

**CALIFICACIÓN:**

|                                 |                  |
|---------------------------------|------------------|
| Primera Emisión de Obligaciones | AA (+)           |
| Tendencia                       |                  |
| Acción de calificación          | Inicial          |
| Metodología                     | Valores de deuda |
| Fecha última calificación       | N/A              |

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente 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.*

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 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](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para la Primera Emisión de Obligaciones ALL-FISH S.A. en comité No.093-2022, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 12 de abril de 2022; con base en los estados financieros de los períodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre 2021 y febrero 2022. (Aprobado por la Junta General de Accionistas el 06 de abril de 2022, por un monto de hasta USD 1.250.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El BCE prevé que en 2022 el PIB de comercio se expanda un 2,8%, en consonancia con el desempeño de la economía y el mercado en general. La recuperación del sector es alentadora, lo cual se evidencia en el nivel de ventas acumuladas a noviembre de 2021 que son un 3% mayores respecto de 2019. La actividad comercial se destaca como una de las principales actividades a nivel nacional, principalmente en la región Costa, en la que, el acceso a puertos y aeropuertos permite que esta actividad se dinamice y genere un aporte significativo al empleo formal. Las exportaciones han sido favorables para Ecuador pese a la pandemia, productos como el camarón, el café, atún, pescado, madera, y frutas exóticas han logrado ganar espacio en los mercados externos, debido a un incremento de la demanda y a las preferencias en varios mercados, en consecuencia, varias empresas han podido expandir su mercado y diversificar los productos.
- ALL-FISH S.A. es una empresa relativamente nueva en el mercado de insumos para camarones, pero presenta una ventaja competitiva dada la experiencia de los accionistas en la gestión de crédito, lo que ha permitido que año tras años desde sus inicios incremente el número de sus clientes y por ende el nivel de sus ventas. Crecimiento que se ve reforzado por la relación que mantiene con su mayor proveedor, empresa que ha sido un gran aliado para el desarrollo de este innovador negocio de crédito. En cuanto a gobierno y administración mantienen procesos y procedimientos acorde al tamaño de la empresa.
- ALL-FISH S.A. ha evidenciado un incremento constante y significativo en su actividad desde su fundación. Esto se refleja en un aumento en el total de activos que se ha quintuplicado entre 2019 y 2021 impulsado fundamentalmente por su activo principal cual es las cuentas por cobrar a sus clientes lo que se ha conseguido manteniendo una cartera sana y controlada.
- Los resultados de la empresa han sido positivos durante los últimos tres años y el ROE se ha mantenido en niveles razonables dado el patrimonio relativamente bajo de la compañía. Las proyecciones indican una mejora constante en la utilidad lo que produciría un incremento patrimonial significativo mejorando el nivel de retorno sobre la inversión.
- Dada la estructura de la emisión los flujos de pago se alargan en el tiempo, lo que permite evidenciar que la compañía está en la capacidad suficiente de cubrirlos en los montos y en los plazos establecidos, tomado en cuenta que el largo plazo es difícil de predecir, pero en función de las estrategias y la historia de la compañía y sus relacionadas este escenario es alentador.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y con un límite de endeudamiento hasta un 80% sobre los activos de la empresa.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

El comportamiento de las ventas ha mantenido una tendencia creciente, inicialmente la venta estuvo enfocada en balanceado para camarón, ya para 2021 se diversificó entre balanceados para camarón, larvas de camarón y alimentadores automáticos e inclusive camarón. Ya para 2021, la compañía registra un crecimiento interanual en ventas de 93%, dejando atrás cualquier efecto negativo de la pandemia.

El costo de ventas de ALL-FISH S.A. ha sido en promedio un 89% de las ventas totales en el periodo 2019 - 2021, lo que ha generado un margen bruto que pasó de USD 442 mil en el 2020 a USD 883 mil en 2021. Similar comportamiento ha mantenido en el análisis interanual entre febrero de 2020 y 2021.

Los gastos operativos de la compañía están compuestos por gastos de administración y gastos de ventas, siendo los de administración los que tienen mayor participación.

Los gastos financieros fluctuaron de acuerdo con las necesidades de financiamiento de ALL-FISH S.A. compuestos principalmente por intereses a entidades financieras, intereses a inversionistas y al gasto causado por garantías contratadas por el emisor.

La línea de utilidad neta ha sido siempre positiva con valores que han ido desde USD 83 mil en 2019 a USD 89 en 2020, presentando una baja en el año 2020 efecto del impacto del coronavirus en la economía en general.

El total de activo ha mantenido una mayor concentración en el activo corriente en el periodo analizado entre 2019 y 2021, el activo corriente ha pasado de USD 678 mil a USD 3,5 millones centrado en las cuentas por cobrar comerciales que están atadas directamente al comportamiento de las ventas, que ha sido creciente.

El total de pasivos se incrementó en 2021 respecto a 2020 en alrededor de 251% y lo que generó que se financie un 76% del total de activos implicando un apalancamiento de 3,15 veces (pasivo respecto de patrimonio), valor que evidencia que podrían incrementar la deuda sin poner en riesgo la liquidez de la compañía.

Hasta 2020, el total del pasivo estuvo en el corto plazo, ya en 2021 se presentó USD 701 mil en el pasivo no corriente correspondiente a financiamiento bancario, que venía concentrado alrededor de 40% en la parte corriente del pasivo. La otra cuenta representativa del pasivo corriente es la cuenta por pagar a proveedores, que para febrero 2021 fue de USD 252 miles.

El patrimonio de la compañía paso de financiar en 2020 un 50% del activo a un 24% en 2021. El patrimonio se ha mantenido en valores por debajo del USD 1 millón en el periodo bajo análisis, con un capital pagado de USD 800 y aportes a futuras capitalizaciones de USD 599 mil.

| RESULTADOS E INDICADORES                       | 2019   | 2020       | 2021    | 2022    | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|--|--------|------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
|  | REAL   | PRELIMINAR |         |         |        |        |        |        |        |        |        | INTERANUAL   |              |
| Ingresos de actividades ordinarias (miles USD) | 2.372  | 4.306      | 8.322   | 11.651  | 13.982 | 16.079 | 18.009 | 19.809 | 21.790 | 22.880 | 24.024 | 690          | 1.643        |
| Utilidad operativa (miles USD)                 | 177    | 214        | 545     | 818     | 1.024  | 1.208  | 1.376  | 1.532  | 1.705  | 1.796  | 1.892  | 50           | 124          |
| Utilidad neta (miles USD)                      | 84     | 64         | 89      | 228     | 375    | 492    | 634    | 729    | 864    | 952    | 1.061  | 34           | 78           |
| EBITDA (miles USD)                             | 177    | 214        | 545     | 818     | 1.024  | 1.208  | 1.376  | 1.532  | 1.705  | 1.796  | 1.892  | 50           | 124          |
| Deuda neta (miles USD)                         | -      | 116        | 1.402   | 2.437   | 2.279  | 2.402  | 2.334  | 2.133  | 1.849  | 1.216  | 490    | 472          | 1.537        |
| Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)      | (529)  | (187)      | (1.259) | (1.035) | 158    | (123)  | 68     | 201    | 284    | 633    | 726    | -            | -            |
| Necesidad operativa de fondos (miles USD)      | 644    | 851        | 2.708   | 3.881   | 4.098  | 4.713  | 5.279  | 5.806  | 6.387  | 6.706  | 7.042  | 1.192        | 3.328        |
| Servicio de deuda (SD) (miles USD)             | 25     | -          | 348     | 1.336   | 979    | 1.274  | 1.257  | 766    | 948    | 870    | 482    | -            | 788          |
| Razón de cobertura de deuda DSCR               | 7,20   | 0,00       | 1,57    | 0,61    | 1,05   | 0,95   | 1,09   | 2,00   | 1,80   | 2,06   | 3,92   | -            | 0,94         |
| Capital de trabajo (miles USD)                 | 636    | 749        | 1.512   | 2.828   | 3.005  | 3.500  | 4.436  | 4.968  | 5.335  | 5.986  | 6.647  | 799          | 1.694        |
| ROE  | 13,18% | 8,50%      | 10,68%  | 21,39%  | 25,99% | 25,45% | 24,70% | 22,13% | 20,78% | 18,63% | 17,18% | 26,27%       | 51,25%       |
| Apalancamiento                                 | 0,07   | 1,00       | 3,15    | 3,27    | 2,44   | 1,85   | 1,37   | 1,06   | 0,75   | 0,52   | 0,34   | 1,09         | 3,15         |

Fuente: ALL-FISH S.A.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El horizonte de proyección se extiende hasta 2029 dado el tiempo de vigencia de la emisión bajo análisis, las estimaciones para los años 2025 en adelante suponen que la empresa mantendrá un ritmo de crecimiento en lo posterior parecido al de los años más próximos, aunque dado el ambiente cambiante de las condiciones de la economía esta es una premisa difícil de precisar.

La empresa comercializa insumos necesarios para camarones y prácticamente duplicó sus ventas en los años 2020 y 2021. Para el período siguiente, se prevé un incremento importante de los ingresos, aunque sin alcanzar los niveles de crecimiento de esos años. Por lo tanto, se ha supuesto un aumento del 40% para 2022, del 20% el 2023 y del 15% y 12% para los años 2024 y 2025 respectivamente para que de ahí alcance una estabilización del crecimiento entre el 5% y el 10%. Cabe destacar que estos incrementos son conservadores respecto de las estimaciones del emisor, pero el orden de magnitud es parecido entre una y otra proyección.

El costo de ventas que históricamente se ha situado en torno al 90% de ha mantenido en los mismos valores para los años siguientes. El giro del negocio de la empresa hace poco probable que este parámetro varíe en demasiada.

Los gastos financieros obedecen a la proyección de la estructura de pasivos que se analiza más adelante además de una estimación de los gastos que se producirán por efecto de garantías las que se estimaron en línea con las proyecciones del emisor.

La emisión bajo análisis tiene como propósito principal ampliar la capacidad de la empresa para otorgar facilidades de compra a sus clientes. En este sentido, las cuentas por cobrar a clientes se mantienen en el 36%

de las ventas en 2022, igual al porcentaje de 2021. Sin embargo, dado el crecimiento proyectado en ventas y en el escenario conservador proyectado, este valor se reduce al 32% en los años posteriores. Esta premisa tiene como consecuencia que los días de cartera que pasaron de 107 a 128 entre 2020 y 2021, lleguen a 130 en 2022 aunque en lo posterior se situarían en 115.

El crecimiento en los activos, fundamentalmente de las cuentas por cobrar a clientes ocasionado por el aumento de las actividades de la empresa ha tenido como consecuencia que los flujos de efectivo provenientes de actividades operativos sean negativos. Tal aseveración se mantiene en el año 2022 sin que se considere un aumento significativo en las cuentas por pagar a proveedores que se mantendrían en proporciones similares al total del pasivo, en torno al 12%. La proyección asume que los montos de otros pasivos, en corto y largo plazo, se mantendrían en torno a los USD 500 mil.

En consecuencia, y a la luz de las premisas señaladas, se prevé un aumento significativo de la deuda neta en 2022, motivado básicamente por la emisión bajo análisis- En los años siguientes, la deuda con costo se mantendría en niveles similares a los previstos para 2022 (USD 2,6 millones) y comenzaría a descender hacia 2025.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles 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, 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 colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago se incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real producto de la pandemia, fenómeno que ha cedido de manera importante. Por otra parte, la inestabilidad política es otro factor para considerar. La compañía mitiga el riesgo porque en su gran mayoría cadenas de comercialización importantes en el país.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos con el objetivo es generar back ups por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y facilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- 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 ALL-FISH S.A. 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 y de éstas, un porcentaje significativo son compañías del extranjero, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma, se incrementan los precios de los bienes importados. El riesgo se mitiga considerando que la política económica general del gobierno actual se ha demostrado contraria a la fijación de precios ALL-FISH S.A. mantiene una adecuada estructura productiva que le permitiría adecuarse al no probable caso de una política más restrictiva.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son cuentas por cobrar comerciales y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- 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. Una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito y seguros de crédito contratado. La situación actual del entorno económico, fuertemente condicionado por la pandemia es evidentemente un escenario económico adverso que afectará la capacidad de pago de los clientes. La mitigación viene generada a través de las medidas gubernamentales anunciadas por efecto de la situación sanitaria.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es recuperable dentro de los plazos pactados y para mitigar el riesgo le da un seguimiento continuo y cercano.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene ALL-FISH S.A. registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 4 mil, por lo que no existen riesgos asociados

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,16% de los activos depurados por lo que su efecto sobre el respaldo de la Primera Emisión de Obligaciones no es 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, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

| PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES  |   |                     |                  | TASA FIJA ANUAL | PAGO DE CAPITAL | PAGO DE INTERESES |
|----------------------------------|---|---------------------|------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| Características                  | CLASES A  | MONTO USD 1.250.000 | PLAZO 2.520 días | 9,00%           | Trimestral      | Trimestral        |
| Garantía                         | Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores   |                     |                  |                 |                 |                   |
| Garantía específica              | La presente emisión no contempla garantía específica.   |                     |                  |                 |                 |                   |
| Destino de los recursos          | 100% para financiar parte del capital de trabajo: adquisición de activos para el giro propio de la empresa.   |                     |                  |                 |                 |                   |
| Estructurador financiero         | Intervalores Casa de Valores S.A.   |                     |                  |                 |                 |                   |
| 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"> <li>■ 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</li> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul> |                     |                  |                 |                 |                   |
| Límite de endeudamiento          | La compañía ALL-FISH S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.   |                     |                  |                 |                 |                   |

