%	2.8%	2.8%	6.1%	3.3%	9.1%	4.9%
Inversiones corto plazo	1.1%	1.7%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	8.7%	8.2%	6.0%	12.5%	9.4%	9.5%	10.9%
Inventarios Neto	31.1%	26.6%	19.7%	25.7%	35.4%	28.7%	28.5%
Gastos anticipados	2.1%	2.6%	3.4%	2.2%	4.3%	2.6%	3.2%
Otros activos corrientes	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%
Total Activo No Corriente	54.9%	57.0%	51.9%	52.5%	46.9%	49.8%	52.2%
Propiedad, planta y equipo	53.5%	53.9%	48.0%	48.9%	44.0%	46.3%	47.5%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
Cuentas por Cobrar LP Otras	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	3.7%
Activos Intangibles y Diferidos	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Otros activos	0.4%	0.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.1%	0.3%
Total Activo	100.0%						
PASIVO Y PATRIMONIO							
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23
Total Pasivo Corriente	29.0%	23.5%	15.6%	21.4%	28.3%	24.0%	22.2%
Deuda Financiera CP	19.7%	16.1%	5.8%	2.2%	4.9%	10.6%	9.1%
Deuda Comercial	7.6%	5.1%	7.6%	13.6%	17.7%	6.9%	8.4%
Otros Pasivos CP	1.7%	2.3%	2.2%	5.6%	5.8%	6.4%	4.8%
Total Pasivo LP	29.0%	30.3%	39.8%	28.8%	24.6%	23.3%	26.8%
Deuda Financiera LP	25.7%	27.9%	37.8%	26.2%	22.4%	21.0%	22.4%
Otros pasivos LP	3.4%	2.5%	2.0%	2.6%	2.2%	2.3%	4.4%
PATRIMONIO	41.9%	46.1%	44.7%	49.8%	47.1%	52.7%	51.0%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%						

Fuente: ADELCA
Elaboración: BWR

Históricamente los activos no corrientes del emisor han representado cerca del 50% del total de activos, a la fecha de corte estos representan el 52.2%. 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 el nivel de inventario crece como resultado de un mayor aprovisionamiento para el desarrollo de nuevos productos en lo que resta de año. En los años 2023 y 2024 el emisor espera incrementar el nivel de sus inventarios con el objetivo de apalancar la producción de las nuevas líneas de negocios.

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 históricamente cubre en su totalidad el activo no corriente.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

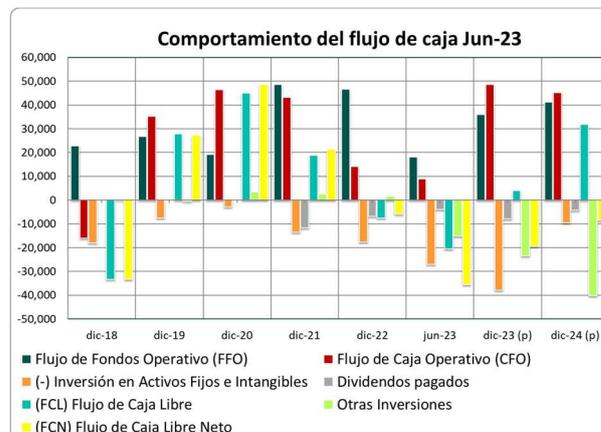
Históricamente ADELCA ha generado flujos de caja operativos (CFO) positivos. La excepción se da en el 2018, ya que se produjo una acumulación coyuntural de inventario de materia prima (chatarra) que se liberó en el 2019 y 2020. En 2020, el Flujo de Caja Operativo se ubicó en USD 43.7 MM, resultado que 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 43.22MM 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 de USD 8.86MM el cual es superior al del año 2022 como resultado mejores requerimientos de capital de trabajo y principalmente por el pago a proveedores realizado durante el año.

Al cierre del año 2022, los días de inventario se ubicaron en 170 días (183 en diciembre-2020) y para diciembre 2023 se espera que este indicador suba a niveles de 182 días

A junio 2023 se evidencia un plazo mayor del inventario con respecto al promedio histórico como resultado de un aprovisionamiento con el fin de mitigar los potenciales problemas de suministros dados por la coyuntura mundial. 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 una disminución con respecto a la tendencia histórica, por lo que el indicador se ubica en 62.5 días debido al pago a proveedores realizado en el año 2022. Para los siguientes años, se espera que los días de cuentas por pagar se reduzcan ligeramente y lleguen a los niveles históricos de alrededor de los 56 días.

