

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	+
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Febrero 2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
ago-18	AA (+)	ICRE
feb-19	AA (+)	GlobalRatings
ago-19	AA (+)	GlobalRatings
feb-20	AA (+)	GlobalRatings

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para a la Segunda Emisión de Obligaciones de AGNAMAR S.A. en comité No.265-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de agosto de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio de 2020. (Resolución No SCVS-INMV-DNAR-2018-00010023 aprobada el 30 de octubre de 2018 por un monto de hasta USD 3.000.000,00).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector petrolero es de los principales sectores de la economía ecuatoriana y de gran importancia para el desarrollo de la economía nacional. Sin embargo, este se ha visto afectado en para el último año debido a la gran volatilidad del precio de petróleo, y agudizado por la emergencia sanitaria.
- AGNAMAR S.A. cuenta con más de 25 años de experiencia en el mercado dedicado a la venta y transporte de combustibles con estándares y certificaciones internacionales que hacen que se destaque como un referente en el sector. La compañía fue el primer proveedor privado de bunker del Ecuador. La empresa abastece las necesidades de suministro de bunker en todos los puertos ecuatorianos; es decir, Guayaquil, Esmeraldas, Manta, Posorja y La Libertad; prestando un servicio conveniente y confiable.
- En el contexto de la emergencia actual, AGNAMAR S.A. mantuvo abierta y en operación su embarcación denominada Barcaza Ayampe con una capacidad de 3.800 toneladas métricas para la comercialización de combustibles navieros, sin embargo, se vio afectada por la situación actual del país. En cuanto a los protocolos para las actividades y retorno del personal se han cumplido todas las normas de seguridad, manteniendo sus actividades de manera regular.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos, adicionalmente de mantener un resguardo voluntario consistente en una prenda comercial con una cobertura de al menos el 10% del monto en circulación de la Emisión vigente. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de AGNAMAR S.A. provienen de la venta de combustibles al sector naviero nacional e internacional, adicionalmente del transporte de toda clase de hidrocarburos principalmente aceites de Marine Diesel Oil - MDO y combustible. La compañía presentó altos niveles de ingresos durante el periodo analizado (2017 – 2019) con fuertes fluctuaciones influenciados en gran medida por las variaciones del precio del petróleo, materia prima de los combustibles comercializados. El comparativo interanual a junio de 2020, cuando las actividades económicas a nivel nacional se vieron restringidas por la emergencia sanitaria, los efectos de la pandemia incidieron negativamente sobre la producción petrolera en el país, más la elevada volatilidad del precio internacional del crudo en función del deterioro de las actividades industriales y comerciales, así como de la incertidumbre generalizada durante el 2020, se reflejaron en una disminución en sus ingresos. A pesar de lo acontecido, la compañía ha mantenido una constante optimización del costo de ventas, tomando en cuenta la dinámica de precios de mercado que repercuten directamente los precios del combustible, acompañado de un excelente manejo de gastos operativos, que le han permitido obtener resultados operativos positivos durante el periodo de análisis. Para junio de 2020 la compañía presenta pérdida operativa, ante la difícil situación del sector en general pero con previsiones positivas hacia el cierre de 2020 reversionando la situación actual proyectando resultados positivos.

La compañía presentó una robusta propiedad, planta y equipo dado el propio giro de negocio, la cual no ha presentado fuertes incrementos, la cual se proyecta estable durante la vigencia de la presente Emisión. Adicionalmente a lo mencionado, la compañía ha presentado un incremento controlado de su cartera y estabilidad dentro de sus inventarios. Sus niveles de rentabilidad mantuvieron fluctuaciones propias del propio comportamiento del sector y la deuda neta se mantuvo dentro de niveles controlados. El rendimiento sobre el patrimonio tuvo variaciones por lo comentado anteriormente proyectándose con un crecimiento sostenido durante la vigencia de la presente Emisión.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	15.535	52.818	26.333	22.394	24.633	25.865	27.158	18.512	4.832
Utilidad operativa	346	688	115	448	493	517	543	551	(319)
Utilidad neta	(114)	287	(13)	44	99	139	174	376	(555)
EBITDA	655	1.026	448	781	826	850	876	716	(149)
Deuda Neta	61	1.165	1.637	527	14	-	-	1.029	1.478
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	724	(711)	1.583	1.160	504	433	511	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(471)	(16)	(2.641)	(3.567)	(3.777)	(3.883)	(4.040)	(947)	(3.501)
Servicio de Deuda (SD)	168	-	528	0,14	-	-	-	-	521
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	3,89	-	0,85	5,537	-	-	-	-	-
Capital de Trabajo	(1.449)	110	251	126	105	180	815	509	6
ROE	-4,83%	10,89%	-0,54%	1,82%	3,90%	5,19%	6,08%	27,03%	-60,19%
Apalancamiento	2,33	2,51	2,59	3,60	3,26	2,93	2,71	2,37	4,64
Z de Altman Comercio y Servicios	-0,373	1,025	0,718	0,655	0,726	0,866	1,348	1,221	0,047

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de AGNAMAR S.A. para el periodo 2020 - 2021 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. En este caso, igual que en todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Adicionalmente, el sector en el que AGNAMAR S.A. se desenvuelve durante 2020 el precio internacional del crudo ha exhibido una elevada volatilidad en función del deterioro de las actividades industriales y comerciales, así como de la incertidumbre generalizada, aunque se proyecta estable hasta el cierre. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta una disminución moderada de las ventas respecto de 2019 (15%) el cual se espera se recupere para los años siguientes. En lo que respecta al del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas del 91% y 91,5% para los años siguientes. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las garantías bancarias con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En el escenario descrito, la compañía presenta niveles de venta incrementales, muy buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio que alcanza el 6,08% en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima bajarán progresivamente en el futuro hasta extinguirse en el caso de no obtener nuevas emisiones de deuda. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, con un capital de trabajo estable, un apalancamiento con tendencia a la baja y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones e incrementar la planta y equipo si la compañía lo estimara necesario.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis

detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado sus políticas de crédito para prevenir el riesgo de crédito en sus operaciones con los clientes.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de precios, restricciones u otras políticas gubernamentales que afecten directamente al petróleo y sus derivados son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. No obstante, dado que la actividad hidrocarburífera es una de las principales fuentes de ingresos del Ecuador, no se espera que el Estado suspenda la venta de bunker o realice cambios en la normativa vigente, mitigando de esta manera el riesgo para la compañía.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La posibilidad de que se presente el riesgo de accidentes para los buques o de un derrame del combustible que se transporta, lo cual podría generar importantes egresos de recursos para reparar la contaminación ambiental y posibles demandas por parte de las localidades afectadas. Para minimizar este riesgo, la compañía mitiga este riesgo al exigir que las embarcaciones que utiliza se sometan a rigurosas inspecciones, y cuenten con un seguro marítimo por daños propios y/o terceros.
- El aprovisionamiento y el poder de negociación del combustible por parte de EP-Petroecuador, al ser su único proveedor, presenta un riesgo de concentración ya que EP-Petroecuador es quien fija los precios para los distintos tipos de combustibles en el país; sin embargo, la compañía mitiga este riesgo ya que las variaciones del precio son transferidos directamente a los clientes y al ser la actividad hidrocarburífera una de las principales fuentes de ingresos del país, su abastecimiento es prioritario en el mercado.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up de respaldo por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que inicialmente respaldan la Emisión son las embarcaciones y equipos, adicional el Emisor se compromete a mantener y reponer cualquiera de las cuentas del activo siendo principalmente efectivos y sus equivalente, inventarios y cuentas por cobrar. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen con La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. sobre daños en el casco y maquinaria por un monto de hasta USD 4.162.500,00.
- Al ser el 19,14% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, o por pérdidas. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños. Sin embargo, al ser este de alta rotación, no se prevé pérdidas por obsolescencia.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene.

- La propiedad, planta y equipo que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía, para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro por un valor total asegurador de USD 506 millones con las compañías La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. y Ecuatoriano Suiza S.A.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene AGNAMAR S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 3,03 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 45,04% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 29,15% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es medianamente representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	
	3.000.000	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral	
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	El objeto de la emisión es financiarse a través del mercado de valores para obtener recursos líquidos, los cuales se destinarán 100% para capital de trabajo, principalmente para la compra de inventario y pago a proveedores, entre otros.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
	Resguardo Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones. 				
	Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía. 				

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Casa de Valores ADVFIN S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

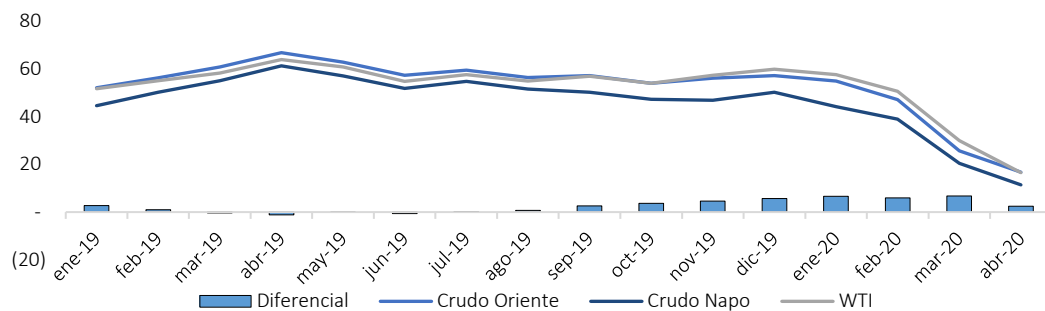


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Mayo 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹² El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a mayo de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁴. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁵.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para mayo de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020¹⁶. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo tentativo con los tenedores de bonos, con el que se pretende reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 2020	41.564,92	6,36%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁷. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020.

¹⁴ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

¹⁵ El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁶ El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s

¹⁷ El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁸.

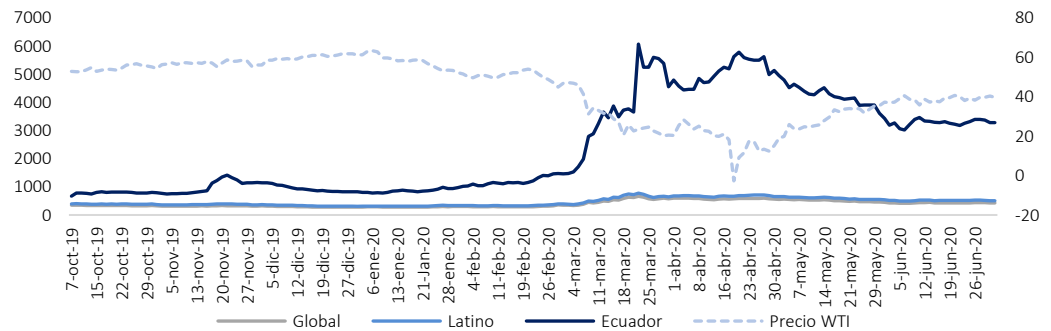


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁹.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); Elaboración: GlobalRatings

¹⁸ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁹ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno²⁰. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social²¹. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	MAYO 2019	MAYO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; Elaboración: GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud²². La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²³.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²³. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²³.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

²⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

²¹ Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/iess-possible-presion-financiera-seguro-desempleo/>

²² Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

²³ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en mayo de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-ABR 2019	ENE-ABR 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR PETROLERO

El petróleo es uno de los principales recursos energéticos y uno de los factores decisivos de la economía mundial, dado que su precio, volumen de producción y nivel de reservas inciden directamente en las interacciones económicas a nivel global. En el caso de Ecuador, la producción y venta de petróleo constituyen una importante fuente de ingresos para el Estado, por lo cual es un determinante fundamental de la balanza comercial y del desempeño fiscal de la economía nacional. En 2017, los ingresos por las ventas y exportaciones de petróleo y derivados constituyeron el 21% de los ingresos del Estado, y entre enero y diciembre de 2018, los ingresos por estos rubros alcanzaron los USD 6.462,75 millones. Para 2019, el país recibió un total de USD 15.097 millones por la venta de petróleo, de los cuales USD 2.805 millones se destinaron al fisco. Los ingresos petroleros son muy volátiles debido a que, dada la producción marginal de petróleo ecuatoriano en los mercados internacionales, el Ecuador no puede influir sobre el precio mundial del crudo, que depende de factores fundamentalmente externos.