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones ALL-FISH 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 Msc.**  
Gerente General

## PERFIL EXTERNO

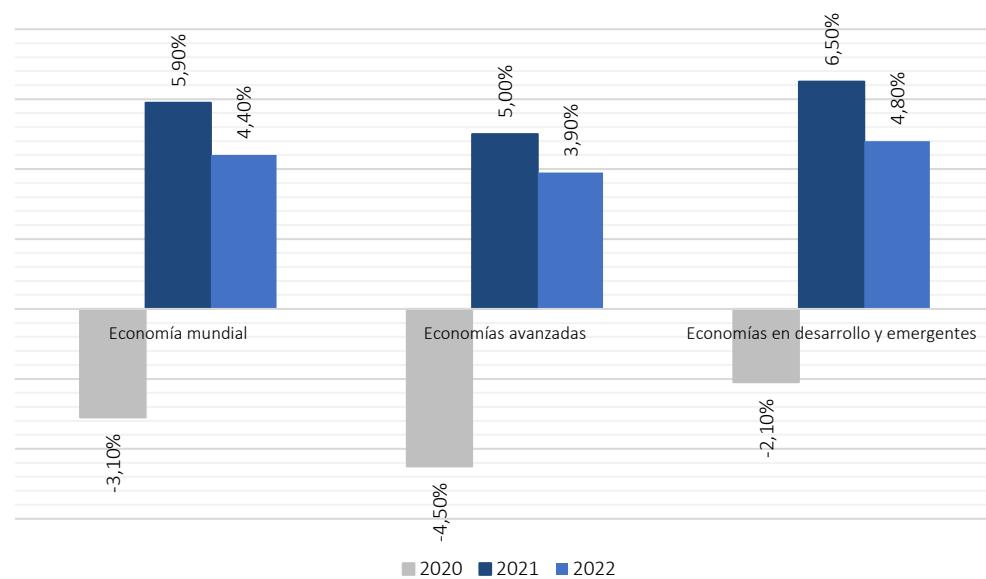
## ECUADOR: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2022

**CONTEXTO:** a nivel internacional la recuperación económica en 2022 se avizora menos dinámica de lo inicialmente previsto<sup>1</sup>.

La expansión de la variante OMICRON – COVID-19<sup>2</sup>, la recuperación dispar y el incremento de la inflación mundial, han sido calificados por el Fondo Monetario Internacional -FMI como los principales riesgos que deberá afrontar la economía mundial en 2022<sup>3</sup>. Escenario con el cual coincide la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL, organismo que estima que el crecimiento regional será menos dinámico, con una tasa que podría fluctuar entre 2,1% y 2,4%, como resultado de una condición errática en los países desarrollados, debido a la falta de coordinación e incluso la posibilidad de un nuevo conflicto bélico.

La reducción de los estímulos fiscales en los Estados Unidos será gravitante en la reducción del consumo de los hogares, así como el posible aumento de las tasas de interés, como política para contrarrestar la elevada inflación. China a su vez, refleja una condición económica más vulnerable, en vista de la política de Cero COVID implementado, que ha llevado incluso al cierre de puertos marítimos, podrían ocasionar que el crecimiento del gigante asiático disminuya en 0,8% en 2022.

PIB: ECONOMÍA MUNDIAL VS AVANZADAS Y VS EMERGENTES (% ANUAL)



Fuente: FMI

**POR REGIONES:** el crecimiento económico esperado para 2022 sería desigual.

Las regiones del mundo en 2022 experimentarán de forma general un crecimiento menos robusto, en respuesta a los efectos de ÓMICRON-COVID-19, la crisis logística y la dificultad en acelerar la producción perdida durante la pandemia. Según las cifras del FMI, los mercados emergentes y los países en desarrollo del Asia crecerían en 5,9%, mientras que en el caso la Unión Europea se espera una tasa de 3,9%, en África Subsahariana de 3,7%, dejando a la cola a América Latina, con un crecimiento de 2,4%.

En el caso de la región latinoamericana, la CEPAL señala que la baja inversión, productividad y lenta recuperación del empleo, corresponden a los principales elementos que impiden un crecimiento más prominente. A lo anterior se agrega que los gobiernos no cuentan con espacio fiscal y aún mantiene serios desbalances financieros. En lo social persiste una pobreza galopante en la región y una presión inflacionaria que afecta al poder adquisitivo de los habitantes.

<sup>1</sup> <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16691>

<sup>2</sup> <https://www.who.int/es/news-room/item/28-11-2021-update-on-omicron>

<sup>3</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022>

[Previsiones de crecimiento por región al 2022 \(% anual\): se espera una desaceleración en América Latina](#)



Fuente: FMI

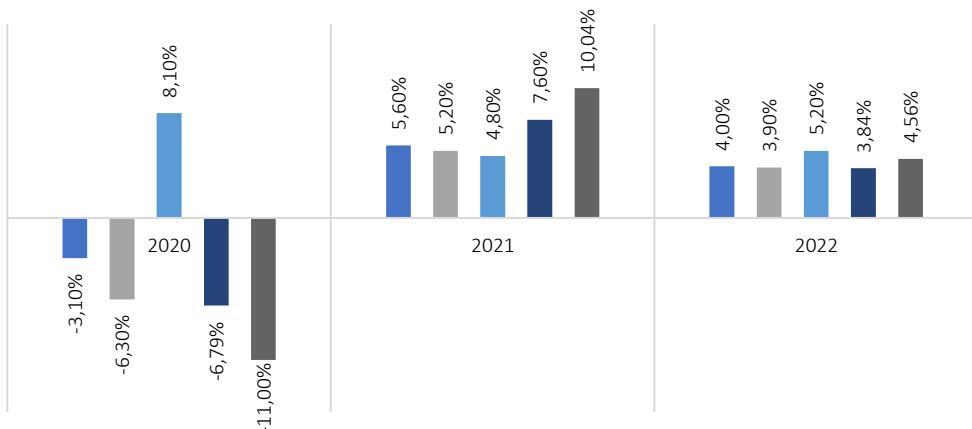
[Actividad económica esperada de los principales socios comerciales seguirá siendo favorable pero aún menor ritmo de crecimiento](#)

Los EE.UU. y la zona del euro se constituyen para el mercado ecuatoriano como los principales referentes para el comercio transfronterizo. Para 2021, el crecimiento promedio que alcanzarían ambos mercados rondaría el 5,5%, mientras que para 2022 se reduciría hasta 4,75%<sup>4</sup>, lo anterior podría repercutir en las exportaciones de ciertos productos no tradicionales, cuyo destinado son estos mercados (productos orgánicos y alimenticios especialmente). Sin embargo, este efecto podría ser compensando, siempre y cuando Ecuador logre concretar un acuerdo comercial con los EE. UU., la China y el ingreso a la Alianza del Pacífico.

La volatilidad en las cadenas de distribución mundial aún persiste y en gran medida han sido las responsables del aumento en el precio de la energía, especialmente el petróleo que nuevamente se encuentra en máximos históricos<sup>5</sup>. Bajo este contexto la previsión de los países con los cuales mantiene una mayor comercial también muestra cambios según la última previsión del FMI a enero de 2022.

**PREVISIONES MUNDIALES**

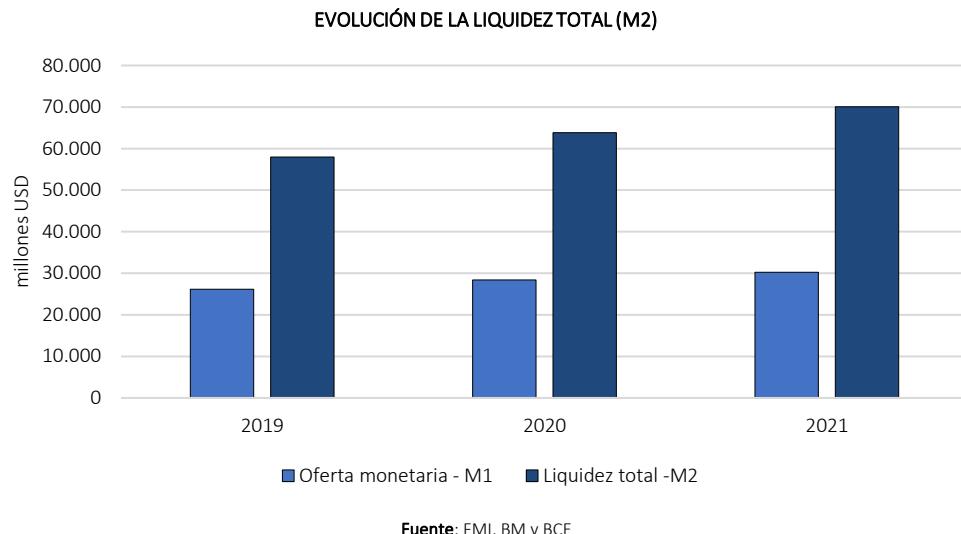
■ EE.UU. ■ Zona del Euro ■ China ■ Colombia ■ Perú



Fuente: FMI

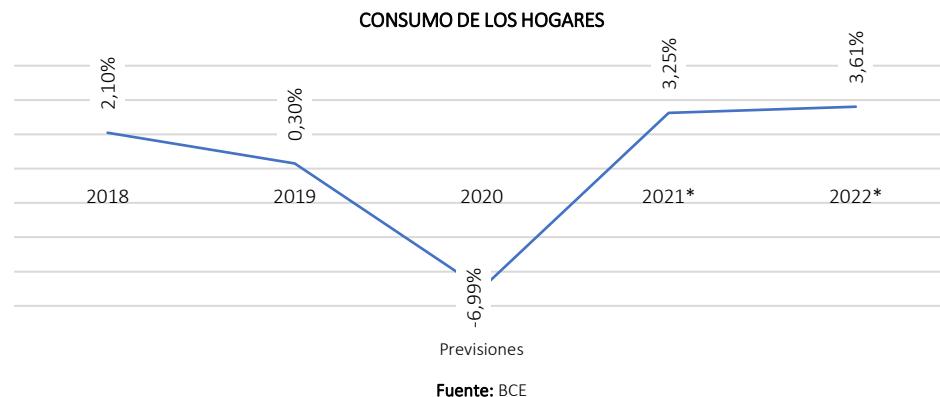
<sup>4</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

<sup>5</sup> <https://elpais.com/economia/2022-01-18/el-precio-del-petroleo-marca-maximos-desde-siete-anos-al-filo-de-los-90-dolares-por-barrel.html>



Consumo de los hogares: el mismo se ha estimado crezca hasta 2022 a una tasa inferior al 4% anual

Para 2022, el gobierno nacional decretó un incremento salarial de USD 25 adicionales por mes, iniciando su pago desde el mes de enero. Bajo este escenario, existe una alta probabilidad que el consumo se incremente en ciertos segmentos considerando, que el impacto de esta medida beneficiaría a más de 300 mil personas que cuentan con un empleo pleno<sup>6</sup> y reciben la remuneración básica. Lo anterior además podría estimular el aumento de la variación inicialmente prevista de 3,61% para 2022, por el FMI. Sin embargo, este desempeño dependerá del comportamiento del mercado laboral, en el cual, el gobierno prevé incrementar de trabajo.

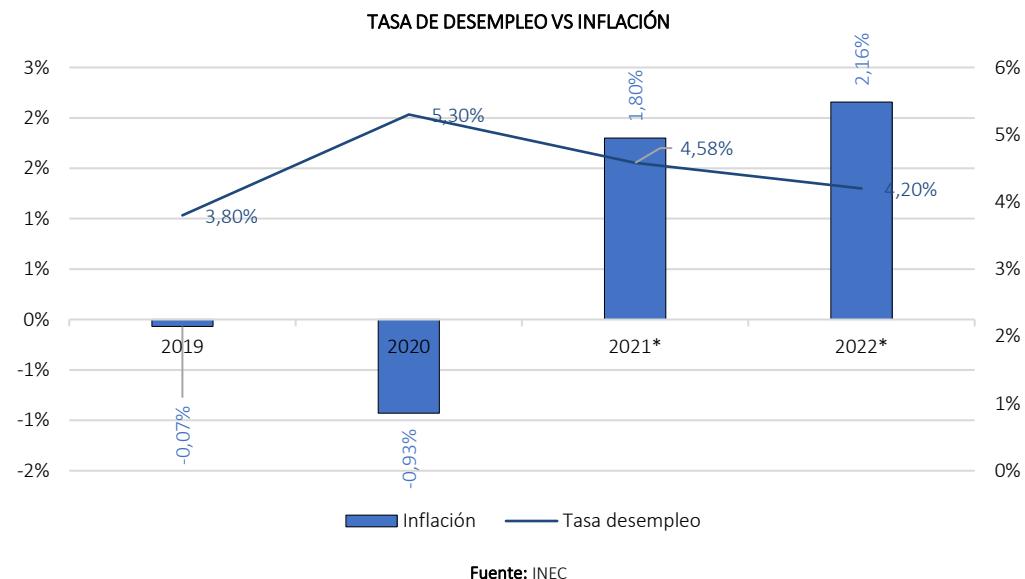


Mercado laboral y la inflación: la tasa de desempleo se redujo por debajo del 5%, mientras que la inflación podría cerrar el 2021 en +1,8%

Si bien la tasa de desempleo sería cercana al 4,3% en promedio al término de 2021, la tasa de subempleo seguiría siendo superior al 55%, lo que implicaría que 6 de cada 10 ecuatorianos no cuenten con un empleo de calidad. La reforma laboral planteada por el gobierno será clave en este aspecto a fin viabilizar la recuperación laboral en sectores altamente deprimidos (sector agrícola, manufacturero y de servicios)<sup>7</sup>, con miras a cubrir a un mayor grupo de personas.