En cuanto a la política de cobro, los días de cuentas por cobrar a la fecha de corte aumentan a 66 días (52 días junio-2022) como consecuencia de ventas a mayores plazos de financiamiento.



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 normal y únicamente se realizaron mantenimientos.

A junio 2023 se han realizado inversiones por USD 27MM que corresponden principalmente a la construcción de un nuevo galpón y mantenimiento de las plantas y de la maquinaria. Para el final del año 2023 y el año 2024, se ha considerado una inversión de USD 37.72MM y 8.70MM 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.

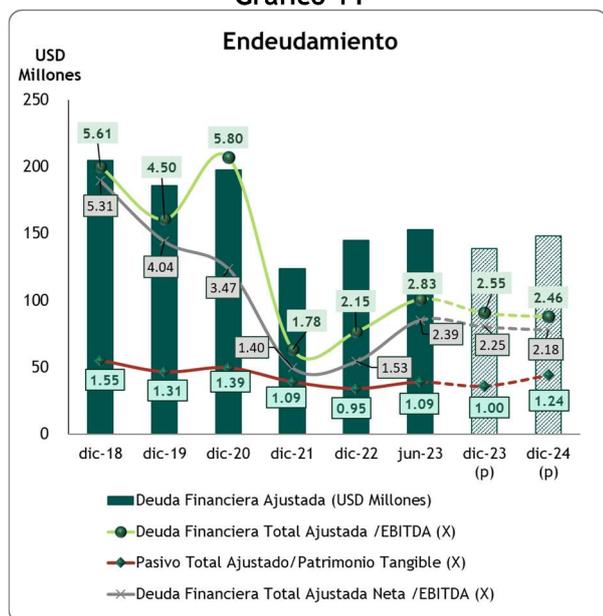
Por su parte, durante el año 2022 y primer semestre del año 2023 las necesidades de capital de trabajo ocasionaron que el flujo de caja operativo sea inferior a los niveles históricos de los últimos tres años, por lo que las inversiones en CAPEX también han sido cubiertas con los excedentes de efectivo acumulados en periodos

pasados. Para el final del año 2023, se esperaba que el Flujo de Caja Libre llegue a USD 3.93MM principalmente por las menores necesidades de capital de trabajo, y las importantes inversiones en CAPEX.

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. Al final del año 2022 este indicador alcanza 2.15 veces y a la fecha de corte se incrementa levemente a 2.83 veces. Para los siguientes años se espera que el indicador se mantenga estable e incluso se reduzca debido a la mayor generación y eficiencia operativa. Las proyecciones de la empresa revelan su intención de mantener un endeudamiento controlado en los próximos años.

Gráfico 11



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

Las obligaciones financieras totales a junio 2023 representan el 64% del pasivo y ascienden a USD 152.94MM. Gracias a la reestructuración de plazos de su deuda financiera realizada en el año 2020, actualmente el 71.2% 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 2023		
	Miles (USD)	%
2023	15,920 (*)	10%
2024	42,906	28%
2025	23,393	15%
2026	23,507	15%
2027	18,923	12%
2028	9,802	6%
2029	8,906	6%
2030	9,584	6%
Deuda Financiera Total	152,942	

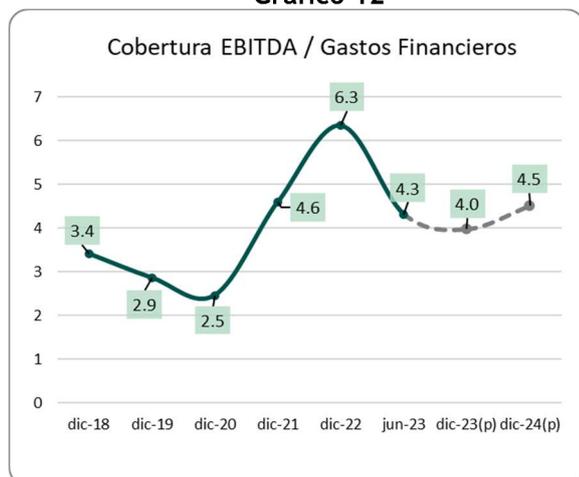
(*) Se incluye gastos adicionales relacionados con los préstamos
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR

El indicador de Pasivo Total Ajustado/Patrimonio Tangible se ubica en 1.09 veces con corte junio-2023. El patrimonio se encuentra ajustado por una cuenta por cobrar neta de provisión por USD 8.7MM, que representa el 16.41% 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 4.3 veces y esperamos que, gracias a la mayor generación operativa, el indicador siga manteniéndose por encima de 4 veces en los siguientes años.