El sector petrolero en el Ecuador ha sido objeto de una importante volatilidad durante los últimos años, impulsada principalmente por la variación en los precios del crudo en mercados internacionales. A partir de 2003, la explotación de petróleo y minas afrontó un crecimiento sostenido, impulsado en 2004 por la entrada en funcionamiento del Oleoducto de Crudos Pesados. Para los años posteriores, el crecimiento del sector fue inferior, y a partir de 2007, la tendencia se revirtió, promediando hasta 2012 una tasa de variación negativa. No obstante, dado el incremento en los precios del barril de crudo, entre 2013 y 2014 el sector afrontó siete trimestres de crecimiento consecutivo, con un crecimiento anual de 6,60% en 2014. A partir de 2015 el sector mantuvo una tendencia decreciente, cerrando el año 2018 con un decrecimiento de 5,94%.

Durante 2019 se evidenció un comportamiento creciente en la actividad del sector de extracción de petróleo y minas, con excepción del cuarto trimestre, cuando se registró una caída de 3,39%, en términos reales, con respecto al tercer trimestre de 2019. Al cierre del año el VAB del sector alcanzó los USD 6.032,81, monto que implica un crecimiento real de 2,38% con respecto al año 2018. Para el primer trimestre del 2020 el Valor Agregado Bruto del sector alcanzó los USD 1.620,77 millones, monto que constituye un crecimiento real de 2,41% comparado con el primer trimestre de 2019, y de 2,39% con respecto al cuarto trimestre de 2019.

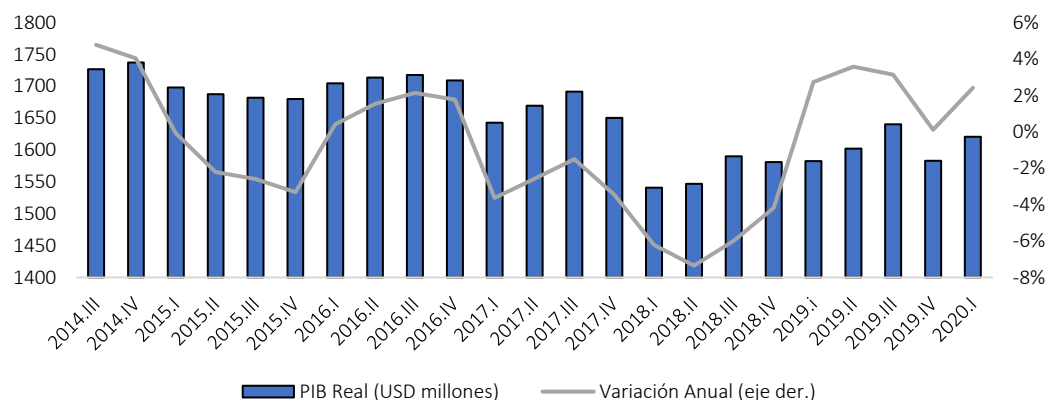


Gráfico 3: Evolución PIB Real (Petróleo y minas)

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El sector alcanzó un porcentaje de participación dentro de la economía nacional de 11,08% en 2014, en función de los elevados precios del petróleo. A partir de 2015, la participación del sector se redujo significativamente, alcanzando a diciembre de 2018 un 5,73% del PIB nacional, lo que supuso un incremento de 0,92 puntos porcentuales con respecto a 2017. En 2019 la participación decreció a 5,62% y al primer trimestre de 2020 el porcentaje de aportación se redujo aún más, al 4,95% del PIB nacional.

El volumen de producción de petróleo en el país mantuvo una tendencia creciente hasta 2014, cuando se alcanzó una producción total de 203,14 millones de barriles, y un promedio de 557 mil barriles al día. De estos, el 77,77% fue producción pública, y el 22,23% fue producción privada. A partir de 2015, el volumen de producción nacional de petróleo mantuvo una tendencia decreciente, alcanzando un total de 193,93 millones de barriles en 2017, de los cuales el 78,43% fue de producción pública y el 21,57% fue de producción privada. Durante 2018, la producción nacional de petróleo llegó a un total de 188,8 millones de barriles, equivalentes a un promedio diario de 517,24 mil barriles, inferior en 2,65% a la producción diaria de 2017. En 2019 la producción total a nivel nacional fue de 193,8 millones de barriles, con una producción diaria promedio de 531 mil barriles.

Durante el cuarto trimestre de 2019, los oleoductos ecuatorianos transportaron 47,66 millones de barriles de petróleo, lo que equivale a un promedio diario de 518 miles de barriles y una utilización del 64,0% de la capacidad de transporte diario de crudo instalada en el país. El volumen anual procesado en el año 2019 fue de 6,71 millones de barriles, lo cual corresponde a una disminución del 6,5% con respecto a la cantidad procesada en 2018 que fue de 7,18 millones de barriles. Por otra parte, la refinería La Libertad, que procesó 13,56 millones de barriles de petróleo a lo largo del año 2019, recibió un mantenimiento de limpieza y cambio del domo de la torre fraccionadora CV 2. El mantenimiento tuvo una duración de 20 días y se llevó a cabo en el mes de septiembre²⁴. La producción y transportación también se vio afectada por las revueltas indígenas llevadas a cabo en octubre de 2019. Los niveles de transporte diario se volvieron a normalizar durante el primer trimestre de 2020.

Durante el primer trimestre de 2020 la producción aumentó en 2,7% con respecto al trimestre anterior, alcanzando los 48,9 millones de barriles. Este aumento fue previsto como una herramienta para aumentar la producción y así contrarrestar la caída del precio a nivel internacional. Entre enero y marzo de 2020, el 20,92% de la producción total provino de compañías privadas.

Los efectos de la pandemia incidieron negativamente sobre la producción petrolera en el país; la cantidad extraída de barriles fue de 531,76 miles, mientras que se preveía extraer 542 mil barriles diarios. Esto implica que, de enero a marzo de 2020, los oleoductos transportaron 48,39 millones de barriles, utilizando el 65,6% de la capacidad de transporte diario de crudo. Durante este periodo el petróleo total procesado por las refinerías del país llegó a 13,13 millones de barriles, volumen superior en 10,2% respecto al trimestre anterior, y en 1,7% respecto al primer trimestre de 2019. En abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas, por lo cual la producción no ha logrado regresar a los niveles previos al incidente.

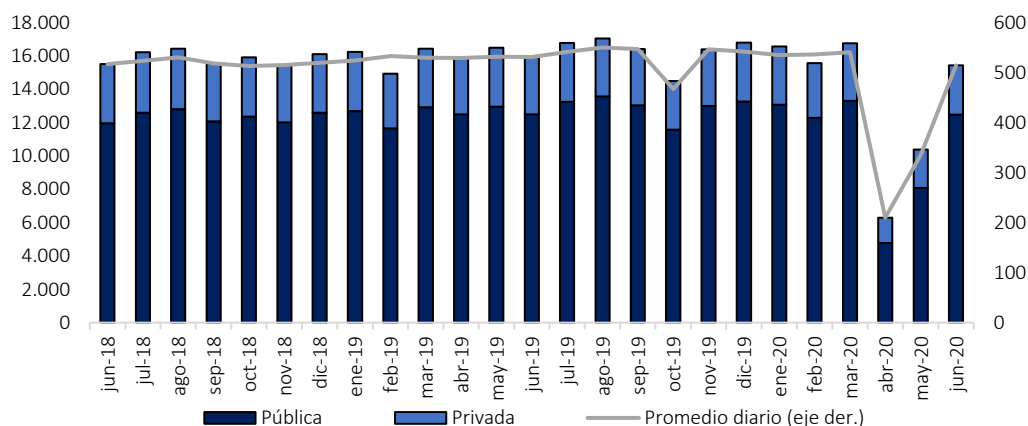


Gráfico 4: Evolución de la producción petrolera nacional
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El precio promedio del petróleo alcanzó su máximo en 2013, año en que el barril del Petróleo WTI se cotizó a USD 97,87 en mercados internacionales. A partir de entonces, el precio internacional del barril de petróleo mantuvo una tendencia decreciente, cerrando el año 2016 con un promedio de USD 43,21. En 2017, el precio internacional de crudo se recuperó, alcanzando los USD 50,91 por barril. Durante el 2018, el precio del petróleo afrontó una recuperación, pero de octubre a diciembre, los precios de los crudos WTI y Brent

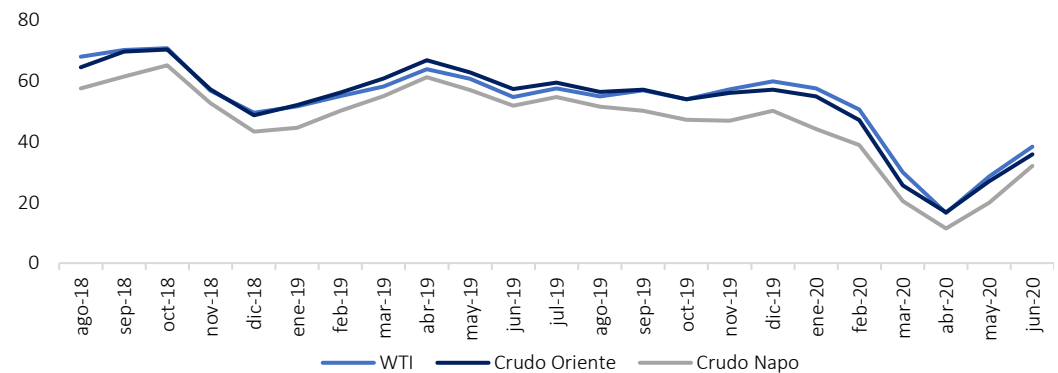
²⁴ Reporte del Sector Petrolero- IV Trimestre de 2019, Banco Central, obtenido de: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/ASP201906.pdf>

presentaron una clara tendencia al descenso, explicada principalmente por las expectativas de las sanciones de Estados Unidos sobre Irán relacionadas a la disputa del tema nuclear, anuncios de que tanto Rusia como Estados Unidos alcanzaron niveles récord de producción de barriles diarios-

Durante 2019, el petróleo ecuatoriano se comercializó a un precio promedio de USD 55,5 por barril, cifra superior a la establecida en el Presupuesto General del Estado (USD 50,05 por barril), lo cual representó ingresos adicionales para el Estado por USD 5,45 por cada barril. La estabilidad del precio durante 2019 fue consecuencia de la estrategia aplicada por la OPEP para estabilizar el precio del crudo a nivel internacional.

Durante 2020 el precio internacional del crudo ha exhibido una elevada volatilidad en función del deterioro de las actividades industriales y comerciales, así como de la incertidumbre generalizada. Para febrero de 2020 los miembros de la OPEP se reunieron para tomar medidas que eviten un desplome del precio, sin embargo, no se llegó a un acuerdo específico ya que Rusia no apoyó la idea de recortar la producción a 1,5 millones de barriles por día. Consecuentemente, los precios se desplomaron. Para marzo, los precios internacionales bajaron aún más dado que Arabia Saudita redujo su precio oficial de venta y junto con Estados Unidos aumentaron su producción²⁵, y para abril de 2020 llegaron a cotizarse en valores negativos.