<sup>6</sup> Cámara de Comercio de Quito, informe incremento salarial 2022.

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October/select-countries?grp=205&sg>All-countries/Emerging-market-and-developing-economies/Latin-America-and-the-Caribbean>



La inflación por su parte ha reportado un aumento durante el 2do y 3er trimestre de 2021, producto del incremento en el precio de las materias primas a nivel internacional, el aumento en el precio de los combustibles y un aumento de la demanda en ciertos segmentos de consumo, lo que ha conducido a que la inflación en términos anuales supere el 1%. Sin embargo, según previsiones del FMI, la variación general de precios sería cercana al +1,8% en 2021. Para 2022, debido al aumento de precios por otros factores como la crisis logística, se espera que la inflación supere el 2% anual, sin embargo, este indicador se mantendría muy por debajo las tasas de Perú y Colombia, que proyectan una inflación superior al 4% anual.

[Las ventas y la inversión extranjera directa: al 2021, el mercado reportó ventas acumuladas por USD 196.796 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 2,5% anual frente a 2019](#)

Al término de 2021<sup>8</sup>, las ventas totales registraron un monto acumulado de USD 196.796 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 2,5% anual, frente al período prepandemia, que reportó ventas por USD 192.054 millones. Frente a 2020, las ventas crecieron a una tasa de 20,8%, que en monto significaron USD 33.841 millones adicionales.

Si bien las ventas mostraron un mejor comportamiento a nivel general, al revisar por provincias, se pudo observar que Pichincha por ejemplo aún registra ventas inferiores al 2019. Los datos del SRI reportaron a 2021 un monto acumulado de USD 77.402 millones, es decir, un 2,7% por debajo de lo reportado en 2019.

La inversión extranjera directa le ha sido esquiva al Ecuador durante los últimos, los montos recibidos por este concepto no han superado el 1% del PIB. En este sentido, el Gobierno Nacional lanzó el programa denominado Ecuador *Open for Business*<sup>9</sup>, cuya intención es atraer en los próximos 4 años un total de USD 30.000 millones hacia sectores estratégicos (hidrocarburos, telecomunicaciones, energía, minería, servicios financieros, entre otros). Para lograrlo, el gobierno ha mencionado que reducirá el impuesto a la salida de divisas (ISD)<sup>10</sup> en 1 punto porcentual el 2022, a razón de 0,25 puntos porcentuales por trimestre.

[Balanza comercial y exportaciones no petroleras: 2021 se convirtió en un año positivo para las exportaciones ecuatorianas](#)

Según cifras reportadas por el BCE al cierre de 2021, las exportaciones no petroleras y no mineras ascendieron a USD 15.969 millones FOB. De esta manera, se registró un crecimiento frente a 2020 de 14% en cuanto al valor exportado y de 6% en cuanto a volumen. El principal destino correspondió a Estados Unidos, con una exportación total de USD 3.641 millones FOB, equivalente a una variación de +24%, seguida a ella se ubicaron las

<sup>8</sup> Informe mensual Saiku del SRI, con corte a septiembre de 2021.

<sup>9</sup> <https://ecuadorenopenforbusiness.com/>

<sup>10</sup> <https://www.sri.gob.ec/impuesto-a-la-salida-de-divisas-isd>

exportaciones a la Unión Europea con USD 3.443 millones FOB y una tasa de crecimiento de 14%. En el caso de China y Rusia, el total exportado fue de USD 2.716 y USD 1.000 millones FOB, respectivamente; cabe anotar que a Colombia se exportó un total de USD 823 millones FOB.

En términos generales, la balanza comercial no petrolera mantiene un ritmo de crecimiento sostenido, sin embargo, su resultado fue negativo en USD 1.080 millones FOB, mientras que la balanza comercial total (incluyendo exportaciones de petróleo y minera) se situó en USD 2.871 millones FOB.

| Detalle comercial                  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   |
|------------------------------------|--------|--------|-------|--------|
| Exportaciones no petroleras        | -4.937 | -3.700 | 757   | -1.080 |
| Variación anual - USD millones FOB |        | 1.236  | 4.457 | -1.837 |
| Balanza comercial total            | -453   | 820    | 3.407 | 2.871  |
| Variación anual - USD millones FOB |        | 1.274  | 2.587 | -537   |

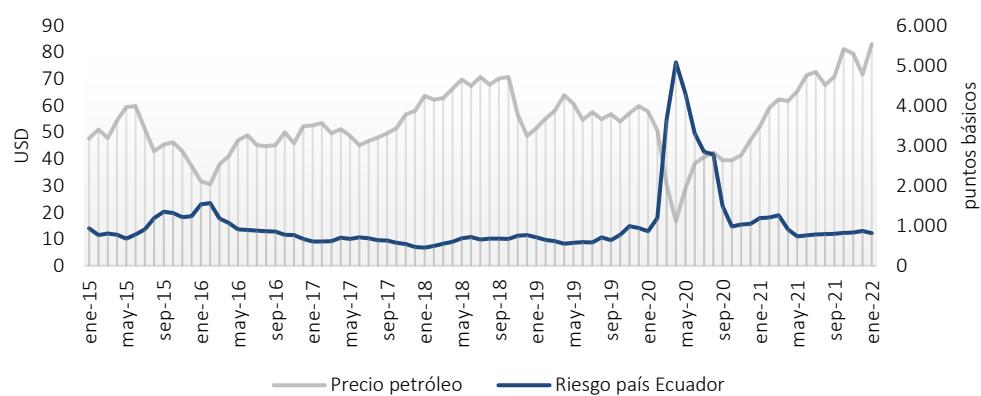
Fuente: BCE

[El precio del petróleo y el riesgo país: durante enero de 2022 el precio del petróleo se ubicó en los niveles más elevados observados en 7 años](#)

Pese a todo pronóstico, el precio del petróleo ha ido incrementándose durante enero de 2022, aun cuando, la variante ÓMICRON – COVID-19 obligó a ciertas actividades a nuevamente a desacelerar la marcha, el crudo invierno en EE. UU. y parte de Europa, sumado al aumento de las tensiones geopolíticas, estimularon el precio al alza. El precio promedio para el barril ecuatoriano se cotizó en USD 83,05, superando ampliamente los USD 52,02 de enero del año previo, y los USD 71,69 registrados en diciembre de 2021.

El riesgo país se ha mantenido cercano a los 800 puntos básicos, en respuesta a las dificultades políticas que ha venido experimentando el país. Según *Keyword*, consultora especializada en economía y política, los problemas de gobernabilidad que han retrasado la aprobación de leyes y normas para favorecer la entrada de nuevos capitales al mercado, han sido factores que no han permitido una mayor reducción de este indicador.

#### EVOLUCIÓN PRECIO DEL BARRIL DE PETRÓLEO VS RIESGO PAÍS



Fuente: JP Morgan

El gobierno ha estimado para la proforma presupuestaria 2022<sup>11</sup>, un precio promedio del barril de petróleo de USD 59,20, cifra que implicaría ingresos por exportaciones de USD 7.301 millones. Por otro lado, la condición política adversa ha elevado el nivel del riesgo país, sin embargo, la renovación del acuerdo con el FMI y el apoyo de organismos internacionales como el Banco Mundial, el BID, la CAF, entre otros, permitirán mantener un grado de riesgo aceptable en el próximo año. Entre aquellos factores internos que mayor impacto tienen sobre la economía ecuatoriana se encuentran el consumo de los hogares, el nivel de empleo, la venta de las empresas y la inflación.

<sup>11</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/proforma-enviada-2022-30-de-octubre-de-2021/>

## CONCLUSIONES

La previsión de crecimiento para 2022, luce modesta para la región Latinoamérica, luego del efecto rebote experimentado en 2021. Los efectos de la pandemia persisten, a lo cual se ha sumado una tasa de inversión modesta que ha impedido reactivar el mercado laboral, manteniendo además tasas elevadas de pobreza. Para Ecuador, esta realidad es semejante y aunque, los efectos de ÓMICRON -COVID-19 se estima hayan disminuido, la recuperación económica aún es lenta y compleja.

La economía ecuatoriana experimentaría para 2021 y 2022 tasas de crecimiento modestas, en el orden del 3,2% en promedio anual, cifra que aún le es insuficiente para superar la pérdida de producción y empleo derivadas de la pandemia. Sin embargo, estos resultados podrían variar especialmente para 2022, en respuesta, al impacto de la implementación de las reformas tributaria y laboral que ha planteado el gobierno.

El consumo de los hogares en Ecuador ha experimentado una recuperación lenta y progresiva, como resultado de la tenue expansión del mercado laboral y la dificultad que muchas actividades económicas han experimentado ante la falta de capital de trabajo y de demanda. Para 2021 y 2022, se espera que este indicador crezca en el orden de 3,2% y 3,6%, respectivamente, alentado por un mayor acceso a crédito, mayor liquidez, y mayor acceso al mercado laboral.

El comportamiento del precio de *commodities* como el barril de petróleo seguirá siendo un importante termómetro para la economía, en vista de influencia en el nivel de riesgo país y una mejor disponibilidad de recursos para enfrentar pagos y obligaciones. En ese sentido, y sumado a un mejor ambiente de negocios, la economía ecuatoriana estima atraer cerca de USD 30.000 millones para inversión en los próximos 4 años.

## SECTOR COMERCIAL

**CONTEXTO:** El sector comercial se constituye como una actividad altamente dinámica y diversa, responsable de más del 10% de la producción nacional.

La actividad comercial es altamente dinámica y diversa por su grado de especialización, compuesta por más de 190 subactividades económicas, siendo las principales, la venta de artículos en supermercados, venta de vehículos, tiendas de departamentales o de *retail* (ropa y calzado), venta de productos farmacéuticos, venta de productos agrícolas, venta de combustibles, venta de electrodomésticos y venta de productos de la construcción. Consecuentemente, este sector económico se subdivide en 2 grandes ramas, el comercio al por menor, que tiene como destino final el consumidor y el comercio por mayor, que consiste en la compra y venta de productos en grandes cantidades.

La evolución del comercio está directamente influenciada por el consumo privado, correspondiente al consumo de los hogares y las empresas, así como del ingreso y la variación de precios (inflación), variables que son claves en el desempeño. Esta actividad genera más del 15% del empleo pleno en el mercado nacional y aglutina a cerca de 300 mil empresas que, en promedio, lo que explica más del 45% de las ventas totales que se generan en la economía nacional, equivalente a más de USD 36.000 millones anuales.

Desde la pandemia, la actividad comercial ha dado saltos importantes en innovación y tecnología, para incursionar en nuevos espacios como el *e-commerce*, dentro del cual interactúan empresas de todo tamaño, que se destacan por su nivel de especialización. Según cifras de la Cámara de Innovación y Tecnología Ecuatoriana, este espacio generó en 2019, ventas por más de USD 2.300 millones y para 2024 las expectativas apuntan a un crecimiento superior al 100%.

El comercio se ha transformado en una de las industrias más representativas para el Ecuador. En los últimos cuatro años, esta actividad representó la décima parte del PIB nacional y, a pesar de que, su participación respecto del PIB no ha variado en los últimos años, esta se ha consolidado como la segunda actividad económica más importante del país, únicamente detrás de la manufactura.

En 2020 el sector representó el 10,1% del PIB total nacional y generó cerca de 1,5 millones plazas de trabajo directo, representando el 18% del empleo total del país, convirtiéndose en la segunda industria que más empleos generó. Las perspectivas del Banco Central del Ecuador (BCE) estiman que en 2021 la actividad rebote en un 8%, luego de haber sido una de las actividades más afectadas, producto de las medidas de confinamiento que derivaron en una contracción del sector del 8,2% en 2020. Hacia 2022, el BCE prevé un crecimiento del 2,8%.

## SECTOR MACROECONÓMICO

### PIB del sector: en el tercer trimestre de 2021 creció un 14,2% anual

A partir del año 2018, la actividad comercial del país permaneció estancada. Esto se puede explicar, principalmente, por la desaceleración que tuvo el consumo de los hogares durante este año y un posterior estancamiento en 2019, año en el que el consumo de hogares creció un +0,3% respecto del año anterior. Además, el comportamiento del sector de comercio también se explica por un ciclo económico en general deprimido, en 2018 el PIB creció un +1,3%, y para 2019, prácticamente no se registró crecimiento con una variación del 0,01%. Durante este último año, el comercio se vio afectado por el paro nacional suscitado en octubre como rechazo a la eliminación de los subsidios a los combustibles. Según el BCE y el Banco Mundial, el paro nacional que duró 12 días dejó daños y pérdidas por USD 821 millones. Al analizar por sectores, el comercio resultó ser la actividad económica más afectada, con pérdidas cercanas a los USD 197 millones y acaparando cerca de la cuarta parte del total de las pérdidas (23,9% del monto total)<sup>12</sup>.