Gráfico 12



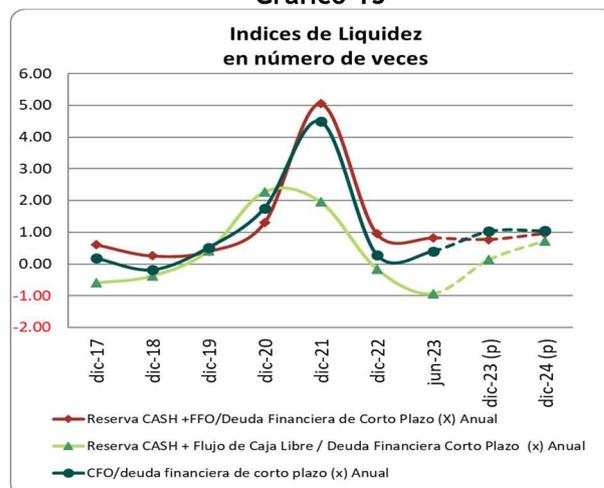
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La compañía cuenta con líneas de crédito por USD 369.27MM (incluyen líneas de crédito para operaciones contingentes como son cartas de crédito de importaciones), de las cuales el 53% 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 2023 y 2024, 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, el acceso al mercado de valores, así como por la trayectoria y prestigio de la empresa en el mercado.

Gráfico 13



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

El gráfico anterior revela mayores requerimientos de liquidez en 2022 y 2023, cabe mencionar que el emisor ya ha utilizado parte de sus recursos líquidos y ha recibido recursos financieros suficientes para cubrir las necesidades que se han ido presentando.

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

Fecha de corte	jun-23
Activo Ajustado (USD M)	456,285
Activo Total (USD M)	486,334

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	11,094	11,094	41.13
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	152,942	164,035	2.78
3era	Deuda sin garantía específica de balance	74,209	238,244	1.92
TOTAL		238,244	238,244	1.92

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 1.92 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 2023 el 47.8% 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 de papel comercial que se analiza en este informe, 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 2.04.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A junio 2023, la empresa declara que se encuentra al día con sus obligaciones.
3. 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 2023 ADELCA 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 de emisión:

- 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. **(A la fecha de corte presenta un indicador 0.62 veces)**
- 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. **(Cumple)**