En general la demanda de mercado fue gravemente golpeada por la paralización de la economía por lo cual las autoridades internacionales decidieron tomar medidas que reactiven la actividad económica de la industria petrolera. La Reserva Federal decidió bajar sus tasas de interés hasta cerca de cero, los bancos europeos implementaron medidas de impulso y el banco japonés continuó con sus estímulos a la política monetaria. Asimismo, se realizó una mediación del gobierno estadounidense para acabar la guerra de precios entre Riad y Moscú y se entabló la reducción de 10% de producción mundial a partir del 1 de mayo²⁶. Si bien se ha visto una recuperación del precio, la OPEP indica que los pronósticos no son alentadores ya que la caída del consumo de petróleo es superior a la esperada²⁷. Para junio de 2020, el precio del petróleo WTI bordeó los USD 40 por barril. Cabe recalcar que el petróleo ecuatoriano se vende con descuento en los mercados internacionales, por lo cual el precio de comercialización se encuentra muy por debajo del considerado en el Presupuesto General del Estado para 2020 (USD 51,30).



Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

En 2018 las exportaciones de petróleo crudo alcanzaron los 129,69 millones de barriles, cifra que representa cerca de USD 7.853,41 millones, y que constituye una variación negativa de 4,28% frente al mismo período de 2018 en el número de barriles, pero un incremento de 26,88% en el valor de las exportaciones en comparación con el mismo periodo de 2017. En 2019 las exportaciones nacionales de crudo alcanzaron los 139,82 millones de barriles, que totalizaron un monto de USD 7.731,16 millones. Por su parte de enero a junio de 2020, las exportaciones petroleras totalizaron USD 2.052,07 millones, monto que representa una disminución de producción petrolera del 47,03%, con respecto al mismo periodo de 2019. De acuerdo con el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables, las exportaciones de petróleo se realizan con normalidad a pesar de la emergencia sanitaria. No obstante, para el mes de abril la producción se redujo en

²⁵ Reporte del Sector Petrolero- I Trimestre de 2020, Banco Central, obtenido de: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/ASP201906.pdf>

²⁶ Caída del precio del petróleo: 3 razones por las que el crudo estadounidense WTI se vendió a precio negativo y cómo afecta a América Latina, BBC, obtenido de: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362340>

²⁷ OPEP prevé una mayor caída del precio del petróleo por falta de consumo, El Universo, obtenido de: <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/08/12/nota/7938871/opec-preve-mayor-caida-precio-petroleo-falta-consumo>

76,06%, y se recaudó únicamente USD 74,81 millones. Durante los últimos meses se ha presenciado una recuperación paulatina con lo que se alcanzó los USD 427,62 millones para el mes de junio.

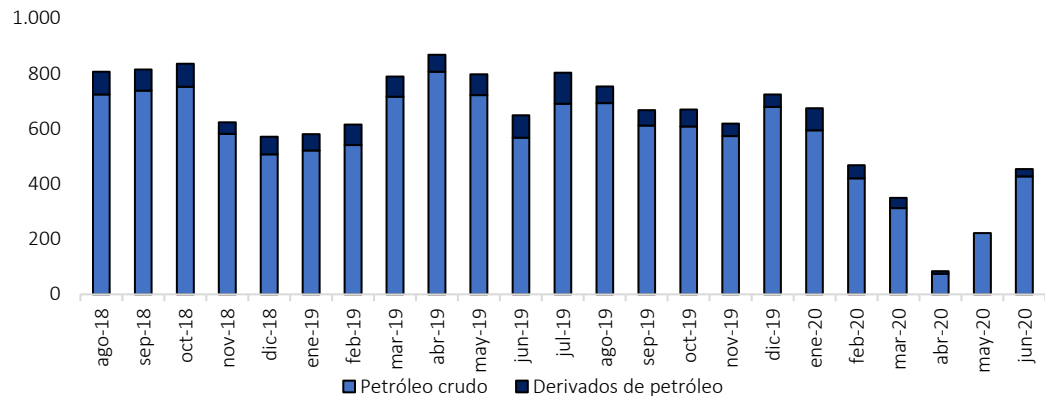


Gráfico 6: Evolución de las exportaciones petroleras (USD millones).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Del total de exportaciones de petróleo crudo, aproximadamente el 86% pertenecen a las exportaciones de Petroecuador y el 14% a las compañías petroleras privadas. En cuanto a las exportaciones de derivados de petróleo en 2018, estas ascendieron a 15,40 millones de barriles que representaron un monto de USD 905,14 millones. Durante 2019, las exportaciones de derivados subieron a 15,85 millones de barriles, equivalentes a un monto de USD 807,05 millones. Este valor representa un decrecimiento de 10,84% con respecto al año 2018. Entre enero y junio de 2020, las exportaciones de derivados totalizaron un monto de 6,39 millones de barriles que equivale a USD 200,63 millones.

En cuanto a las estadísticas laborales, en el año 2017 el sector petrolero contó con 28.899 empleados a nivel nacional, de los cuales, el 86% pertenecieron al sector público y el 14% al sector privado. Además, se destaca que el 52% representa al empleo directo y el 48% restante representa el empleo indirecto.²⁸ De acuerdo con la Encuesta Nacional de Empleo del INEC, para diciembre de 2018, el 0,56% de la población empleada se desempeñó en el sector petrolero, lo cual constituye un incremento marginal frente a diciembre de 2018, cuando el 0,39% de la población empleada trabajó en dicho sector. Para el año 2019, la población empleada en el sector petrolero fue de 0,62%. De acuerdo con las estimaciones del Banco Central del Ecuador, el empleo en el sector petrolero fue uno de los menos afectados por la pandemia, con una pérdida de aproximadamente 200 puestos de trabajo en el sector entre los meses de marzo y mayo de 2020.

EMPLEO POR SECTOR	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19
Agricultura, ganadería, caza, y silvicultura y pesca	30,11%	29,77%	29,68%	29,41%
Comercio	17,52%	18,30%	18,55%	17,93%
Manufactura	10,48%	10,26%	9,99%	10,32%
Construcción	6,15%	5,80%	5,76%	6,08%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,50%	6,45%	6,60%	6,69%
Petróleo y Minas	0,62%	0,43%	0,46%	0,49%
Otros	28,62%	28,99%	28,96%	29,08%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 10: Porcentaje de población empleada por sector.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al análisis de las fuerzas competitivas, el grado de amenaza de nuevos participantes en el mercado es bajo. Esto se debe a que las barreras de entrada al sector son altas, principalmente debido al elevado capital inicial que se requiere para iniciar con actividades de extracción petrolera, así como para desarrollar nuevas tecnologías que permitan superar a los participantes actuales de mercado, que cuentan con mayores recursos para investigación y desarrollo. Asimismo, las empresas públicas controlan gran parte de la extracción de petróleo a nivel nacional, lo cual limita el mercado para las empresas privadas que deseen incursionar en este sector. Asimismo, los precios del petróleo tienen alta volatilidad, lo cual vuelve menos atractivo al sector. Actualmente, la tendencia del mercado está definida por una extracción más eficiente del recurso a menores costos, a través de la aplicación de nuevas tecnologías para la recuperación de petróleo, que toman mucho tiempo y son costosas de desarrollar.

²⁸ Informe de rendición de cuentas 2017, Ministerio de Hidrocarburos, obtenido de: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwizroWJgyYbdAhWB3IMKHb_fBUwQFJAAGQIABAC&url=https%3A%2F%2Fwww.hidrocarburos.gob.ec%2Fwpcontent%2Fuploads%2F2018%2F03%2FRendicion-de-cuentas-2017.pdf&usq=AOvVaw0jY8Hv7-dYM2_mMKWu-rab

El grado de amenaza de los sustitutos también es bajo, dado que el petróleo es el principal recurso energético a nivel mundial, tendencia que se mantendrá en el mediano plazo. En el largo plazo, al ser un recurso no renovable, podrá ser reemplazado por otras fuentes de energía, como la nuclear, el carbón, la hidráulica, entre otras.

Asimismo, el poder de los compradores en el sector petrolero es bajo debido a la naturaleza de la industria, dado que el precio del petróleo se determina según la oferta y demanda internacional, y un participante en particular tiene poca influencia sobre este. En cuanto al poder de los proveedores, los países con mayor producción de petróleo tienen gran influencia sobre los términos de comercialización del petróleo. Es por esto que países como el Ecuador, cuya producción es marginal y representa cerca del 0,65% de la producción mundial, no determina el precio de comercialización, ni tiene la capacidad para incrementar significativamente su volumen de producción en el corto plazo. Por lo tanto, las empresas que operan en la extracción de petróleo también tienen un bajo poder de negociación.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena posición en su sector a pesar de la competencia y la situación en la que se encuentra atravesando el sector petrolero.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A. como empresa dedicada a la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, principalmente aceites de Marine Diesel Oil-MDO y combustible, al sector naviero internacional, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



Gráfico 7: Historia de la compañía
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía fue constituida mediante escritura pública otorgada el 13 de septiembre de 1991, ante la Notaría Décima Tercera del cantón Guayaquil e inscrita en el Registro Mercantil del cantón Guayaquil el 28 de octubre de 1991, bajo la denominación AGENCIA NAVIERA AGNAMAR S.A. como el primer proveedor privado de bunker del Ecuador.

La empresa abastece las necesidades de suministro de bunker en todos los puertos ecuatorianos; es decir, Guayaquil, Esmeraldas, Manta, Posorja y La Libertad; prestando un servicio conveniente y confiable.

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 1.500.000 compuesto por 1.500.000 acciones ordinarias de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están altamente comprometidos, situación que se ve demostrada al importante apalancamiento que presenta la compañía a través de recursos propios.

AGNAMAR S.A.		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Corinto Port Services		Islas Vírgenes Británicas	1.499.800	99,99%
Inversionista Pemasal S.A.		Ecuador	200	0,01%
Total			1.500.000	100,00%
Corinto Port Services		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Admiservice (PTC) Limited in Trust for Legacy Unit Trust		Islas Vírgenes Británicas	N/A	N/A
Inversionista Pemasal S.A.		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Corinto Port Services		Islas Vírgenes Británicas	338.700	99,97%
AGNAMAR S.A.		Ecuador	100	0,03%
Total			338.800	100,00%

Tabla 11: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Las compañías domiciliadas en el exterior mantienen como accionistas a personas naturales de amplia experiencia en el rubro en el que se desenvuelve la compañía.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

EMPRESA	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Naviservicios S.A.	Corinto Port Services	Accionariado	Activa
	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	
Inversionista Pemasal S.A.	Corinto Port Services	Accionariado	Activa
	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	
Ecuamulsion S.A.	Corinto Port Services	Accionariado	Activa
	Inversionista Pemasal S.A.	Administración	
Ecuavave C.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	Activa
	Espinel Febres Cordero Ramon	Administración	
Inversionista Azalea S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	Activa
Servicios Navales Fluvimar S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	Activa
Servicios Navales Vo120 S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Administración	Activa
Terminales Monteverde TERMIMONTE Cía. Ltda.	Espinel Febres Cordero Ramon	Administración	Activa

Tabla 12: Compañías relacionadas por accionariado/administración

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía no tiene implementadas prácticas de Gobierno Corporativo, sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad, y demás indicadores de relevancia del negocio. La administración estará a cargo del Presidente y el Gerente General, quienes serán elegidos por la Junta General para periodos de cinco años. Sin embargo, actuarán con funciones prorrogadas aun cuando hayan fenecido sus respectivos periodos, hasta ser legamente reemplazados. El Gerente General tiene atribuciones para administrar y representar legalmente a la compañía tanto en lo judicial como en lo extrajudicial, en forma individual, en todos los negocios relacionados con su giro o tráfico, sin más limitaciones que las facultades que por Ley y este estatuto correspondan a la Junta General de Accionistas, pero, en todo caso, requerirá autorización especial de dicha Junta para dar avales o garantías, así como para la enajenación, hipoteca, limitaciones o gravámenes de los bienes inmuebles de la compañía. Ante su ausencia o falta lo subrogará con iguales deberes o atribuciones el Presidente a quien corresponde, además, supervigilar la marcha de la compañía, velar por el cumplimiento del estatuto social, suscribir las acciones, convocar y presidir las Juntas Generales. La fiscalización estará a cargo de un comisario elegido anualmente por la Junta General, quien tendrá su respectivo suplente.