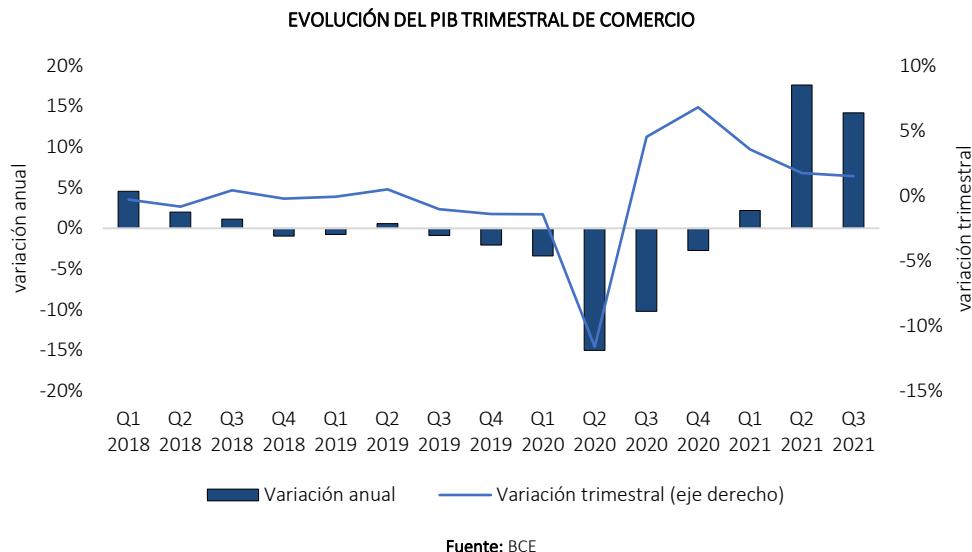
En Ecuador el comercio electrónico no presentaba un desarrollo amplio, en la industria del comercio la mayoría de las transacciones se llevan a cabo de forma presencial. Además, gran parte de esta actividad se caracteriza por una alta informalidad del mercado laboral, como lo son vendedores ambulantes. Tomando en cuenta lo anterior, durante el año 2020 la pandemia agudizó la situación del sector como consecuencia del confinamiento efectuado entre marzo y junio de 2020 que limitó sobre todo las actividades presenciales y representó pérdidas considerables para el comercio. Según el BCE, en el segundo trimestre de 2020 el PIB del sector se contraíó un 13,8% de forma anual y 12% de forma trimestral<sup>13</sup>. Únicamente entre marzo y mayo de 2020, el COVID-19 dejó pérdidas para el país por USD 6.421 millones. Según la Secretaría de Planificación, la afectación más importante se dio en el sector del comercio que registró pérdidas por USD 1.978 millones (30,8% del total de pérdidas registradas entre marzo y mayo de 2020)<sup>14</sup>. Hacia el año 2020, el PIB real de comercio reportó USD 6.716 millones, evidenciando una contracción de 8,2% de manera interanual, es decir, una caída mayor a la experimentada por el PIB total que se contraíó en un 7,8%. De acuerdo con el BCE, de marzo a diciembre de 2020, las pérdidas totales de la economía fueron de USD 16.381 millones, siendo el sector del comercio el sector más afectado, representando el 33,6% de las pérdidas, equivalente a USD 5.515 millones<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> [https://www.bce.fin.ec/images/BANCO\\_C\\_ECUADOR/PDF/InformeBMImpactoParoNacional.pdf](https://www.bce.fin.ec/images/BANCO_C_ECUADOR/PDF/InformeBMImpactoParoNacional.pdf)

<sup>13</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

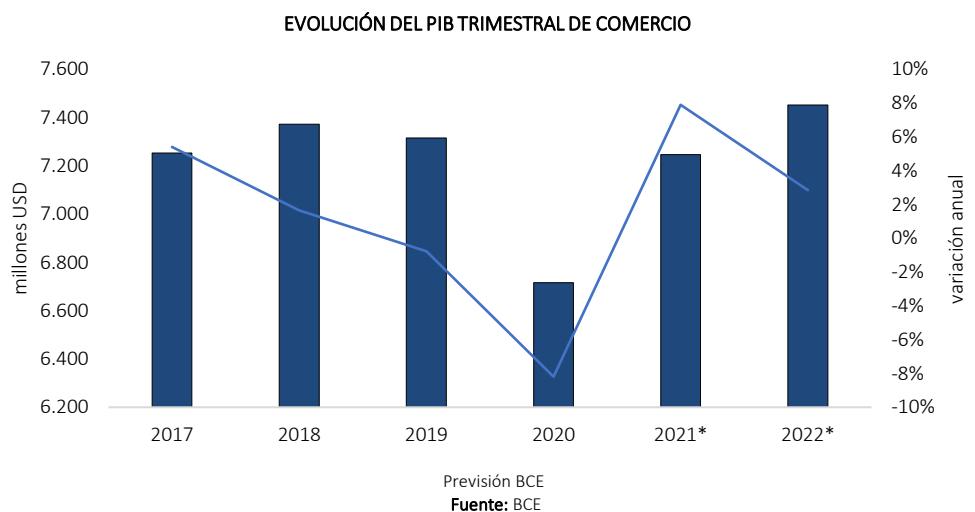
<sup>14</sup> <https://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2020/12/Eval-Soc-Econ-10-Dic-ok.pdf>

<sup>15</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1427-la-pandemia-por-el-covid-19-genero-una-caida-en-el-pib-de-6-4-de-marzo-a-diciembre-de-2020>



Al primer trimestre de 2021, la actividad comercial mantuvo un desempeño negativo. Lo anterior se explica porque durante los primeros meses del año se impusieron medidas de restricción, sobre todo un estado de excepción en 16 provincias que según la Cámara de Comercio de Quito (CCQ), significó que los negocios dejen de percibir USD 1.500 millones. Nuevamente, el comercio, seguido por alojamiento y servicios de comida, fueron los negocios más afectados. En el segundo trimestre de 2021 esta actividad presentó un crecimiento rebote de +12,2% anual, siendo la primera variación anual positiva desde el tercer trimestre de 2019. De forma trimestral, el sector se expandió en un 1,7%<sup>16</sup>, como resultado del crecimiento de +10,5% que presentó el consumo de los hogares. Durante el tercer trimestre de 2021 -última información disponible-, el sector se expandió en un +14,2% anual<sup>17</sup>, desempeño relacionado con el comportamiento positivo de las demás actividades económicas y explicado, además por una mayor demanda de productos electrónicos, del hogar, cosméticos, ropa, audio y visual, entre otros, de cara a las épocas festivas.

Al término de 2021, el BCE proyecta que el PIB de comercio crezca un +8%, mientras que para 2022 prevé un crecimiento del +2,8%, un crecimiento ligeramente superior al 2,5% que se espera crezca la economía del Ecuador el próximo año.

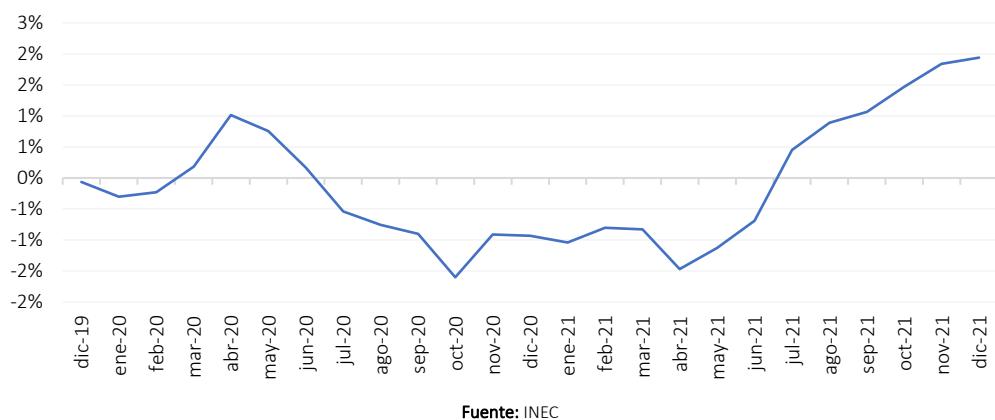


<sup>16</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1447-ecuador-registra-un-crecimiento-interanual-de-8-4-en-el-segundo-trimestre-de-2021>  
<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1462-ecuador-registra-un-crecimiento-interanual-de-5-6-en-el-tercer-trimestre-de-2021>

Inflación: el transporte fue la actividad económica conexa al comercio que mayor aporte generó al aumento en el nivel de precios en Ecuador

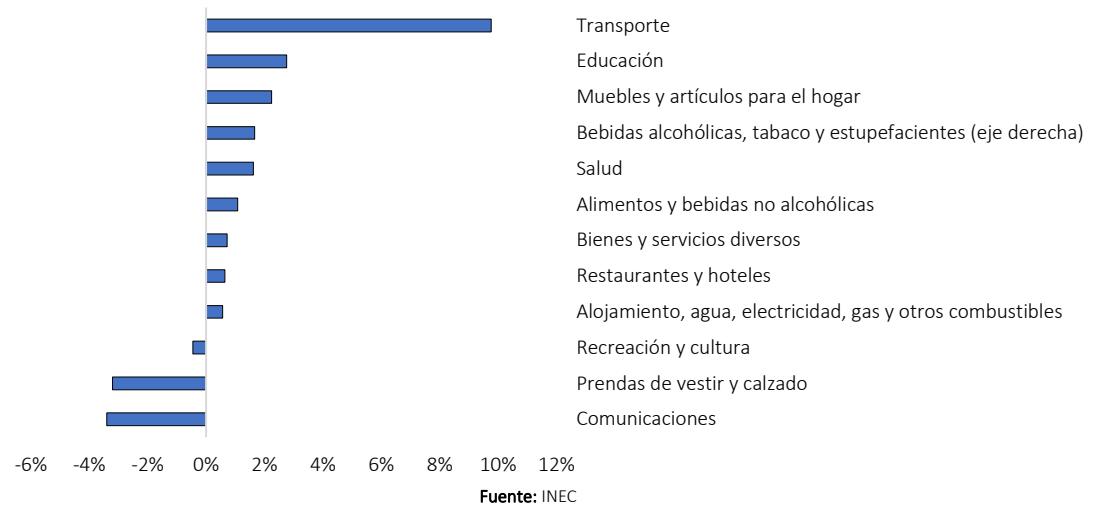
Al cierre de 2021, la inflación del país cerró en 1,94% anual, la cifra más alta desde diciembre de 2015 cuando la inflación anual alcanzó un 3,38%. La crisis logística internacional causada por la paralización de puertos y una mayor demanda de productos por la pandemia ocasionó, según la Organización Mundial de Comercio, que el precio de los contenedores aumente en más de 500%. Esta condición ha afectado a aquellas actividades que dependen de productos importados como: el comercio de electrodomésticos, tecnología, suministros médicos, equipos basados en componentes y chips electrónicos, entre otros. A esto se suma el incremento que sufrieron los *commodities*, entre ellos el precio del petróleo, el acero, cobre, estaño, maíz, soya, entre otros.

**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL**



Analizando por división de consumo, el transporte (+9,77%), educación (+2,76%) y muebles y artículos para hogar (+2,24%) son los que más incidieron en la inflación anual. Por el lado de los productos con una menor inflación están comunicaciones (-3,4%) y prendas de vestir y calzado (-3,2)<sup>18</sup>.

**INFLACIÓN ANUAL POR DIVISIÓN DE CONSUMO A DICIEMBRE DE 2021**



<sup>18</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2021/Diciembre-2021/01%20ipc%20Presentacion\\_IPC\\_dic2021.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2021/Diciembre-2021/01%20ipc%20Presentacion_IPC_dic2021.pdf)

## SECTOR MICROECONÓMICO

[Empresas del sector: la pandemia de la Covid-19 afectó en mayor medida a empresas pequeñas del sector comercial](#)

De acuerdo con el Directorio de Empresas y Establecimientos publicado por el INEC, al 2020 se registraron un total de 290.635 empresas dedicadas al comercio al por mayor, de las cuales un 91,7% corresponden a microempresas, un 6% a empresas pequeñas y el 2,3% restante corresponde al resto de empresas. La pandemia afectó en mayor medida a las empresas clasificadas como pequeñas, las cuales se redujeron en un 20,12% frente al 2019, seguidas de las empresas medianas con el 12,49%.

| EMPRESAS DEDICADAS<br>COMERCIO AL POR<br>MAYOR | NÚMERO DE<br>EMPRESAS 2019 | NÚMERO DE<br>EMPRESAS 2020 | TASA DE<br>VARIACIÓN<br>ANUAL |
|--|----------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| Microempresa                                   | 270.600                    | 266.460                    | -1,53%                        |
| Pequeña  | 21.819                     | 17.429                     | -20,12%                       |
| Mediana  | 6.054                      | 5.298                      | -12,49%                       |
| Grande   | 1.603                      | 1.448                      | -9,67%                        |
| <b>Total</b>                                   | <b>300.076</b>             | <b>290.635</b>             | <b>-3%</b>                    |

Fuente: INEC

En consecuencia, un total de 9.441 empresas cesaron sus actividades en 2020 y, a diferencia de otros sectores en los que las microempresas fueron las principalmente afectadas, dentro de la actividad comercial no se evidenció este comportamiento. Este resultado guarda lógica al ser contrastado con los datos que reporta la Cámara de Comercio de Quito, que expone que aquellos negocios de comercio con ventas anuales superiores a los USD 100 mil y hasta los USD 300 mil, dependían de la compra de grandes centros de comercio minoristas, quienes, al reducir su demanda, disminuyeron las ventas y por ende la capacidad de seguir siendo operativos. Este comportamiento fue más evidente en el sector de venta de ropa y calzado.