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado de la segunda emisión de papel comercial analizada en este informe asciende a USD 20MM, que representa el 8.06% 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 únicamente el papel comercial analizado en este prospecto. 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.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA									PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23	dic-23	dic-24
Resumen Balance										
Caja y Equivalentes de Caja	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	41,809	23,679	16,116	16,961
Cuentas por Cobrar Comerciales	39,729	39,303	34,654	27,287	54,488	44,625	43,380	53,009	43,833	50,283
Inventarios	105,767	140,130	112,702	89,463	111,915	168,584	131,698	138,476	124,382	127,310
Activos fijos	242,348	241,591	228,039	217,865	212,886	209,637	212,462	231,217	232,563	223,638
Otros Activos	19,446	19,606	28,787	39,506	29,605	37,901	29,301	39,953	49,007	87,244
Total Activos	431,292	451,288	423,245	453,667	435,399	476,268	458,649	486,334	465,902	505,435
Cuentas por Pagar Proveedores	34,539	34,350	21,775	34,478	59,008	84,139	31,807	40,654	32,663	46,347
Deuda Financiera Total	184,663	204,713	185,903	197,828	123,871	129,774	145,051	152,942	138,879	148,267
Deuda Financiera Corto Plazo	43,277	88,859	67,984	26,344	9,633	23,127	48,761	44,020	52,079	47,222
Deuda Financiera Largo Plazo	141,386	115,854	117,919	171,484	114,238	106,647	96,290	108,922	86,800	101,045
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	26,467	22,922	20,277	18,778	35,590	38,017	39,875	44,648	75,656	87,906
Total Pasivos	245,669	261,985	227,955	251,084	218,469	251,930	216,733	238,244	214,879	236,174
Patrimonio	185,623	189,303	195,290	202,583	216,930	224,338	241,916	248,091	251,367	269,262
Resumen de Resultados										
Ventas	285,145	315,669	284,367	218,213	369,551	166,681	359,518	153,422	315,031	374,887
Costo de ventas	-232,693	-268,346	-236,415	-175,861	-286,160	-126,368	-278,224	-117,020	-245,724	-296,160
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(33,079)	(31,441)	(28,315)	(23,247)	(33,244)	(17,940)	(33,364)	(15,433)	(34,469)	(37,916)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19,373	15,882	19,637	19,105	50,147	22,372	47,930	17,799	34,837	40,810
Ingresos y gastos no operativos neto	216	612	234	2,458	912	234	2,672	1,571	1,119	475
Gasto Financiero del período	(7,530)	(10,709)	(14,433)	(13,872)	(15,117)	(4,575)	(10,629)	(6,269)	(13,722)	(13,355)
Impuesto a la renta	(2,279)	(2,188)	353	(804)	(8,953)	(3,877)	(8,148)	(2,948)	(4,827)	(5,684)
RESULTADO NETO DE LA GESTIÓN	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	31,734	10,153	17,407	22,247
Otros resultados integrales	1,572	81	196	406	-462	0	-92	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	31,734	10,153	17,407	22,247
Resumen Flujo de Caja										
EBITDA OPERATIVO	36,397	36,517	41,268	34,086	69,542	32,913	67,428	27,024	54,552	60,195
(-) Gasto Financiero del período	-7,530	-10,709	-14,433	-13,872	-15,117	-4,575	-10,629	-6,269	-13,722	-13,355
(-) Impuesto a la renta del período	-2,416	-2,946	-88	-989	-5,764	-5,450	-10,097	-2,642	-4,827	-5,684
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	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	46,703	18,113	36,003	41,157
(-) Variación Capital de Trabajo	-18,548	-38,960	8,402	27,125	-5,444	-28,993	-32,510	-9,257	12,650	4,039
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	7,903	-16,098	35,149	46,349	43,216	-6,105	14,193	8,856	48,653	45,196
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	216	612	234	2,458	912	234	2,672	1,571	1,119	475
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-31	99	-41	-845	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-11,743	-6,747	-6,747	-3,978	-7,957	-4,352
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-33,747	-17,642	-7,100	-2,705	-13,233	-6,440	-17,487	-26,936	-37,727	-8,701
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-169	-421	-427	-181	-276	-44	-232	-80	-155	-842
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-25,828	-33,450	27,815	45,076	18,877	-19,102	-7,601	-20,568	3,934	31,776
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	21,406	20,050	-18,810	11,926	-73,957	5,903	21,180	17,507	-6,172	9,388
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,556	56	-600	3,481	2,477	2,215	1,725	-15,069	-23,453	-40,320
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	-438	0	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	15,303	-18,130	-25,692	844
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	41,809	23,679	16,116	16,961
Indicadores										
Patrimonio Tangible	179,716	169,386	174,461	180,353	199,558	209,660	227,377	218,041	213,533	190,580
% crecimiento en ingresos operativos	15.0%	10.7%	-9.9%	-23.3%	69.4%	1.2%	-2.7%	-58.5%	-12.4%	19.0%
MARGEN EBIT (%)	6.8%	5.0%	6.9%	8.8%	13.6%	13.4%	13.3%	11.6%	11.1%	10.9%
MARGEN EBITDA (%)	12.8%	11.6%	14.5%	15.6%	18.8%	19.7%	18.8%	17.6%	17.3%	16.1%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.51	3.13	2.85	2.39	4.22	6.00	5.39	3.89	3.62	4.08
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.34	4.31	3.98	4.51
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.34	4.31	3.98	4.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	5.07	5.61	4.50	5.80	1.78	1.97	2.15	2.83	2.55	2.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flex	4.41	5.31	4.04	3.47	1.40	1.74	1.53	2.39	2.25	2.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	52%	49%	49%	36%	37%	37%	38%	36%	36%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.61	0.26	0.39	1.30	5.05	1.98	0.96	0.82	0.69	0.87
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	(0.18)	0.52	1.76	4.49	(0.53)	0.29	0.40	0.93	0.96
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)	(0.16)	(0.93)	0.08	0.67
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)	(0.12)	(1.62)	(0.37)	(0.18)

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 2023.