NOMBRE	CARGO
Escobar Manrique de Arizaga María del Rosario	Presidenta
Espinel Febres Cordero Ramón Alberto	Gerente General

Tabla 13: Principales Directivos

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: Global Ratings

A la fecha del presente informe AGNAMAR S.A. cuenta con 13 empleados en las diferentes áreas de la empresa, además La compañía no mantiene ni sindicatos y/o comités de trabajadores. Además, la empresa informa que no se han reportado huelgas ni acciones que impidan el desarrollo normal de las operaciones.

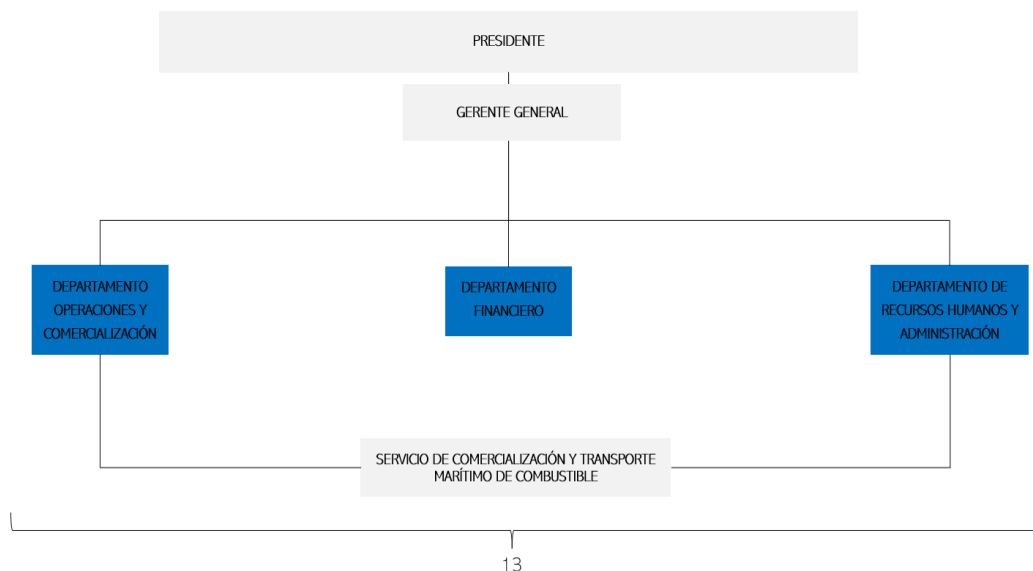


Gráfico 8: Organigrama

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La compañía mantiene un adecuado manejo de su información a través del uso de diversos sistemas informáticos. Entre los sistemas que utilizan destacan los siguientes: Microsoft Dynamics Great Plains, versión 10.00.0774 como ERP y Sinergy, versión 9.0.12.4, sistemas con los que administras y controla las operaciones en general.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

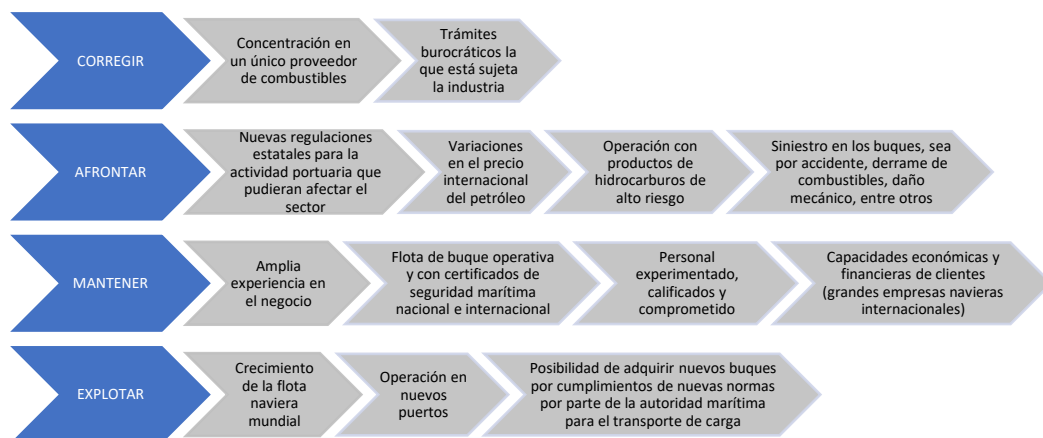


Gráfico 9: Planificación estratégica

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La compañía cuenta con la Unidad de Auditoría Interna donde las principales funciones son:

- Revisar todas las transacciones de compras y gastos de la empresa, verificando que cumplan con la normativa externa, políticas y procedimiento internos soporte, legalidad y sustancia económica y presupuestos aprobados.
- Coordinar y elaborar el presupuesto anual e indicadores estratégicos y realizar seguimiento al cumplimiento y sus desviaciones, controlando los recursos económicos asignados para el giro del negocio.
- Administrar y supervisar el proceso de sistemas, verificando la disponibilidad integral y confidencialidad de la información, así como el resguardo de los recursos a nivel de hardware y software que permitan el óptimo desempeño de la empresa.
- Desarrollar e implementar los planes de auditoría interna del Sistema de Gestión Integral y Control Interno.
- Revisar y aprobar junto con la Gerencia Financiera de las observaciones planeadas durante el proceso de auditoría externa y el informe anual de auditoría externa de los estados financieros y anexos.
- Realizar seguimiento a las observaciones de los informes de auditoría interna y externa, verificando que la administración ha adoptado las recomendaciones, acciones propuestas u otras medidas para superar las deficiencias informadas y en los plazos acordados.

Evaluar en forma permanente los procesos y controles implementados y recomendar medidas para el mejoramiento continuo.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Numeral 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

AGNAMAR S.A. es la primera empresa privada de la industria del sector naviero internacional del Ecuador en tener la certificación ISO 9001 para el Transporte Marítimo de Hidrocarburos y Venta de Combustible, certificación con la que cuenta desde el año 2002 con Lloyd's Register (LRQA). Así mismo, la calidad del bunker que comercializa «Intermediate Fuel Oil – IFO» cumple con la norma ISO 8217. La empresa también posee la certificación ambiental ISO 14001:2004 desde el 2012, a través de la cual evidencia su compromiso con el cuidado y protección del medio ambiente, actualmente estos certificados se encuentran en proceso de renovación. Por medio del Sistema de Gestión implementado, establece los lineamientos de una operación segura, prevención de la contaminación y la seguridad del personal.

Adicionalmente, la empresa proporciona permanentemente charlas a las tripulaciones de los buques, tanques y demás personal involucrado en las actividades de abastecimiento marítimo de los combustibles por razones de seguridad.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

La actividad principal es la comercialización de petróleo, petróleo crudo, derivados de petróleo y toda clase de hidrocarburos a los sectores naviero nacional e internacional, así como a ciertos sectores económicos y público en general. Adicionalmente entre sus principales operaciones se encuentra la operación de lanchas, barcos tanqueros y naves, bajo cualquier modalidad de contratación, inclusive la de flete, en tráfico marítimo y fluvial, para el transporte nacional e internacional de hidrocarburos y de carga.

En la actualidad su actividad es la venta de combustible al sector naviero nacional e internacional.

La compañía cuenta con una embarcación denominada Barcaza Ayampe con una capacidad de 3.800 toneladas métricas, adicional a ésta, utiliza embarcaciones de propiedad de sus compañías relacionadas y de terceros. Todos los tanqueros que fletea la empresa e inclusive la de su propiedad, se someten a rigurosas inspecciones y se encuentran avalados por sociedades clasificadoras.

Entre los principales servicios de AGNAMAR S.A. están:

- **Abastecimiento de combustible:** Provee el servicio de suministro de bunker en todos los puertos ecuatorianos en los sectores naviero nacional e internacional. Prestando el servicio más conveniente y confiable. Los grados IFO ofrecidos son de 380 y 180, también están capacitados para proveer Marine Gas Oil (MGO) bajo solicitud.
 - **IFO 380 y 180:** es una mezcla de combustibles destilados y residuales, que generan un combustible intermedio, esta mezcla se realiza con el fin de disponer de un combustible que se adapte mejor a las necesidades de manipuleo, bombeo y viscosidad para una adecuada operación de los distintos equipos de combustión. Está diseñado para utilizarse como combustible en buquetanques y plantas de generación de energía eléctrica.
 - **Marine Gas Oil:** Este combustible se obtiene a partir de la destilación atmosférica de crudo. Está diseñado para ser usado en motores Diesel que operan bajo altas condiciones de rendimiento en altitudes por debajo de los 2000 metros sobre el nivel del mar para generar poder eléctrico y mecánico en quemadores, hornos, calderas y motores marinos.
- **Fletes:** Opera bajo 3 modalidades:
 - Charter o flete por tiempo
 - Voyage charter o flete por viaje.
 - Flete por galón o T.M transportado

Las principales estrategias de la compañía en el corto y mediano plazo es mantener un adecuado capital de trabajo y mejorar las eficiencias operativas lo que debe generar un sostenido nivel de ingresos. Complementariamente se está fortaleciendo las relaciones comerciales y operativas con EP-Petroecuador.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Dentro de sus políticas principales, AGNAMAR S.A. cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. y Ecuatoriano Suiza S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones, adicionalmente de responsabilidad civil, fidelidad y transporte por un monto total asegurado de USD 506 millones.

ASEGURADORA	RAMO	MONTO (USD)	VIGENCIA	
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Seguro marítimo por daños propios y/o terceros	500.000.000	20/5/2020	20/8/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Casco y maquinaria	4.162.500	1/2/2020	1/2/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de Contrato	1.000	8/3/2020	8/9/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de contrato Sector Naviero Nacional	19.200	11/2/2020	11/2/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de contrato Sector Naviero Internacional	17.970	1/11/2019	1/11/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de Contrato	800	31/3/2020	31/3/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Responsabilidad Civil	10000	8/3/2020	8/9/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de contrato Licencia Ambiental	10500	3/8/2019	3/8/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Responsabilidad Civil Operaciones de Carga y Descarga	1.500.000	6/2/2020	6/2/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Cumplimiento de Contrato Permiso de Operación	25.000	31/12/2019	31/12/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Responsabilidad Civil Permiso de Operación	25.000	31/12/2019	31/12/2020
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Accidentes Personales	57000	1/2/2020	1/2/2021
La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A.	Transporte de Materiales	43457,12	15/5/2020	13/5/2021
Ecuatoriano Suiza S.A.	Incendio y Líneas Aleadas	100.000	31/12/2019	31/12/2020
Ecuatoriano Suiza S.A.	Robo	70.000	31/12/2019	31/12/2020

Tabla 14: Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CLIENTES

La compañía otorga un crédito a 30 días, previo análisis de la empresa para mantener cuentas por cobrar sanas. La compañía registrar una adecuada distribución de sus clientes a los que brida un servicio confiable, otorgándoles un crédito entre 15 y 30 días.