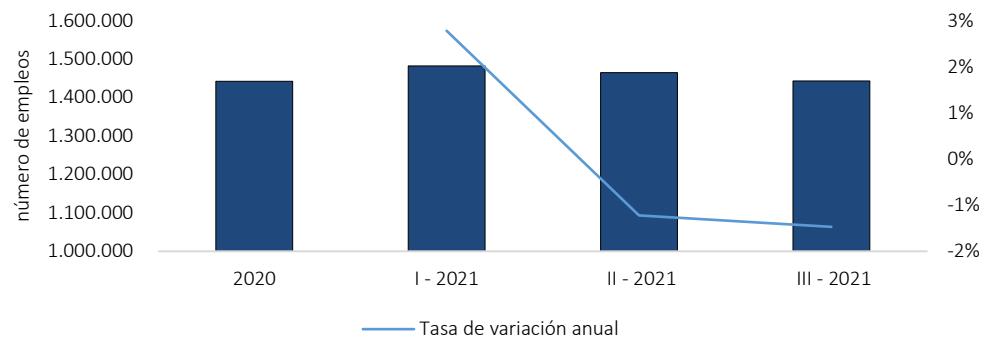
[Empleo del sector: expectativas de repunte durante el último trimestre de 2021 apoyado por las ventas de fin de año y las festividades](#)

El sector de comercio contribuye al mercado ecuatoriano con alrededor de 18,9% del total de empleo, así como con el 17,8% del empleo adecuado, lo que la caracteriza como una actividad de rápida recuperación, al no requerir extensos períodos para reactivarse (como sucede en la industria de manufactura o agricultura)<sup>19</sup>. En 2020, esta actividad aportó con cerca de 1,5 millones de plazas de empleo de forma directa, es decir, la quinta parte del empleo total del país. Uno de los factores que evitó una caída mayor en las cifras de empleo fue el comercio electrónico, que fue contra cíclico en vista de una mayor necesidad en el mercado de contar con laptops, computadores, celulares, tabletas, y otros equipos electrónicos para actividades de estudio y de trabajo.

Luego de alcanzar un pico de recuperación en las plazas de empleo el primer trimestre de 2021, la actividad comercial registró una desaceleración en este indicador, que podría estar asociado al aumento del empleo informal, en vista de que varias empresas redujeron su personal o las horas de trabajo para evitar mayores costos, lo que se reflejó en las cifras de empleo oficial. Sin embargo, las expectativas apuntan que, en el último trimestre de 2021, el empleo aumentó debido a la época estacional. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar americano frente a otras monedas de la región ha permitido que la actividad comercial aumente, especialmente aquella informal, incrementando la competencia hacia la industria local, afectando además a la creación de nuevos empleos.

<sup>19</sup> <https://www.ekosnegocios.com/articulo/comercio-el-sector-que-mas-empleo-adecuado-genera>

## EVOLUCIÓN DEL EMPLEO DEL SECTOR COMERCIAL

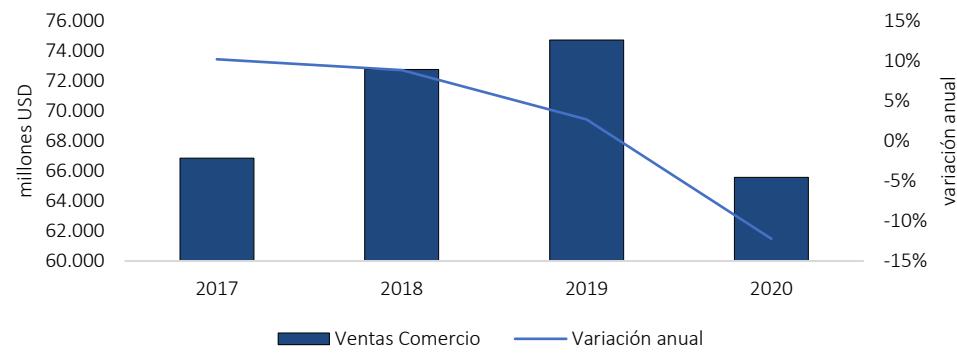


Fuente: INEC

[Ventas y exportaciones del sector: hasta noviembre de 2021, las ventas del sector comercial mantuvieron una dinámica positiva](#)

En los últimos cinco años, en promedio las ventas y exportaciones del sector comercial fueron de USD 68.500 millones, posicionándose como la industria más representativa del país al representar en promedio el 42% del total de las ventas de la economía. En 2020, producto de la pandemia y de sus ya mencionadas consecuencias, las ventas del sector de comercio se contrajeron en un 12,5%, equivalente a una caída de más de USD 9.000 millones, siendo la industria más afectada en términos absolutos al representar el 37% de las pérdidas totales que sufrieron las ventas en 2020.

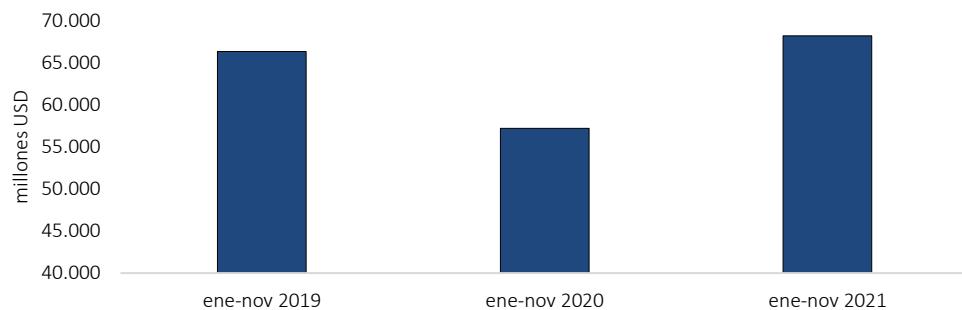
## EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DEL SECTOR COMERCIAL



Fuente: SRI

Entre enero y noviembre de 2021 (última información disponible), las ventas totalizaron USD 68.192 millones evidenciando un crecimiento del +19,2% respecto de 2020 y, explicada por el retorno progresivo a las actividades económicas (oficinas, fábricas y otros sitios de trabajo), que demandaron nuevamente la adquisición de productos y servicios estimulando un mayor consumo, que incluso, permitió superar durante este período las ventas un 3% frente a 2019. Por subsectores, destaca el comercio de vehículos y motocicletas cuyas ventas incrementaron en un 37% con relación al 2020. Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, en 2021 se vendieron cerca 119.400 unidades de vehículos nuevos, que representó un crecimiento de 39% frente a lo vendido en 2020.

#### EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DEL SECTOR COMERCIAL

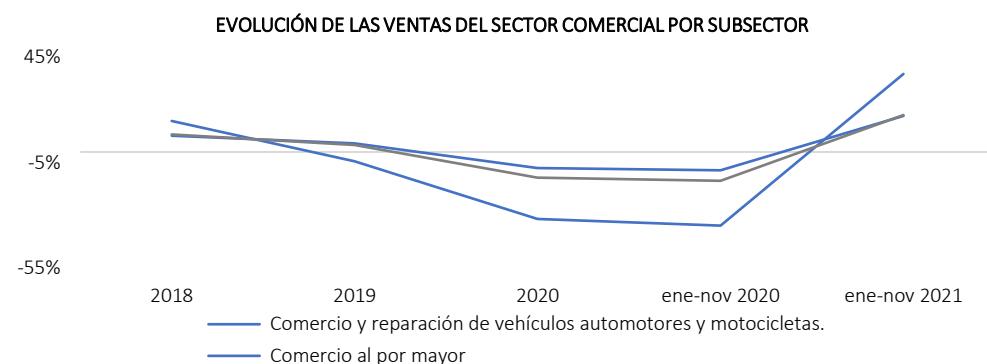


Fuente: SRI

Por otro lado, hasta noviembre de 2021 el comercio al por mayor y al por menor se expandieron en un 17,1% y 17,5% anual, respectivamente. Este crecimiento estuvo apalancado -en buena medida- por un incremento del e-commerce o de las ventas en línea. La aparición de nuevas variantes de COVID-19, y las medidas de control, han sido favorables para el desarrollo de las compras en línea. Según la Cámara Ecuatoriana de Comercio Electrónico, en 2020 las ventas en línea generaron un movimiento de USD 2.300 millones (aproximadamente el 2,4% del PIB) y en 2021 estiman que estas crecieron en un 41% superando los USD 3.200 millones<sup>20</sup>.

Fuente: SRI

#### VOLUMEN DE CRÉDITO

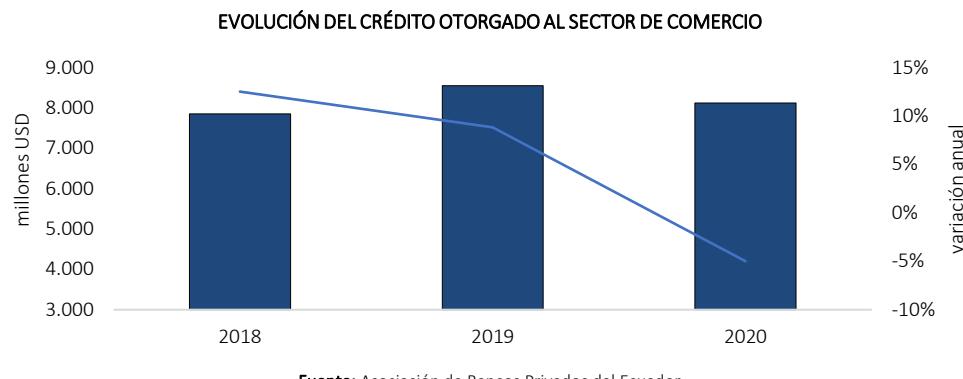


Durante el año 2018, el volumen de crédito otorgado destinado al comercio totalizó USD 7.852 millones, traduciéndose en un crecimiento del +12,5% de manera interanual. Este crecimiento estuvo relacionado al buen desempeño que experimentaron las ventas comerciales en segmentos como vehículos y muebles, así como la actividad turística. Durante el cuarto trimestre de 2018 las empresas que más créditos solicitaron pertenecieron a la rama de comercio (18%), seguido por la actividad industrial (15%). Del crédito total solicitado en el cuarto trimestre por la rama de comercio, un 78% se destinó al capital de trabajo, 11% a la reestructuración/pago de deudas, un 7% para inversión y adquisición de activos y el 2% restante se destinó a operaciones de comercio exterior<sup>21</sup>.

Durante 2019, el proceso de estancamiento económico que enfrentó el país, que conllevó a que la tasa de crecimiento del PIB sea nula (+0,01%), no tuvo un mayor efecto en la generación de crédito para el sector comercial, en vista de que éste aumentó frente a 2018. Una importante parte del crédito estuvo destinado al pago de deudas y de bienes y servicios perecederos que incrementaron su demanda, hecho que para 2020 significó un frenazo debido a la pandemia del COVID-19.

<sup>20</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/comercio-busca-impulsar-venta-virtual-aforos-limitados-covid-19-119779.html>

<sup>21</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2018.pdf>



En 2020, el sector comercial fue uno de los más afectados por la pandemia, consecuentemente, el crédito otorgado se contrae en un 5% con relación al año anterior. El crédito destinado a la venta de vehículos automotores -principal rama de la actividad comercial a la que se destinó el crédito del sector comercial que representó el 30% del volumen total en 2020- se contrae en un 22%, siendo la subactividad en la que más se contrae el crédito. Es preciso destacar que, durante el cuarto trimestre de 2020, las empresas del sector comercial que no solicitaron créditos fueron, principalmente por las siguientes razones: no existió necesidad de financiamiento (36%), la empresa se financió con recursos propios (18%), debido a que las entidades financieras no brindan las facilidades necesarias (14%), debido al entorno macroeconómico nacional (10%)<sup>22</sup>. En este punto es preciso destacar que la disponibilidad del crédito y financiamiento es clave para asegurar la solidez del sistema de comercio. De acuerdo con la Organización Mundial de Comercio, hasta el 80% del comercio mundial se apalanza en algún tipo de crédito o financiación, sin embargo, existen disparidades en cuanto al acceso al crédito, sobre todo para las Pymes de los países en desarrollo<sup>23</sup>. En este contexto, el BCE y la Junta de Política y Regulación Financiera, presentaron una nueva metodología para el cálculo de las tasas de interés activas máximas. Con esta nueva metodología -que regirá desde el 1 de enero de 2022- habrá una ligera reducción de la tasa de interés máxima en ocho de los 13 segmentos de crédito, entre ellos el productivo empresarial y Pymes, el de consumo, microcrédito minorista, entre otros. Según el propio BCE, con esto se busca generar una mayor inclusión financiera, sobre todo para Pymes que no han podido acceder al mercado financiero formal<sup>24</sup>.