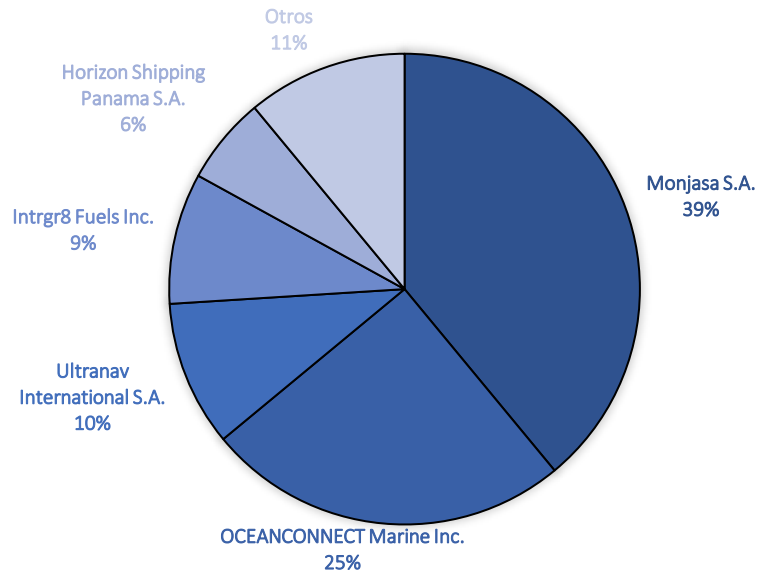


Gráfico 10: Principales clientes
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CADENA DE SUMINISTROS

La compañía registra las cuentas por pagar a EP-Petroecuador (único proveedor) a 30 días plazos con la existencia de una garantía bancaria del monto comprado. Al ser la principal actividad la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, la compañía presenta una alta concentración en un único proveedor (EP-Petroecuador) en distribuir directamente los combustibles para su respectiva venta y transporte.

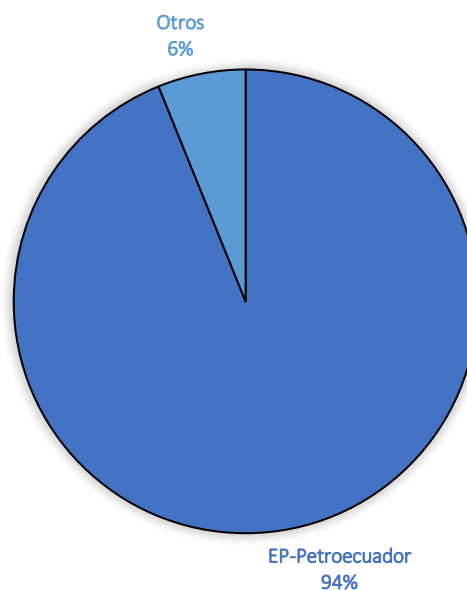


Gráfico 11: Principales proveedores
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

POLÍTICAS DE FINANCIAMIENTO

La empresa financia sus operaciones a través de recursos propios y con sus proveedores. Actualmente, desea obtener otro tipo de financiamiento externo, a través del mercado de valores.

POLÍTICAS DE INVERSIÓN

la compañía invierte sus excesos de liquidez en activos financieros líquidos que mantiene hasta el vencimiento y que son renovados a medida que la gerencia financiera analice y decida si es la mejor opción.

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la competencia de la industria, el mercado está controlado por PetroEcuador y Petroamazonas, empresas estatales de extracción petrolera y servicios afines. A continuación, se presenta el ranking de empresas dedicadas a actividades relacionadas a explotación y extracción de petróleo en el país.

COMPAÑÍA	VENTAS
Masgas S.A.	169.829.795
Corpetrolsa S.A.	121.752.070
AGNAMAR S.A.	26.333.455
Oceanoil S.A.	16.414.150

Tabla 15: Ranking de empresas por ingresos (USD).
Fuente: SCVS.; **Elaboración:** GlobalRatings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de la venta únicamente de combustibles (bunker) el cual está integrado al transporte de éste. Entre 2017 y 2019 las ventas mantuvieron un comportamiento fluctuante pero con tendencia creciente, a pesar de la baja de los ingresos para el 2019, al pasar de USD 52,82 millones en 2018 a USD 26,32 millones en 2019, lo cual constituye una baja del 50,14% durante el periodo analizado, sin embargo, superior a los ingresos registrados en el 2017 por USD 15,53 millones. Cabe resaltar que las variaciones monetarias en cuanto a los ingresos se dan principalmente por la dinámica de precios del petróleo, adicionalmente a regulaciones internacionales que aparecieron durante el mes de octubre del 2019, donde la compañía tuvo que parar sus ventas al no cumplir dichas regulaciones, sin embargo, este inconveniente ya fue resuelto.

Entre 2017 y 2018, las ventas de la compañía incrementaron en 240% (USD 37,28 millones), alcanzando un monto de USD 52,82 millones al cierre del año, evidenciando las constantes variaciones de precios del mercado, recordando que para el 2018 el precio del petróleo alcanzó su punto más alto desde el 2014. Adicionalmente, al cierre del año 2017 la compañía destinó un buque adicional para la operación de venta y transporte de combustible lo que le permitió incrementar su capacidad operativa en alrededor del 70%. Un factor adicional que influyó en el incremento de las ventas fueron eficiencias en los procesos internos que ayudaron a aumentar las cargas dentro de cada mes. Al cierre de 2019, las ventas de la compañía disminuyeron a USD 26,33 millones (-50,14%), monto que se redujo en USD 26,48 millones, ante una caída importante en los precios de mercado del petróleo por una sobre oferta en el mercado mundial. Adicionalmente, de las regulaciones internacionales antes mencionadas.

La compañía comercializa diferentes tipos de combustibles al sector naviero nacional e internacional, dentro de estos se destacan los combustibles IFO 380 e IFO 180 procedentes de petróleo marítimo y que a su vez son los principales combustibles comercializados por la compañía.

INGRESOS	2017	2018	jun-19	2019	jun-20
Venta de combustibles	15.534.756	52.817.783	16.601.171	26.333.455	4.832.137
Total	15.534.756	52.817.783	16.601.171	26.333.455	4.832.137

Tabla 16: Composición de ventas (miles USD).
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución moderada en las ventas de 2020 (15%), en función de las condiciones de mercado actuales. Debe considerarse que en la generalidad de las empresas ecuatorianas

se proyecta una disminución de ventas para 2020, no siendo en el caso de AGNAMAR S.A. ajena a esta situación. Para el 2021 se proyecta una recuperación de los ingresos con un crecimiento del 10% y 5% para los años siguientes, avizorando que la dinámica de precios se mantenga constante. La compañía ha mantenido sus operaciones con relativa normalidad durante el periodo de emergencia, a pesar de los meses de marzo y abril donde el sector petrolero se vio paralizado parcialmente, despachando combustibles con cierta normalidad, sin embargo, los ingresos de la compañía presentaron una disminución del 73,90% en el comparativo interanual, al pasar de USD 16,60 millones en junio de 2019 a USD 4,83 millones en junio de 2020, influenciado por el comportamiento del propio sector, ahondado por la emergencia sanitaria y precios del petróleo que para inicios del 2020 reportaron sus valores más bajos de las últimas décadas.

En cuanto al costo de ventas, presentó variaciones en la participación de los costos de ventas pasando de 89,42% en 2017 a 94,12% en 2018 y finalmente 90,51% para el 2019. Este comportamiento producido por las variaciones de los costos incurridos con respecto a los combustibles comercializados y por la optimización continua por parte de la compañía de sus costos y la eficiencia de los procesos de producción, que le han permitido mejorar sus márgenes de ganancia, a pesar de la fuerte baja de ingresos para el 2019. Otro factor influyente en la disminución observada fue la dinámica de los precios del mercado. Este comportamiento se mantuvo en el comparativo interanual, donde la participación del costo de ventas bajó de 90,21% en junio de 2019 a 89,65% en junio de 2020. En función de lo anterior, y bajo un escenario estresado, se estima que durante el periodo de vigencia de la emisión el costo de ventas presentará una participación promedio del 91,5% sobre los ingresos por venta de combustibles.

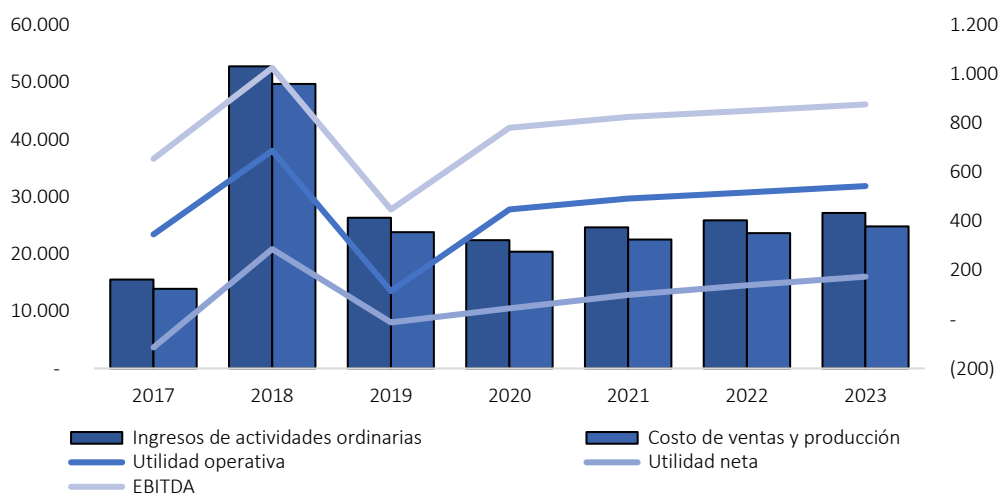


Gráfico 12: Estado de Resultados.
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La consecuencia directa del incremento en la participación del costo de ventas fue la presencia de un margen bruto menor, que pasó de 10,58% en 2017 a 9,49% en 2019, a pesar de la mejoría que presentó con respecto al 2018 donde el margen bruto tuvo una participación del 5,88%, sin embargo, con la optimización de costos asociados durante el periodo y la dinámica de precios del petróleo disminuyó su contribución hacia el 2019. La utilidad bruta, a pesar de la disminución en cuenta a la participación sobre los ingresos, presentó una tendencia creciente durante el periodo, alcanzando los USD 2,50 millones al cierre de 2019 (USD 1,64 millones en 2017). Para junio de 2020 el margen bruto fue de 10,35%. En esa línea, la proyección mantiene un alza constante del margen bruto.

Los gastos operativos venían incrementando entre 2017 y 2019, en función del crecimiento del negocio y de la mayor actividad de la compañía, por lo que la participación de este rubro sobre las ventas incrementó de 8,35% en 2017 a 9,06% en 2019, impulsada por la recepción y despacho de buques. Para 2020, se proyecta una estabilidad con los gastos operativos, coherente con la situación actual del país y para los años sucesivos se espera un crecimiento coherente con el incremento en ventas proyectado.