El comportamiento del crédito durante 2021 todavía no evidencia un mejor dinamismo con respecto a los años previos. Si bien existen sectores en el que el crédito otorgado entre enero y noviembre de 2021, ha crecido en términos anuales, otros sectores no muestran una mejoría. Por un lado, el crédito destinado a la venta al por mayor de bebidas y alimentos -la segunda sub-industria a la que más financiamiento se destina dentro la rama comercial- creció un 22,7% anual alcanzando los USD 825 millones, de igual forma el crédito de otorgado a la venta al por mayor de materiales de la construcción se expandió en un 13%. En contraste, la financiación otorgada a la venta de vehículos que, como se mencionó previamente representa el principal rubro del crédito comercial, decreció un 9% anual.

| SUBSECTOR DE LA RAMA COMERCIAL   | VOLUMEN DE CRÉDITO ENERO - NOVIEMBRE 2021 (MILLONES USD) | PARTICIPACIÓN | TASA DE VARIACIÓN ANUAL |
|--|--|---------------|-------------------------|
| Venta de vehículos automotores   | 2.064,4  | 28,88%        | -9%                     |
| Venta al por mayor de alimentos, bebidas y tabaco  | 825,0  | 11,54%        | 23%                     |
| Venta al por menor en comercios no especializados con predominio de la venta de alimentos, bebidas o tabaco  | 444,5  | 6,22%         | -10%                    |
| Venta al por mayor de otros enseres domésticos   | 434,4  | 6,08%         | 1%                      |
| Venta al por mayor de materiales para la construcción, artículos de ferretería, equipo, materiales de fontanería (plomería o gasfitería) y calefacción | 345,0  | 4,83%         | 13%                     |
| Venta de partes, piezas y accesorios para vehículos automotores  | 245,3  | 3,43%         | -48%                    |

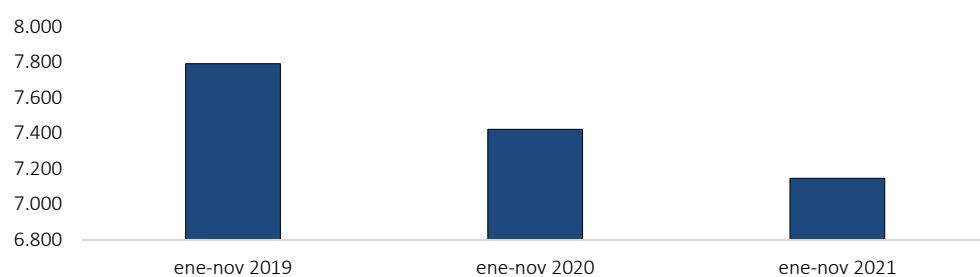
<sup>22</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2020.pdf><sup>23</sup> [https://www.wto.org/spanish/res\\_s/booksp\\_s/tradefinsme\\_s.pdf](https://www.wto.org/spanish/res_s/booksp_s/tradefinsme_s.pdf)<sup>24</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1459-junta-de-politica-y-regulacion-financiera-define-tasas-de-interes-activas-maximas-del-sector-financiero>

| SUBSECTOR DE LA RAMA COMERCIAL  | VOLUMEN DE CRÉDITO ENERO - NOVIEMBRE 2021 (MILLONES USD) | PARTICIPACIÓN | TASA DE VARIACIÓN ANUAL |
|---|--|---------------|-------------------------|
| Venta al por menor de aparatos eléctricos de uso doméstico, muebles, equipo de iluminación y otros enseres domésticos en comercios especializados | 230,0  | 3,22%         | -15%                    |
| Venta al por mayor de desperdicios, desechos, chatarra y otros productos ncp  | 229,2  | 3,21%         | -25%                    |
| Venta al por menor de productos farmacéuticos y medicinales, cosméticos y artículos de tocador en comercios especializados                        | 181,1  | 2,53%         | 32%                     |
| Otros   | 2.148,8  | 30,06%        | 3,8%                    |
| <b>Total</b>  | <b>7.148</b>   | <b>100%</b>   | <b>-3,7%</b>            |

Fuente: Asociación de Bancos Privados del Ecuador

Para el período enero a noviembre de 2021, la banca entregó USD 7.148 millones al sector comercial, lo que implicó una reducción del 3,7% respecto del año anterior y del 8,3% con relación a 2019.

#### EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO OTORGADO AL SECTOR COMERCIAL



Fuente: Asociación de Bancos Privados del Ecuador

#### COMPETITIVIDAD Y FACTORES EXÓGENOS

Para el sector comercial existen diversas barreras de acceso que restringen la entrada de nuevos competidores en el sector. Una de las principales barreras de entrada constituye la alta carga normativa. Los requerimientos y permisos difieren de acuerdo con la ciudad en la que se establecen las empresas lo que limita el acceso a este sector. Además de los distintos permisos de funcionamiento que se deben tramitar como una patente de funcionamiento, licencia de actividad económica, entre otros, se suma el tiempo destinado para la obtención y aprobación de los respectivos permisos.

Otra barrera de entrada al sector es la dificultad para conseguir financiamiento que, como se explicó previamente, es clave para el desarrollo del sector. El acceso a crédito es más limitado para empresas pequeñas, medianas y microempresas que, ante la falta de acceso al mercado financiero formal, acuden al informal o como última opción se ven obligados al cese de operaciones.

Al analizar el poder de negociación, desde el lado de los proveedores se evidencia que estos tienen un bajo poder debido a que existe una gran variedad de oferentes mayoristas y minoristas que comprende la venta de una amplia variedad de productos y servicios. Ante la existencia de varios proveedores y de productos sustitutos, el poder de negociación de proveedores disminuye. En contraposición, el poder de negociación de los compradores es alto debido a que existe una considerable oferta de empresas dedicadas a la venta al por mayor y menor, lo que se traduce en que el comprador puede optar por varias opciones de productos sustitutos y opciones en cuanto a precio/calidad. Por ejemplo, en la venta de vehículos que representa el 8% del total de ventas del sector comercial, la incursión del mercado de carros de origen chino ha cambiado la tendencia del mercado. Actualmente, los carros de origen chino concentran el 33% del mercado, desplazando a la industria local que ocupa el segundo lugar con un 14% del mercado. El precio es el principal motivante para que los carros asiáticos hayan incursionado exitosamente en el mercado. Este es un hecho que se puede replicar en demás sectores, como es el caso de venta de alimentos y bebidas en el que productos de origen europeo han ganado participación en mercado local tras la entrada en vigor del acuerdo comercial con la Unión Europea en 2017.

Dentro de las amenazas y riesgos a las que se enfrenta el sector en un contexto de pandemia que ha profundizado la desigualdad, pobreza y desempleo, un factor latente es la aparición de nuevas variantes y las medidas que se puedan optar para limitar su propagación como un nuevo confinamiento o restricciones de movilidad que impacten negativamente en la actividad económica. En este contexto, el desarrollo de canales de comercialización alternativos será clave para el sector. Esto se lo puede considerar como una oportunidad, así como una amenaza que dependerá del tipo de negocio y la facilidad o no, que tenga para implementar. La pandemia exacerbó y en el caso de Ecuador, aceleró el uso del *e-commerce* o comercio electrónico. De esta forma, el sector comercial se puede apalancar de plataformas ya existentes, lo que implicaría un bajo costo para las empresas, pero ampliaría sus canales de comercialización. Sin embargo, algunos tipos de negocio no necesariamente podrán apalancarse de plataformas ya existentes y tendrían que desarrollar su propia plataforma e infraestructura tecnológica que podría tener un elevado costo. En este caso, las empresas ganadoras serán aquellas que tengan un músculo financiero para poder implementar estos cambios.

Adicionalmente, el anuncio del presidente con respecto al incremento del 6% el Salario Básico Unificado (SBU) pasando de USD 400 a USD 425 en 2022<sup>25</sup>, ha generado reacciones diversas desde el sector empresarial. No obstante, en esta industria en particular caracterizada por una alta informalidad y en el que apenas un 30% de los empleados tiene un empleo adecuado<sup>26</sup>, el incremento del SBU no tendría mayor repercusión. Sin embargo, si puede existir un ligero incremento de precios por la transmisión de costos de otras industrias que sí se vean afectadas por este incremento. Paralelamente, la industria en general enfrenta la crisis logística naviera internacional que se ha caracterizado por el incremento en el precio de los fletes hasta en el 500% adicional, afectando a las materias primas y los productos alimenticios terminados. Finalmente, el aumento sostenido que experimenta la inflación mundial traerá efectos negativos para los productos nacionales frente los principales competidores como Colombia y Perú, quienes han devaluado su moneda como medida para ganar competitividad.

Uno de los aspectos a tomar en cuenta es la agenda comercial que está impulsando el nuevo gobierno para potenciar la canasta exportable del país. En los próximos cuatro años, el gobierno se ha planteado como objetivo concretar 10 nuevos acuerdos comerciales con socios comerciales importantes como Estados Unidos, México, Canadá, China, Corea del Sur, la Unión Económica Euroasiática, así como poder ser miembro pleno de la Alianza del Pacífico.

Finalmente, cabe puntualizar que dentro de los principales objetivos del actual gobierno está el impulsar y fomentar la competitividad del sector productivo. Los avances que se han dado en este sentido hasta el momento son: la reducción arancelaria de 667 partidas de insumos, materias primas y bienes de capital del sector productivo; 1.862 subpartidas arancelarias se eliminaron de la nómina de productos sujetos a la presentación de Documentos de Control Previo de Importación con la finalidad de agilizar procesos y optimizar tiempos. Según lo anunciado por el ministro de Producción y Comercio Exterior, el próximo año se efectuaría otra reforma arancelaria; y el reciente anuncio que hizo el presidente de la República respecto de la reducción gradual del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) que en 2022 disminuirá un punto porcentual de forma progresiva (0,25 puntos porcentuales cada trimestre) hasta llegar al 4%.

## PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

El BCE prevé que en 2022 el PIB de comercio se expanda un 2,8%, en consonancia con el desempeño de la economía y el mercado en general. La recuperación del sector es alentadora, lo cual se evidencia en el nivel de ventas acumuladas a noviembre de 2021 que son un 3% mayores respecto de 2019, apalancado en un crecimiento de la venta de vehículos y del incremento del comercio electrónico.

La actividad comercial se destaca como una de las principales actividad a nivel nacional, principalmente en la región Costa, en la que, el acceso a puertos y aeropuertos, permite que esta actividad se dinamice y genere un aporte significativo al empleo formal, pero a su vez, debido a la apreciación del dólar americano frente a modelos de países vecinos, abre la posibilidad al ingreso del comercio ilegal, generando una competencia desleal en segmentos que no son altamente competitivos como el artesanal.

<sup>25</sup> <https://www.comunicacion.gob.ec/el-presidente-lasso-cumple-con-los-ecuatorianos-el-salario-basico-unificado-del-2022-sera-de-usd-425/>

<sup>26</sup> Personas con empleo que perciben ingresos laborales iguales o superiores al salario mínimo, trabajan no menos de 40 horas a la semana y/o menos de ese tiempo porque no desean trabajar horas adicionales.

Las exportaciones han sido favorables para Ecuador pese a la pandemia, productos como el camarón, el café, atún, pescado, madera, y frutas exóticas han logrado ganar espacio en los mercados externos, debido a un incremento de la demanda y a las preferencias en varios mercados, que han tenido que retornar a esquemas de confinamiento (impulsando la venta de productos congelados y enlatados). En consecuencia, varias empresas han podido expandir su mercado y diversificar los productos.

El aumento del salario básico decretado por el presidente Guillermo Lasso a USD 425 mensuales, abrirá la posibilidad de incrementar el comercio en la base de la pirámide de consumo (más del 50% de los hogares ecuatorianos), pero a su vez, podría conllevar nuevas presiones al alza en el precio de varios productos, ocasionando que el poder adquisitivo se vea afectado. En este sentido, el aumento y acceso a crédito será fundamental para mantener el impulso en la recuperación de actividades como el comercio de autos, tecnología, partes y piezas, materiales de la construcción, ropa y calzado y la venta de alimentos y bebidas.

### POSICIÓN COMPETITIVA

De acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU- G4620.19) ALL-FISH S.A. ocupa un lugar privilegiado, ya que se encuentra entre las 5 principales empresas del sector al que pertenece, tanto en la medición por ingresos al cierre de 2020, como por activos y patrimonio, lo que demuestra la competitividad de la empresa.

| COMPETENCIA                                  | INGRESOS TOTALES (USD) | ACTIVO (USD) | PATRIMONIO (USD) | UTILIDAD DEL EJERCICIO (USD) | ROE    |
|--|------------------------|--------------|------------------|------------------------------|--------|
| Ilcsa S.A.                                   | 10.056.999             | 1.452.744    | 629.420          | 436.022                      | 69,27% |
| All-Fish S.A.                                | 4.305.968              | 1.500.128    | 748.771          | 99.120                       | 13,24% |
| Agroescobar S.A.                             | 1.883.401              | 492.094      | 102.072          | 1.496                        | 1,47%  |
| Comercializadora Fumibana Fumibanacomer S.A. | 1.519.650              | 136.782      | 44.298           | 41.658                       | 94,04% |
| Agrofortaleza S.A.                           | 1.341.786              | 480.573      | 144.948          | 69.031                       | 47,63% |

Fuente: SCVS

Con lo antes expuesto es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que al sector al cual pertenece el Emisor presenta una posición estable históricamente con oferta y demanda de sus productos con una tendencia creciente, una estructura conformada por empresas robustas cuyo comportamiento no se ve mayormente afectado por cambios en el entorno económico ni en los mercados relevantes.

### PERFIL INTERNO

### GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

ALL-FISH S.A. es una empresa dedicada a la oferta de soluciones financieras para la adquisición de balanceados por parte de diversas camaroneras de la región Costa a través de un análisis detallado de los clientes ha logrado conocer a profundidad la necesidad de cada uno de tal forma que ha generado relaciones comerciales sólidas.

La empresa nace en el año 2017 siendo su misión: "Contribuir con el progreso de nuestros clientes, brindando soluciones financieras y acompañamiento técnico durante todas las etapas de la corrida del camarón, a través de la venta de balanceado y otros insumos acuícolas a crédito, para su desarrollo económico y productivo." Y su visión: "Ser el distribuidor número uno de balanceado en la región Costa, ganándonos la confianza y fidelidad de nuestros empleados, clientes, accionistas y de la sociedad".