Producto de lo anterior, la utilidad operativa presentó variaciones entre 2017 y 2019 debido a las fluctuaciones de los gastos operativos, se proyecta con un constante aumento para los años siguientes. Debido a montos similares de la deuda con costo, los gastos financieros tuvieron una estabilidad en el periodo 2017 - 2019, tendencia que tiene su punto de inflexión a partir de 2020, acentuado por la cancelación paulatina de la cancelación de dividendos con respecto a la deuda con el mercado de valores. Históricamente la compañía se ha financiado en mayor medida con sus proveedores, EP- Petroecuador, siendo el porcentaje de deuda con el mercado de valores bajo. Por efecto de los cambios en la utilidad operativa y en menor medida de las variaciones en las depreciaciones, el EBITDA, presentó un descenso hacia el 2019, sin embargo, con una tendencia al alza en el periodo proyectado por la mejora de la utilidad operativa, lo que trae como consecuencia una notable mejoría en el índice que mide la cobertura del gasto financiero y una disminución progresiva en los años requeridos para la cancelación de la deuda con este parámetro.

Como lógica consecuencia de lo indicado, la utilidad neta del periodo bajo análisis presentó valores negativos para 2017 y 2019. La proyección estima que estos resultados tendrán una tendencia al alza en los próximos años como una respuesta a la presencia de la empresa en los mercados de su ámbito y a una eficiente gestión operativa.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en dos cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las embarcaciones, mobiliario y equipos necesarios para las actividades de la compañía, las cuentas por cobrar comerciales y cuentas por cobrar no relacionadas, las cuales se alternan dependiendo la propia estrategia de la compañía y que responden directamente a los niveles de venta, a los tipos de clientes y a las políticas de crédito tanto con clientes no relacionados como con empresas del grupo, y los inventarios compuestos principalmente de combustibles que responden a la estrategia de la compañía. Al 30 de junio de 2020, el 92% del activo total se condensó en estos rubros. En lo que respecta a la propiedad, la proyección no supone una inversión comparable al monto de depreciación. Evidentemente cualquier inversión en este sentido requeriría de mayores niveles de financiamiento y la proyección supone un nivel de efectivo y sus equivalentes que permitirían un crecimiento moderado a este respecto. Por otra parte, las cuentas por cobrar mantienen un incremento sostenido tanto con compañías relacionadas como con clientes no relacionados. Los inventarios crecen coherentemente con las ventas para 2020, pero mantienen cierta estabilidad para los años siguientes influenciado por el comportamiento propio de los precios de mercado de combustibles y la demanda de la compañía, manteniendo los niveles históricos que la compañía ha mantenido, con una cartera sana y un nivel de inventarios controlado

El nivel de activos corrientes mantuvo una tendencia creciente entre 2017 y 2019 y se proyecta que tal comportamiento seguirá en los años siguientes debido a los ya indicados crecimientos del nivel de efectivo y las cuentas por cobrar principalmente. Para 2019 el activo corriente presentó una disminución marginal con respecto al 2018 ante la baja de las cuentas por cobrar. A pesar, de tal situación, junto al reseñado comportamiento en el activo fijo, componente principal del activo no corriente, produce un capital de trabajo positivo e incremental de acuerdo con la proyección. Los niveles del índice de rotación del activo tuvieron una tendencia a la baja desde 2018 a 2019, con un repunte para 2018 por el fuerte incremento de las ventas, causados por la disminución de los ingresos, ante los factores ya mencionados en la sección de evolución de ingresos y costos. Tal tendencia se revierte teniendo como punto de inflexión el 2021 para estabilizarse hacia el final de período proyectado. Este nivel se compara favorablemente con la industria y refleja eficiencia en la gestión de activos.

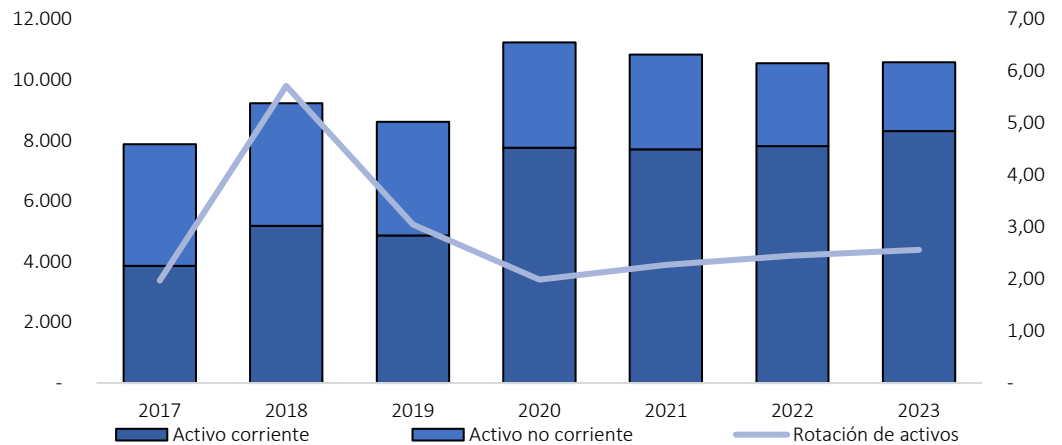


Gráfico 13: Evolución del activo.
Fuente: AGNAMAR S.A.; ELABORACIÓN: GlobalRatings

En línea a lo señalado, el total de activos tuvo un crecimiento entre 2017 y 2019, pasando de USD 7,88 millones a USD 8,63 millones, a pesar del incremento superior para el 2018 en donde alcanzó activos por USD 9,23 millones. Tal crecimiento se debió principalmente al aumento en las cuentas por cobrar con compañías relacionadas (USD 2,63 millones) e inventarios (USD 203 mil). Por su parte, presentaron una disminución las cuentas por cobrar comerciales y la propiedad, planta y equipo efecto de la propia depreciación acumulada. La proyección augura un crecimiento sostenido del total de activos empujado básicamente por un aumento del nivel de efectivo, el que podría utilizarse para expandir las instalaciones y/o la presencia de la empresa en el mercado, las cuentas por cobrar comerciales y relacionadas, y el inventario. Como quedó establecido, la proyección no supone un crecimiento importante de las instalaciones en el mediano plazo.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento decreciente entre 2017 y 2019 pasando de USD 2,65 millones a USD 378 mil. Tal comportamiento obedece principalmente a la dinámica de precios del sector de combustibles, los cuales se encuentran a la baja disminuyendo el valor monetario de las transacciones, la disminución de volúmenes de venta, adicionalmente de la propia estrategia de la compañía contrarrestando esta baja con mayores transacciones comerciales con empresas relacionadas. El porcentaje de 2019 de la cartera respecto de las ventas supone un incremento en la proyección, dada el escenario actual de la compañía, sin que se proyecten crecimientos explosivos y manteniendo una estabilidad tomando en cuenta que la empresa contrarresta esta disminución con la cartera con relacionados. Por efecto de lo anterior, el periodo promedio de recuperación de cartera pasó de 61 días el 2017 a 5 días el 2019. La proyección supone que este promedie los 29 días, lo que compara favorablemente con la recuperación propia del mercado. La compañía no mantiene una provisión de cuentas incobrables dado el sector en el que se encuentra, adicionalmente de la buena calidad de los clientes y que se mantiene en la proyección. El detalle de la cartera agrupa las cuentas por cobrar comerciales con clientes internacionales principalmente junto con otros documentos por cobrar con empresas relacionadas que pertenecen al mismo giro de negocio que el emisor. Hasta junio de 2020 la compañía mantiene únicamente cartera por vencer. Las cuentas por cobrar no generan intereses y poseen un periodo de crédito de 30 días, las cuales corresponden a facturas por venta de combustible naviero.

Por su parte, las cuentas por cobrar con compañía relacionadas presentaron un fuerte incremento, como se mencionó anteriormente, para el año 2019, fruto de transacciones comerciales por la venta de combustible a empresas relacionadas.

Los inventarios de la compañía corresponden casi en su totalidad al combustible que comercializa la compañía. Estos se encuentran valorados al costo promedio o al valor neto de realización. El valor neto de realización se determina en base al precio de venta en el curso ordinario del negocio, menos los costos estimados de terminación y venta. El inventario de combustible y repuestos se registran al costo de compra. La compañía mantuvo 16 días de inventario el 2019, valor que se presentó favorable desde los 22 días que hubo en 2017. La estimación para los años siguientes mantuvo estos días promediando los 25 en lo que resta la vigencia de la presente Emisión. Estas cifras dependerán del comportamiento del sector, sin embargo, se

toma en cuenta una estabilidad dentro del mismo, lo que se considera apropiado para la actividad de AGNAMAR S.A.

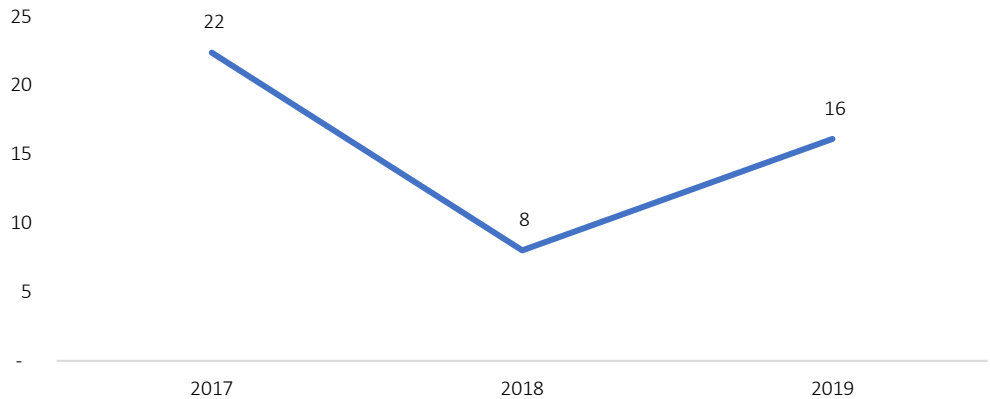


Gráfico 14: Días de inventarios.
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Debido a la naturaleza del giro del negocio, las compañías cuya actividad es la comercialización de combustibles navieros, como es el caso de AGNAMAR S.A., requieren altos montos de inversión en propiedad, planta y equipos, que constituyen el principal activo de la compañía, siendo en este caso el principal activo las embarcaciones (Barcaza Ayampe). La compañía realiza inversiones constantes en activos fijos para incrementar la capacidad productiva lo que le ha permitido incrementar sus niveles de ingresos y, consecuentemente, sus volúmenes de venta. Por lo tanto, la propiedad, planta y equipo, sin tomar en cuenta la depreciación acumulada, exhibió un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, al pasar de USD 5,49 millones a USD 5,90 millones. El principal factor para su aumento fueron las mejoras en las embarcaciones, así como adiciones en maquinaria y otros equipos. Como ya se destacó, la proyección no supone un incremento considerable en este rubro, aunque los pasivos con el mercado de valores analizados permiten un remanente de efectivo que puede utilizarse en una expansión mayor a tasas de interés fijas y relativamente bajas.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

La actividad creciente de la compañía ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, AGNAMAR S.A. ha fondeado sus operaciones mediante dos fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de combustibles (EP-Petroecuador) utilizados en las actividades productivas y comerciales de la compañía y las obligaciones con el mercado de valores. La proyección supone la tendencia histórica de la compañía donde las cuentas por pagar a proveedores mantienen el porcentaje más alto de financiamiento. Cabe destacar que la proyección supone financiamiento con proveedores en rangos superiores al de 2019, siguiendo la tendencia en lo que va del 2020, donde las cuentas por pagar a proveedores mantienen una participación del 75,59% sobre el total de pasivos para junio de 2020. Este financiamiento es común dentro de las empresas que se encuentran en el sector de hidrocarburos, donde trabaja a través de garantías otorgadas. La garantía tiene como objetivo Garantizar las recaudaciones y el depósito en la cuenta de Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador EP Petroecuador Gerencia de comercialización en el Banco Central del Ecuador, de los valores producto de la venta de combustibles marinos que EP Petroecuador haga a la comercializadora AGNAMAR S.A. así como las notas de débito por incumplimiento de pago y los intereses que estas generen hasta la cancelación total. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el corto plazo, con una participación promedio de 82,52%, participación que incrementa al 93% promedio en la proyección ante la no renovación de los pasivos de largo plazo en cuanto al mercado de valores, principal componente de los pasivos de largo plazo.