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 800, con acciones ordinarias y nominativas 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 han demostrado un alto compromiso con la empresa, situación que se ve demostrada ya que los principales accionistas son además quienes llevan la administración de la empresa por lo que es posible colegir que éstos tienen como principal ocupación su labor en la compañía, lo que evidentemente acentúa su compromiso.

| ALL-FISH S.A.                      | PAÍS    | CAPITAL (USD) | PARTICIPACIÓN |
|------------------------------------|---------|---------------|---------------|
| Belles Solorzano Gissella Elena    | Ecuador | 72            | 9%            |
| Belles Solorzano Hector Alejandro  | Ecuador | 64            | 8%            |
| Belles Solorzano Jaime Alberto     | Ecuador | 64            | 8%            |
| Belles Solorzano Santiago Miguel   | Ecuador | 64            | 8%            |
| Rivadeneira Aguilar Allan Mauricio | Ecuador | 320           | 40%           |

| ALL-FISH S.A.                      | PAÍS    | CAPITAL (USD) | PARTICIPACIÓN |
|------------------------------------|---------|---------------|---------------|
| Rivadeneira Aguilar Ricardo Javier | Ecuador | 80            | 10%           |
| Santelli Jairala Fiorella Fernanda | Ecuador | 136           | 17%           |
| <b>Total</b>                       |         | <b>800</b>    | <b>100%</b>   |

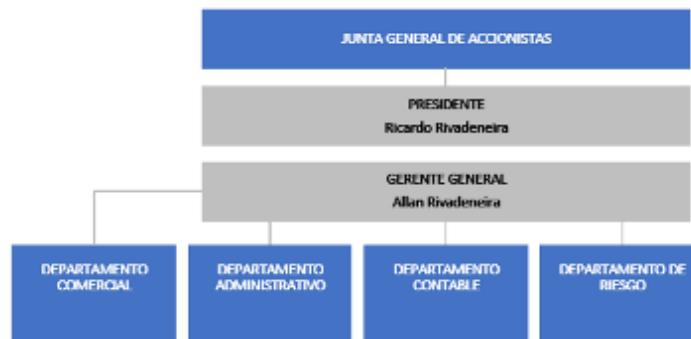
Fuente: SCVS

El principal accionista presenta vinculación en empresas de amplia trayectoria.

| COMPAÑÍAS RELACIONADAS                        | VINCULADO                          | TIPO DE VINCULACIÓN | SITUACIÓN LEGAL |
|---|------------------------------------|---------------------|-----------------|
| ALPHA Factoring del Ecuador<br>ALLFACTOR S.A. | Rivadeneira Aguilar Allan Mauricio | Accionariado        | Activa          |
| MAEQ Máquinas y Equipos S.A.                  | Rivadeneira Aguilar Allan Mauricio | Accionariado        | Activa          |
| Medialte, Medios Alternativos S.A.            | Rivadeneira Aguilar Allan Mauricio | Accionariado        | Activa          |

Fuente: SCVS

A la fecha del presente informe ALL-FISH S.A. cuenta con 10 trabajadores, a los que la compañía considera de un rendimiento más que satisfactorio en la generalidad de los casos, los que se distribuyen en diferentes áreas de la empresa. Dentro de la compañía no existen sindicatos y/o comités de empleados.



Fuente: ALL-FISH S.A.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de la información la compañía dispone de diversos sistemas de contingencia de riesgos, siendo el principal paquete de cómputo *ElitERP*, que comprende el software corporativo.

Con todo lo expuesto anteriormente, es opinión de GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial para el tamaño de la compañía, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se van afirmando en el tiempo.

La compañía cuenta con responsabilidad social y ambiental; en lo social, con un enfoque principalmente en la inclusión hacia la mujer y en contribución a la comunidad y en lo ambiental, cuenta con proveedores y clientes enfocados en disminuir la huella de carbono, es decir, un enfoque en la reducción de desechos y eficiencia energética.

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.

## NEGOCIO

ALL-FISH S.A. tiene como actividad principal la realización de actividades agropecuarias, esto es, desde el aprovisionamiento de materia prima adquirida de terceros pasando luego al almacenamiento de bienes hasta llegar a la comercialización, especialmente a camaroneras y pecuaria en general.

Los ingresos de la empresa se originan principalmente de la venta de balanceados y abonos en establecimientos especializados.

Dentro del plan estratégico de ALL-FISH S.A. constan como principales lineamientos:

- Impulsar el área comercial.
- Implementar servicio post venta a través de un plan de visitas periódicas a todos los clientes.
- Desarrollar nuevas líneas de negocio complementarias para brindar un mejor y más completo servicio a los clientes.
- Respaldar ventas con seguro de crédito.

Adicional a este plan la compañía presenta estrategias ya implementadas:

- La optimización de procesos internos y la planificación logística le permite atender las necesidades de los clientes de manera rápida y eficaz; en menos de 48 horas.
- Existe una evaluación constante de los avances y cumplimiento de los objetivos establecidos al corto, mediano y largo plazo; así como los planes de acción frente a procesos críticos y contingentes.
- Cuenta con un nivel ejecutivo debidamente calificado, con experiencia en las funciones y en las responsabilidades asignadas. Todos los colaboradores están altamente capacitados y trabajan con la empresa desde hace varios años, siendo uno de los pilares fundamentales para el desarrollo de las actividades.

## RIESGO OPERATIVO

ALL-FISH S.A. cuenta con póliza de seguro vigente, que permite cubrir las pérdidas netas de cartera de crédito hasta por un monto total asegurado de USD 2,25 millones y se encuentra vigente hasta el 30 de noviembre de 2022.

## CLIENTES

ALL-FISH S.A. cuenta con una gran diversificación de clientes, entre ellos varias empresas reconocidas dentro del mercado alimenticio y agropecuario.

| PRINCIPALES CLIENTES<br>FEBRERO 2022     | PROVINCIA   | PARTICIPACIÓN |
|--|-------------|---------------|
| Kamypesca S.A.                           | Guayas      | 9%            |
| Camaronera Imperial CAMARIME S.A.        | Guayas      | 9%            |
| Inversiones Camaronera S.A. IVERCAMAROSA | Guayas      | 8%            |
| Caroluisa S.A.                           | El Oro      | 8%            |
| Severflo S.A.                            | Guayas      | 7%            |
| CAMAROZCA Camaronera Isla Orozco C.A.    | Guayas      | 7%            |
| Vinueza Sotelo Juan Pablo                | Santa Elena | 7%            |
| Aquacultura Tropical S.A. Aquatropical   | Guayas      | 6%            |
| Grupo Degfer Cía. Ltda.                  | Manabí      | 5%            |
| Otros                                    | Otras       | 32%           |

Fuente: ALL-FISH S.A.

Dentro de las políticas de crédito y cobranza se establece lineamientos generales orientados a la correcta administración de las cuentas por cobrar con la finalidad de minimizar el riesgo de morosidad. Los puntos que analizan son principalmente: la experiencia, la situación financiera, aspectos legales y el récord crediticio. A través de la interacción continua con clientes y/o deudores dan seguimiento al cumplimiento de las normas y políticas

internas de la compañía, la gestión de cobranzas se realiza directamente con los clientes y se notifica al cliente con 7 días de anticipación al vencimiento de la factura.

#### CADENA DE SUMINISTROS

Es importante señalar que dado el giro de negocio de la compañía las principales fuentes de productos están ubicadas en el extranjero y a nivel nacional. Cabe destacar que el principal proveedor local de la compañía es Vitapro Ecuador Cía. Ltda. ubicado en Guayas.

En lo que respecta a la política que mantiene la empresa con sus proveedores, está es diferente dependiendo el tipo de producto y de proveedor.

#### PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe ALL-FISH S.A. no mantiene presencia bursátil en el Mercado de Valores ecuatoriano.

#### INSTRUMENTO

La Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 6 de abril de 2022 aprobó la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 2.250.000 dividida en una clase.

| PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES  |   |                           |                        |                             |                                  |                                    |
|----------------------------------|---|---------------------------|------------------------|-----------------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| Características                  | CLASES<br>A   | MONTO<br>USD<br>1.250.000 | PLAZO<br>2.520<br>días | TASA FIJA<br>ANUAL<br>9,00% | PAGO DE<br>CAPITAL<br>Trimestral | PAGO DE<br>INTERESES<br>Trimestral |
| Garantía                         | Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores   |                           |                        |                             |                                  |                                    |
| Garantía específica              | La presente emisión no contempla garantía específica.   |                           |                        |                             |                                  |                                    |
| Destino de los recursos          | 100% para financiar parte del capital de trabajo: adquisición de activos para el giro propio de la empresa.   |                           |                        |                             |                                  |                                    |
| Estructurador financiero         | Intervalores Casa de Valores S.A.   |                           |                        |                             |                                  |                                    |
| 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"> <li>■ 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</li> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul> |                           |                        |                             |                                  |                                    |
| Límite de endeudamiento          | La compañía ALL-FISH S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.   |                           |                        |                             |                                  |                                    |

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

La tabla de amortización siguiente se basa en un escenario en el que se colocará el monto total:

| AMORTIZACIÓN<br>CLASE A | CAPITAL<br>INICIAL (USD) | PAGO<br>CAPITAL (USD) | PAGO<br>INTERESES (USD) | TOTAL<br>PAGO (USD) | SALDO DE<br>CAPITAL (USD) |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|---------------------|---------------------------|
| 30/9/2022               | 1.250.000                | 15.625                | 28.125                  | 43.750              | 1.234.375                 |
| 30/12/2022              | 1.234.375                | 15.625                | 27.773                  | 43.398              | 1.218.750                 |
| 30/3/2023               | 1.218.750                | 15.625                | 27.422                  | 43.047              | 1.203.125                 |
| 30/6/2023               | 1.203.125                | 15.625                | 27.070                  | 42.695              | 1.187.500                 |
| 30/9/2023               | 1.187.500                | 49.375                | 26.719                  | 76.094              | 1.138.125                 |
| 30/12/2023              | 1.138.125                | 49.375                | 25.608                  | 74.983              | 1.088.750                 |
| 30/3/2024               | 1.088.750                | 49.375                | 24.497                  | 73.872              | 1.039.375                 |

| AMORTIZACIÓN<br>CLASE A | CAPITAL<br>INICIAL (USD) | PAGO<br>CAPITAL (USD) | PAGO<br>INTERESES (USD) | TOTAL<br>PAGO (USD) | SALDO DE<br>CAPITAL (USD) |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|---------------------|---------------------------|
| 30/6/2024               | 1.039.375                | 49.375                | 23.386                  | 72.761              | 990.000                   |
| 30/9/2024               | 990.000                  | 49.375                | 22.275                  | 71.650              | 940.625                   |
| 30/12/2024              | 940.625                  | 49.375                | 21.164                  | 70.539              | 891.250                   |
| 30/3/2025               | 891.250                  | 49.375                | 20.053                  | 69.428              | 841.875                   |
| 30/6/2025               | 841.875                  | 49.375                | 18.942                  | 68.317              | 792.500                   |
| 30/9/2025               | 792.500                  | 49.375                | 17.831                  | 67.206              | 743.125                   |
| 30/12/2025              | 743.125                  | 49.375                | 16.720                  | 66.095              | 693.750                   |
| 30/3/2026               | 693.750                  | 49.375                | 15.609                  | 64.984              | 644.375                   |
| 30/6/2026               | 644.375                  | 49.375                | 14.498                  | 63.873              | 595.000                   |
| 30/9/2026               | 595.000                  | 49.375                | 13.388                  | 62.763              | 545.625                   |
| 30/12/2026              | 545.625                  | 49.375                | 12.277                  | 61.652              | 496.250                   |
| 30/3/2027               | 496.250                  | 49.375                | 11.166                  | 60.541              | 446.875                   |
| 30/6/2027               | 446.875                  | 49.375                | 10.055                  | 59.430              | 397.500                   |
| 30/9/2027               | 397.500                  | 49.375                | 8.944                   | 58.319              | 348.125                   |
| 30/12/2027              | 348.125                  | 49.375                | 7.833                   | 57.208              | 298.750                   |
| 30/3/2028               | 298.750                  | 49.375                | 6.722                   | 56.097              | 249.375                   |
| 30/6/2028               | 249.375                  | 49.375                | 5.611                   | 54.986              | 200.000                   |
| 30/9/2028               | 200.000                  | 49.375                | 4.500                   | 53.875              | 150.625                   |
| 30/12/2028              | 150.625                  | 49.375                | 3.389                   | 52.764              | 101.250                   |
| 30/3/2029               | 101.250                  | 49.375                | 2.278                   | 51.653              | 51.875                    |
| 30/6/2029               | 51.875                   | 51.875                | 1.167                   | 53.042              | 0                         |

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

### MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 28 de febrero de 2022, la compañía posee un total de activos por USD 3,81 millones de los cuales este mismo valor son activos menos deducciones.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 28 de febrero de 2022, evidenciando que la relación de activos menos deducciones sobre obligaciones en circulación en instrumentos amparados con Garantía General deben mantener una razón mayor o igual a 1,00. Se entiende como activos depurados; “Al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias”.

| MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN<br>FEBRERO 2022   | MONTO<br>(USD)   |
|---|------------------|
| <b>Activo Total</b>   | <b>3.805.401</b> |
| (-) Activos o impuestos diferidos   | -                |
| (-) Activos gravados  | -                |
| Inventarios   | -                |
| Maquinaria y equipos  | -                |
| Terrenos  | -                |
| (-) Activos en litigio  | -                |
| (-) Monto de las impugnaciones tributarias  | -                |
| (-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros  | -                |
| (-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados                         | -                |
| (-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores   | -                |
| (-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social                                   | -                |
| (-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor | -                |
| <b>Total activos menos deducciones</b>  | <b>3.805.401</b> |
| <b>80 % activos menos deducciones</b>   | <b>3.044.321</b> |

Fuente: ALL-FISH S.A.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 28 de febrero de 2022, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,32 veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Primera Emisión de Obligaciones de ALL-FISH S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 68,19% del 200% del patrimonio al 28 de febrero de 2022, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

| 200% PATRIMONIO<br>FEBRERO 2022               | MONTO<br>(USD) |
|---|----------------|
| Patrimonio                                    | 916.562        |
| 200% Patrimonio                               | 1.833.124      |
| Saldo Titularización de Flujos en circulación | -              |
| Saldo Emisión de Obligaciones en circulación  | -              |
| Nueva Emisión de Obligaciones                 | 1.250.000      |
| Total Emisiones                               | 1.250.000      |
| <b>Total Emisiones/200% Patrimonio</b>        | <b>68,19%</b>  |

Fuente: ALL-FISH S.A.