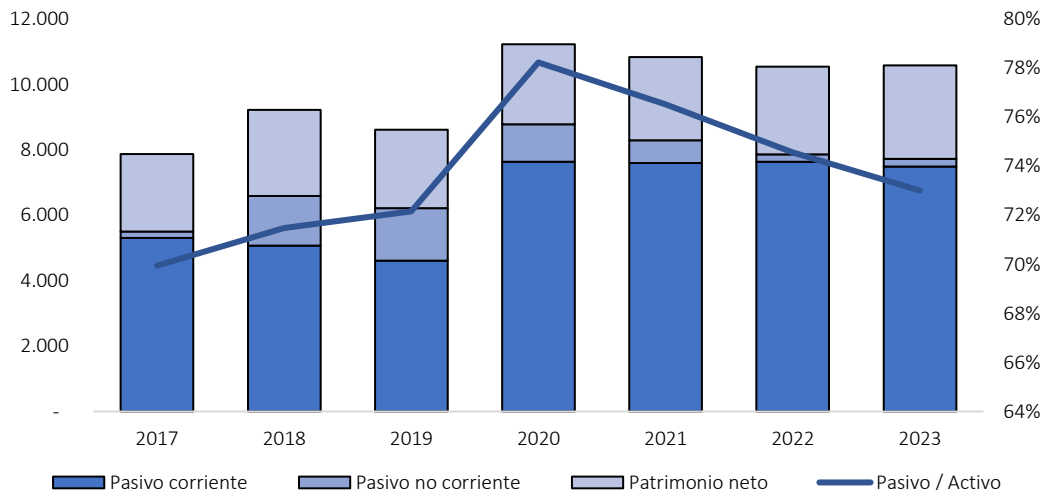


Gráfico 15: Estructura de financiamiento (miles USD).

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2017 y 2019, el pasivo total creció en 12,97% (USD 714 mil), producto principalmente de la colocación de emisiones con el mercado de valores (USD 1,60 millones). Contrarrestando este incremento, las cuentas por pagar con empresas relacionadas disminuye considerablemente al 2019 pasando de un porcentaje del 19,45% del pasivo total en 2017 al 0,32% en 2019. Estas transacciones corresponden principalmente a servicios por asistencias de remolque, arriendos de oficinas, reembolso de gastos y servicio de transportes marítimo de cabotaje bajo la modalidad de time charter. El incremento de las emisiones de obligaciones fondear adecuadamente la operación de la empresa ya reseñado, además del abastecimiento de inventarios. La proyección supone una disminución paulatina del total de pasivos, a partir del 2020, producto del vencimiento de los pasivos con el mercado de valores. Como consecuencia, la deuda neta de la empresa disminuye progresivamente de acuerdo con la proyección.

Como se indicó, el nivel de apalancamiento operativo se evidencia en el crecimiento de las cuentas por pagar a proveedores y con el mercado de valores. Las cuentas por pagar a proveedores se mantienen estables en el periodo de análisis, coherente con el comportamiento del mercado y la demanda de la compañía. La compañía, como se mencionó anteriormente, mantiene relaciones óptimas con su principal proveedor EP Petroecuador, siendo a su vez el principal proveedor de combustibles a nivel nacional, lo cual le permite financiar una parte importante de sus operaciones mediante recursos los cuales se encuentran resguardados por garantías bancarias. Estas pasaron del 72,22% en 2017 al 65,62% en 2019. Los días promedio de pago a proveedores (62) al cierre de 2019 y de 114 promedio en la proyección corresponden a las políticas establecidas por la compañía, que cumple puntualmente con el pago de cuentas por pagar. Dado el giro de negocio de AGNAMAR S.A., el periodo de recuperación de cartera es inferior al periodo de pago a proveedores, manteniendo un excelente calce de flujos, suficientes para hacer frente a las obligaciones financieras, en este caso específicamente con el mercado de valores.

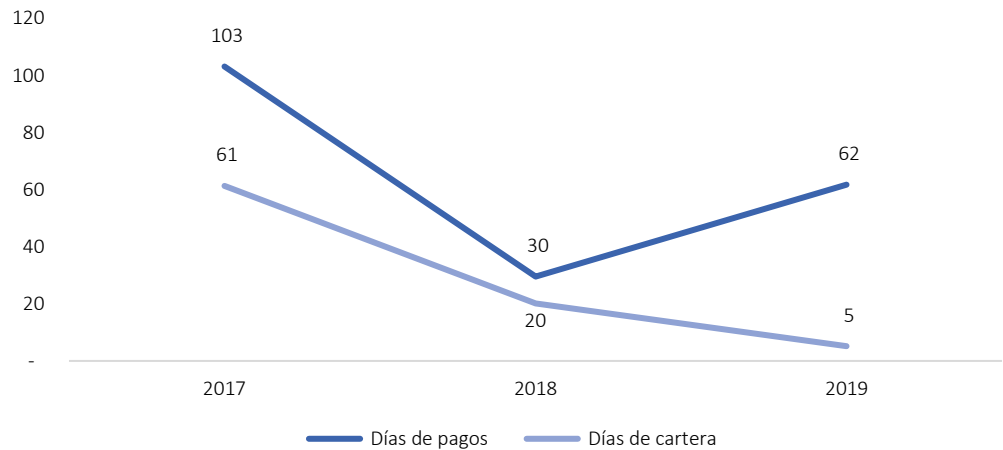


Gráfico 16: Días de cartera vs. días de pago.
Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 30,05% de los activos en 2017 a financiar el 27,83% de los activos en 2019 y el 27% en la proyección. El patrimonio se incrementa debido a los resultados positivos de la compañía y al reparto de dividendos moderado durante el período bajo análisis. Tal política se mantuvo en la proyección lo que, junto al descenso en el pasivo por el ya comentado vencimiento de las obligaciones, provoca que se incremente la financiación del activo con recursos de los accionistas.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe AGNAMAR S.A. mantiene vigente la Segunda Emisión de Obligaciones en el mercado bursátil, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A.	2013	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-943	5.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A.	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010023	3.000.000	Vigente

Tabla 17: Presencia Bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido AGNAMAR S.A., en circulación en el Mercado de Valores.

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A.	99	12	USD 5.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A.	247	27	USD 2.250.000

Tabla 18: Liquidez de presencia bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

En la ciudad de Guayaquil, provincia del Guayas, el 06 de agosto de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía AGNAMAR S.A. decide resolver y aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3.000.000,00 dividida en una sola clase.

La emisión bajo análisis fue aprobada el 30 de octubre de 2018 mediante resolución No SCVS-INMV-DNAR-2018-00010023 emitido por la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros y fue registrada su inscripción el 05 de noviembre de 2018 mediante inscripción No 2018.G.02.002403.

El agente colocador inicio el proceso de la colocación de valores en el mercado el 14 de noviembre de 2018 colocando hasta el 19 de julio de 2019 USD 2.250.001,01, el 75,00% del monto total.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto Emisión	USD 3.000.000,00				
Características	MONTO 3.000.000	PLAZO 1.800 días	TASA FIJA ANUAL 8,00%	PAGO DE CAPITAL Trimestral	PAGO DE INTERESES Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Garantía específica	No				
Destino de los recursos	El objeto de la emisión es financiarse a través del mercado de valores para obtener recursos líquidos, los cuales se destinarán 100% para capital de trabajo, principalmente para la compra de inventario y pago a proveedores, entre otros.				
Valor nominal	USD 1.000,00				
Rescates anticipados	Mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones.				
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 				
Resguardo Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones. 				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía. 				

Tabla 19: Características del instrumento

Fuente: Casa de Valores Advfin S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital más intereses por pagar al 30 de junio de 2020 fue de USD 1.616.950 compuesto por:

- Clase B: 1.616.950

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
14/2/2019	1.663	83	33	116	1.580
14/5/2019	1.670	88	33	121	1.583
14/8/2019	2.079	115	42	157	1.963
14/11/2019	1.963	115	39	155	1.848
14/2/2020	1.848	115	37	152	1.732
14/5/2020	1.732	115	35	150	1.617
14/8/2020	1.617	115	32	148	1.501
14/11/2020	1.501	115	30	146	1.386
14/2/2021	1.386	115	28	143	1.270
14/5/2021	1.270	115	25	141	1155
14/8/2021	1155	115	23	139	1039
14/11/2021	1.039	115	21	136	924
14/2/2022	924	115	18	134	808
14/5/2022	808	115	16	132	693
14/8/2022	693	115	14	129	577

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
14/11/2022	577	115	12	127	462
14/2/2023	462	115	9	125	346
14/5/2023	346	115	7	122	231
14/8/2023	231	115	5	120	115
14/11/2023	115	115	2	118	-

Tabla 20: Amortización Clase C (miles USD))

Fuente: Casa de Valores Advfin S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 75%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	El indicador promedio de liquidez fue de 1,02, a partir de la autorización de la oferta pública.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte junio 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,15.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 30 de junio de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 8,78 millones, siendo el monto máximo permitido de emisión la suma de USD 7,02 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE
RESGUARDO VOLUNTARIO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.	Al 30 de junio de 2020 la compañía mantiene el contrato de prenda comercial con una cobertura de al menos el 10% del monto en circulación, a favor del Representante de Obligacionistas.	CUMPLE
LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.	Al 30 de junio de 2020 la relación de pasivos con costo sobre patrimonio fue de 0,88 veces.	CUMPLE

Tabla 21: Garantías y resguardos

Fuente: AGNAMAR S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías, el resguardo adicional y el límite de endeudamiento correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado del monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 30 de junio de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos depurados, esto es: “Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de las emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de AGNAMAR S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 43,93% del 200% del patrimonio al 30 de junio de 2020 y el 87,85% del patrimonio, cumpliendo de esta manera según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

200% PATRIMONIO		MONTO USD
Patrimonio		1.845.433
200% patrimonio		3.690.866
Saldo Titularización de Flujos en circulación		-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación		1.621.259
Nueva Emisión de Obligaciones		-
Total emisiones		1.621.259
Total emisiones/200% patrimonio		43,93%

Tabla 22: 200% patrimonio (USD)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso AGNAMAR S.A. corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión lineal permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que

se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de AGNAMAR S.A. así como de todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. El sector en el que AGNAMAR S.A. no es ajeno, a pesar de que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta una disminución moderada de las ventas respecto de 2019 (15%) recuperándose a partir del 2021 (10%) y manteniéndose estable en los años siguientes (5%). En lo que respecta al del costo de ventas, esta variable tuvo una tendencia estable entre 2017 (89,42%) y 2019 (90,51%) con un pico en 2018 (94,12%), para junio de 2020 de 89,65%. Evidentemente este comportamiento obedece en gran medida a las condiciones del mercado, pero es indudable que buena parte de la estabilidad señalada corresponde a una adecuada gestión por parte de la compañía. En línea con lo anterior, se proyecta un costo de ventas del 91% y 91,5% para los años siguientes. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantendrá en la misma proporción de ventas que alcanzó en 2019 sin que se estime un deterioro mayor al histórico debido que al tratarse de alimentos es poco probable que los clientes arriesguen sus suministros. Los inventarios aumentarán consistentemente con las ventas y no se estima una inversión mayor en activos fijos a pesar de que la proyección deja una cantidad de efectivo que podría utilizarse para este propósito. De producirse dicha utilización, el total del activo no variará mayormente. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con el mercado de valores y con una deuda neta que disminuirá paulatinamente en los años siguientes.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	15.535	52.818	26.333	-15%	10%	5%	5%
Costo de ventas y producción	89%	94%	91%	91%	92%	92%	92%
Gasto de operación	-8%	-5%	-9%	-7%	-7%	-7%	-7%
Cuentas por Cobrar (CP)	17%	6%	1%	5%	8%	8%	8%
Cuentas por Pagar (CP)	29%	8%	17%	35%	32%	30%	30%

Tabla 23: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	0,73	1,02	1,05	1,02	1,01	1,02	1,11
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,96	0,77	0,74	0,87	0,92	0,97	0,97
Pasivos Totales / Activos Totales	0,70	0,71	0,72	0,78	0,77	0,75	0,73
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,05	0,25	0,30	0,16	0,11	0,06	-
Deuda LP / Activos Totales	-	0,14	0,16	0,08	0,04	-	-
EBITDA / Gastos Financieros	1,83	4,54	1,13	2,04	2,39	2,75	3,09
Utilidad Operacional / Ventas	0,02	0,01	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02
Margen Bruto / Ventas	0,11	0,06	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Utilidad Neta / Patrimonio	(0,05)	0,11	(0,01)	0,02	0,04	0,05	0,17

Tabla 24: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

AGNAMAR S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado a excepción del 2017 donde este se presentó por debajo de la unidad ante un fuerte incremento de pasivos de corto plazo. La proyección da como resultado un índice superior a la unidad debido fundamentalmente a la cancelación de pasivos de corto plazo con el mercado de valores y al incremento en los niveles de efectivo,

cuentas por cobrar e inventarios. La disminución progresiva del total de pasivo y los vencimientos de la emisión con el mercado de valores hacen que la proporción de pasivos corrientes sobre el total de pasivos suba levemente. La empresa, gracias a un adecuado nivel de efectivo disponible, tanto histórico como proyectado, y a los movimientos anotados, presenta una liquidez óptima para hacer frente a sus obligaciones.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía AGNAMAR S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y todos los indicadores, tanto históricos como proyectados demuestran una tendencia favorable tomando en cuenta la industria a la cual pertenece. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasa del 70% en 2017 a 72% en 2019 con una proyección de 73% el 2023 manteniendo una tendencia a la baja en todos los años analizados, y estable con el histórico lo que indica un buen nivel de capitalización de la compañía. Además, la deuda financiera, es decir aquella con costo tuvo un incremento significativo en su porcentaje frente al total de pasivos de forma paulatina, pasando del 5% en 2017 a 30% en 2019 con una proyección de tendencia decreciente fruto de la propia amortización de la deuda con el mercado de valores, destacándose así el apalancamiento con proveedores, en este caso con EP-Petroecuador. El porcentaje de activos financiados con deuda de largo plazo, índice que incrementa producto de la presencia de emisiones en el mercado de valores en el financiamiento se mantiene para la proyección extinguiéndose para el 2022. Todos los índices de solvencia analizados tienen como corolario una cobertura constante en la relación EBITDA sobre gastos financieros, índice que denota una cobertura de este tipo de gastos más que suficiente con el EBITDA disponible, situación que aumenta en todos los años proyectados. Desde el punto de vista de solvencia, la situación de AGNAMAR S.A. es muy buena.

RENTABILIDAD

AGNAMAR S.A. es una empresa que debido al sector al que pertenece con constantes fluctuaciones presenta resultados variables. Los niveles de margen bruto de la compañía se mantuvieron estables durante el periodo analizado producto del comportamiento del costo de ventas producto de lo cual la utilidad operacional llegó a niveles del 2% sobre las ventas en 2017. Se estima que esta se mantendrá en niveles estables durante el periodo de vigencia de la Emisión, cercano al 2% de las ventas, lo que le permite retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación. El margen bruto se mantendrá estable en los años proyectados.

El rendimiento sobre el patrimonio evolucionó de acuerdo al propio comportamiento del sector y las medidas tomadas por la compañía pasando de un -5% el 2017 a un 11% el 2018 y finalmente a un -1% en 2019 debido a la reducción del resultado del ejercicio. La proyección indica que este rendimiento se presente creciente alcanzando entre el 2% y el 17% en el periodo proyectado evidenciando una mejoría que dependerá del comportamiento del mercado. Rendimientos de esa naturaleza son buenos para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Obligaciones con entidades financieras CP	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones emitidas CP	250	348	476	462	462	462	-
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones emitidas LP	-	1.300	1.377	924	462	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	189	483	216	859	910	945	1.122
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-
	61	1.165	1.637	527	14	(483)	(1.122)

Tabla 25: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2017 – 2019. En 2019 alcanzó su nivel máximo (USD 1,64 millones) empujada por la contratación de deuda con el mercado de valores y un menor nivel de efectivo al finalizar el

año. De ahí en adelante, la deuda con el mercado de valores se presenta decreciente por la propia amortización del instrumento en análisis, producto de la cual la proyección resulta en USD 527 mil para el 2020 para seguir en vía descendente en el futuro, para presentarse negativa a partir del 2022 dado que el nivel de efectivo será superior al de la deuda.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Deuda Neta	61	1.165	1.637	527	14	-	-	1.029	1.478
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	724	(711)	1.583	1.160	504	433	511	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(471)	(16)	(2.641)	(3.567)	(3.777)	(3.883)	(4.040)	(947)	(3.501)
Años de Pago con EBITDA (APE)	0,1	1,1	3,7	0,7	0,0	-	-	0,7	-
Años de Pago con FLE (APF)	0,1	-	1,0	0,5	0,0	-	-	-	-
Servicio de Deuda (SD)	168	-	528	0,14	-	-	-	-	521
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	3,89	-	0,85	5.536,70	-	-	-	-	-

Tabla 26: Evolución de indicadores.

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas durante todos los periodos, aún bajo escenarios estresados. Como se explicó anteriormente, AGNAMAR S.A. mantiene niveles de deuda medianamente altas que se esperan vayan disminuyendo progresivamente. En consecuencia, los años necesarios para su pago con EBITDA y con Flujo Libre de Efectivo se presentan a la baja en el periodo de vigencia de la Emisión bajo análisis. El servicio de la deuda que tenía valores de USD 528 mil en 2019 por un incremento en la deuda con el mercado de valores de corto plazo, presenta un punto de inflexión para 2020 disminuyendo progresivamente hasta extinguirse en el 2021 al sobrepasar el nivel de efectivo al de la deuda de corto plazo. La razón de cobertura (utilidades operativas y depreciación sobre el servicio) que se mantuvo inferior a la unidad para el 2019 dado el monto del servicio de la deuda que mantiene la compañía y una utilidad operativa inferior, presentan un incremento exponencial en la proyección para el 2020, ante la disminución del servicio de la deuda y una mejoría de la utilidad operativa. Para los años siguiente desaparece fruto de la presencia de servicio de la deuda negativa, por las razones mencionadas anteriormente.

FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Bajo un escenario estresado versus las proyecciones de la compañía, y tomando en cuenta las premisas antes mencionadas, AGNAMAR S.A. genera un flujo neto de efectivo positivo y holgado cumpliendo todas sus obligaciones financieras y no financieras durante el periodo de vigencia de la presente Emisión de Obligaciones. Para el cierre del 2020 se proyecta un flujo de efectivo de USD 859 mil y para el cierre de 2023 de USD 1,12 millones.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
ago-18	AA (+)	ICRE
feb-19	AA (+)	GlobalRatings
ago-19	AA (+)	GlobalRatings
feb-20	AA (+)	GlobalRatings

Tabla 27: Historial de calificación

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	7.879	9.233	8.627	11.238	10.843	10.556	10.587	9.380	10.408
ACTIVO CORRIENTE	3.867	5.189	4.869	7.765	7.712	7.822	8.314	5.497	6.781
Efectivo y equivalentes al efectivo	189	483	216	859	910	945	1.122	440	146
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	2.646	2.957	378	1.120	1.971	2.069	2.173	1.919	979
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	2	446	2.634	2.766	2.904	3.049	3.202	1.980	3.034
Inventarios	864	1.107	1.066	2.445	1.352	1.183	1.242	757	1.992
ACTIVO NO CORRIENTE	4.012	4.044	3.757	3.473	3.131	2.734	2.273	3.882	3.627
Propiedades, planta y equipo	5.494	5.860	5.902	5.941	5.970	6.000	6.030	5.864	5.941
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(1.482)	(1.820)	(2.153)	(2.476)	(2.847)	(3.274)	(3.766)	(1.985)	(2.322)
PASIVO	5.511	6.600	6.226	8.793	8.299	7.872	7.730	6.598	8.562
PASIVO CORRIENTE	5.315	5.079	4.618	7.639	7.606	7.642	7.499	4.988	6.775
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	3.980	4.081	4.085	7.132	7.100	7.135	7.455	3.623	6.472
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	1.072	507	20	20	20	20	20	87	4
Obligaciones emitidas CP	250	348	476	462	462	462	-	188	247
PASIVO NO CORRIENTE	196	1.521	1.608	1.154	692	230	230	1.610	1.787
Obligaciones emitidas LP	-	1.300	1.377	924	462	-	-	1.381	1.377
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	85	85	85	85	85	85	85	85	248
PATRIMONIO NETO	2.367	2.633	2.401	2.445	2.545	2.684	2.858	2.782	1.845
Capital suscrito o asignado	645	645	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Reserva legal	281	281	310	310	310	310	310	310	310
Reserva facultativa, estatutaria y otras	1.341	1.341	517	517	517	517	517	517	517
Ganancias o pérdidas acumuladas	211	79	86	73	118	217	357	79	73
Ganancia o pérdida neta del periodo	(114)	287	(13)	44	99	139	174	376	(555)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	15.535	52.818	26.333	22.394	24.633	25.865	27.158	18.512	4.832
Costo de ventas y producción	13.891	49.713	23.833	20.379	22.540	23.667	24.850	16.700	4.332
Margen bruto	1.644	3.105	2.500	2.015	2.094	2.199	2.308	1.812	500
(-) Gastos de operación	(1.297)	(2.417)	(2.385)	(1.568)	(1.601)	(1.681)	(1.765)	(915)	(511)
Utilidad operativa	346	688	115	448	493	517	543	551	(319)
(-) Gastos financieros	(357)	(226)	(395)	(384)	(346)	(310)	(284)	(179)	(239)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	-	9	275	3	3	3	3	4	3
Utilidad antes de participación e impuestos	(11)	471	(5)	67	150	210	262	376	(555)
(-) Participación trabajadores	-	(71)	-	(10)	(22)	(32)	(39)	-	-
Utilidad antes de impuestos	(11)	401	(5)	57	127	179	223	376	(555)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(103)	(114)	(8)	(13)	(28)	(39)	(49)	-	-
Utilidad neta	(114)	287	(13)	44	99	139	174	376	(555)
EBITDA	655	1.026	448	781	826	850	876	716	(149)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	724	(711)	1.583	1.160	504	433	511
Flujo Actividades de Inversión	-	(366)	(42)	(49)	9	64	128
Flujo Actividades de Financiamiento	(1.205)	1.370	(1.808)	(467)	(462)	(462)	(462)
Saldo Inicial de Efectivo	671	189	483	216	859	910	945
Flujo del período	(482)	294	(267)	643	50	35	177
Saldo Final de efectivo	189	483	216	859	910	945	1.122

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en junio 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.