## PERFIL FINANCIERO

## PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros de los años 2018, 2019 y 2020. Los Estados Financieros de 2020 fueron auditados por AUDIHOLDER AUDITORES C.LTDA. Estos estados financieros no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte diciembre 2021, febrero 2021 y 2022.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

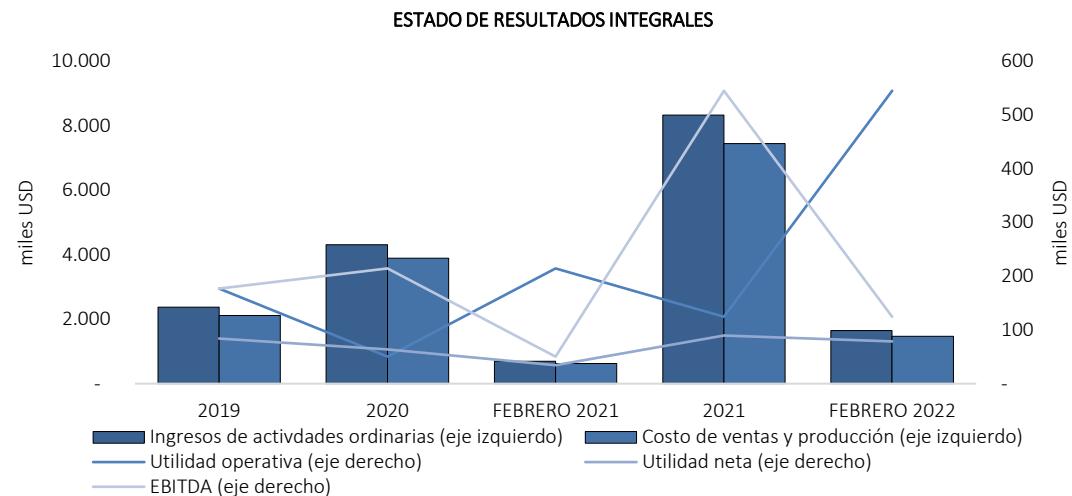
El comportamiento de las ventas ha mantenido una tendencia creciente, inicialmente la venta estuvo enfocada en balanceado para camarón, ya para 2021 se diversificó entre balanceados para camarón, larvas de camarón y alimentadores automáticos e inclusive camarón.

| COMPOSICIÓN VENTAS        | MONTO 2020<br>(USD) | MONTO 2021<br>(USD) |
|---------------------------|---------------------|---------------------|
| Balanceado para camarón   | 4.305.968           | 7.817.627           |
| Larvas de camarón         |                     | 30.825              |
| Alimentadores automáticos |                     | 26.035              |
| Camarón                   |                     | 448.000             |
| <b>Total</b>              | <b>4.305.968</b>    | <b>8.322.487</b>    |

Fuente: ALL-FISH S.A.

Dado el giro de negocio de la compañía desde sus inicios en 2017 ha brindado facilidades a los camaroneros para adquirir insumos alcanzando USD 1,02 millones en 2018 y USD 2,37 millones en 2019 y durante un año golpeado por la emergencia sanitaria como fue 2020 llegó a USD 4,31 millones, lo que evidencia un constante crecimiento de las ventas debido al aumento de demanda de productos balanceado por parte de grandes empresas camaroneras que se han ido sumando entre los clientes de ALL-FISH S.A. Ya para 2021, la compañía registra un crecimiento interanual en ventas de 93%, dejando atrás cualquier efecto negativo de la pandemia.

El costo de ventas de ALL-FISH S.A. ha sido en promedio un 89% de las ventas totales en el periodo 2019 - 2021, lo que ha generado un margen bruto que pasó de USD 442 mil en el 2020 a USD 883 mil en 2021. Similar comportamiento ha mantenido en el análisis interanual entre febrero de 2020 y 2021.



Fuente: ALL-FISH S.A.

### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos de la compañía están compuestos por gastos de administración y gastos de ventas, siendo los de administración los que tienen mayor participación. En ambos rubros las cuentas más representativas han sido históricamente honorarios profesionales y sueldos a empleados, que se comportan alineadas a lo que sucede con las ventas, pero un esfuerzo en el control de gastos realizados por la compañía significó que los gastos de operación decrecieran en el periodo bajo análisis. De tal forma que, en 2021, tuvo una participación de 4% sobre el total de ingresos, cifra inferior al 5% obtenido en 2020.

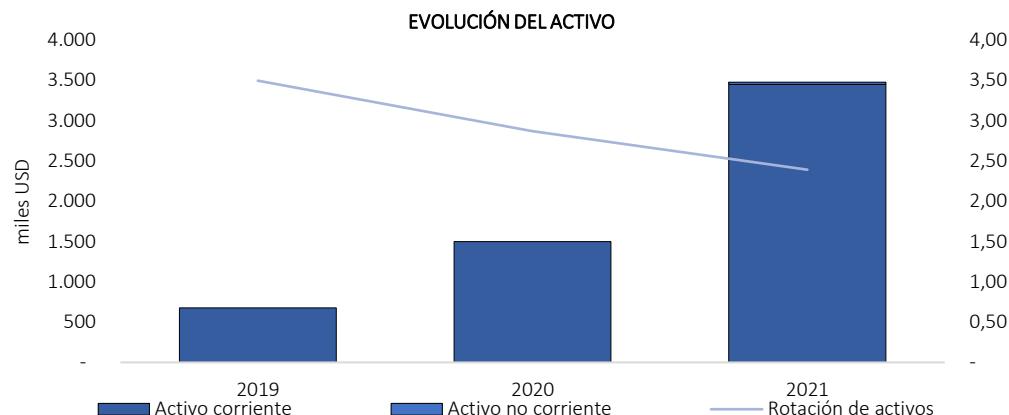
Los gastos financieros fluctuaron de acuerdo con las necesidades de financiamiento de ALL-FISH S.A. compuestos principalmente por intereses a entidades financieras, intereses a inversionistas y al gasto causado por garantías contratadas por el emisor, este rubro viene incrementándose significativamente entre 2019 y 2021 hasta alcanzar un monto de USD 404 mil, ya para febrero 2021 se ha acumulado USD 45,8 miles.

La línea de utilidad neta ha sido siempre positiva con valores que han ido desde USD 83 mil en 2019 a USD 89 en 2020, presentando una baja en el año 2020 efecto del impacto del coronavirus en la economía en general.

En cuanto al desempeño financiero de la empresa, índices como ROE y ROA tuvieron valores favorables en el periodo de análisis, el ROE para 2021, un año de amplio crecimiento para la empresa, fue superior a 10%, en tanto que el ROA disminuyó efecto del aumento del activo, pasó de 4,24% a 2,57%. El EBITDA ha ido incrementándose, en 2020 llegó a USD 214 mil y para 2021 a USD 545 mil, si se analiza la cobertura del gasto financiero con EBITDA, es evidente que con el incremento acelerado que ha tenido este gasto la cobertura disminuye e incrementan los años de pago de la deuda con EBITDA hasta los 2,6 años en 2021 de 0,5 que se mantenía en 2020.

### CALIDAD DE ACTIVOS

El total de activo ha mantenido una mayor concentración en el activo corriente en el periodo analizado entre 2019 y 2021, el activo corriente ha pasado de USD 678 mil a USD 3,5 millones centrado en las cuentas por cobrar comerciales que están atadas directamente al comportamiento de las ventas, que ha sido creciente.



Fuente: Informes Auditados 2019-2020 y Preliminares 2021

La evolución en las cuentas por cobrar indica crecimiento principalmente entre 2020 y 2021, alcanzando un 36% del total de ventas desde un 30% que se mantenía en 2020. Cabe destacar que de la cartera a diciembre 2021 solamente se encuentran USD 1.170 vencidos a más de 90 días, lo que evidencia un buen estado de la cartera. Los días de cartera a diciembre de 2021 corresponden a 128 días, levemente inferior a los 107 días de 2020.

| ANTIGÜEDAD DE CARTERA | 2021<br>(USD) |
|-----------------------|---------------|
| Por vencer            | 2.962.964     |
| Vencido               | 1.170         |
| Más de 91 días        | 1.170         |
| Total                 | 2.964.134     |

Fuente: ALL-FISH S.A.

Es importante destacar que ALL-FISH S.A. no mantiene montos significativos en cuentas por cobrar a compañías relacionadas ni en inventarios debido a la estructura del negocio. El activo no corriente se ha mantenido sin movimientos, apenas en 2021 se presentó la cuenta propiedad, planta y equipo con un rubro de USD 27 mil.

Producto de estas variaciones, el capital de trabajo totalizó en USD 1,512 millones en 2021 y un índice de liquidez de 1,78.

#### ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

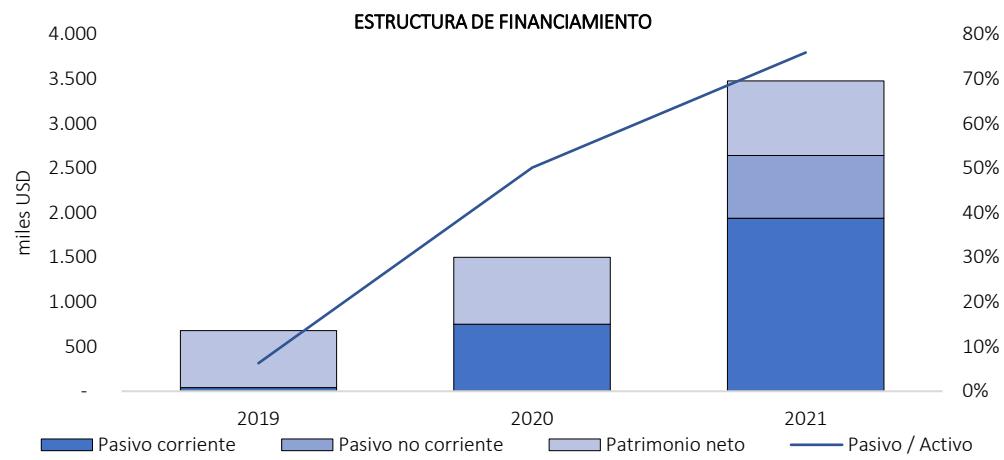
El total de pasivos se incrementó en 2021 respecto a 2020 en alrededor de 251% y lo que generó que se financie un 76% del total de activos implicando un apalancamiento de 3,15 veces (pasivo respecto de patrimonio), valor que evidencia que podrían incrementar la deuda sin poner en riesgo la liquidez de la compañía.

Hasta 2020, el total del pasivo estuvo en el corto plazo, ya en 2021 se presentó USD 701 mil en el pasivo no corriente correspondiente a financiamiento bancario, que venía concentrado alrededor de 40% en la parte corriente del pasivo. Las entidades con las que han venido trabajando con Banco Internacional S.A. y Banco Guayaquil S.A.

La otra cuenta representativa del pasivo corriente es la cuenta por pagar a proveedores, que para febrero 2021 fue de USD 252 miles. De igual forma, la cuenta de otros pasivos en el corto y largo plazo ha incrementado en función del financiamiento necesario para el funcionamiento del negocio.

El abastecimiento de las principales líneas de negocio como; balanceado para camarón, larvas de camarón, alimentadores automáticos y camarón cuentan con variación de días de pago entre 0-12 días.

Un análisis de los flujos de efectivo de los últimos dos años demuestra que el aumento de cuentas por cobrar ha provocado que el flujo de actividades de operación sea negativo, lo que ha hecho necesario un incremento del financiamiento.



Fuente: Informe de Auditados 2019-2021 y preliminares 2021

El patrimonio de la compañía pasó de financiar en 2020 un 50% del activo a un 24% en 2021. El patrimonio se ha mantenido en valores por debajo del USD 1 millón en el periodo bajo análisis, con un capital pagado de USD 800 y aportes a futuras capitalizaciones de USD 599 mil. Las fluctuaciones se han producido por efecto de los resultados de cada uno de los ejercicios, lo que ha generado ganancias acumuladas de USD 134 mil.

## PERFIL PROYECTADO

### PROYECCIONES DE GLOBAL RATINGS

Las proyecciones de GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en los resultados reales de la compañía en los años 2019 y 2020, en los estados financieros preliminares de 2021 y en los resultados obtenidos a febrero de 2022 además del comportamiento histórico de los principales índices durante el periodo analizado y en las proyecciones de flujo de caja entregadas por el emisor las que se sometieron a un escenario estresado para los años siguientes. El horizonte de proyección se extiende hasta 2029 dado el tiempo de vigencia de la emisión bajo análisis, las estimaciones para los años 2025 en adelante suponen que la empresa mantendrá un ritmo de crecimiento en lo posterior parecido al de los años más próximos, aunque dado el ambiente cambiante de las condiciones de la economía esta es una premisa difícil de precisar.

Por otro lado, y dentro del panorama indicado, las premisas consideran un impacto inflacionario efecto de la incierta situación mundial por lo que se toma en cuenta una inflación entre el 3% y el 5% para el periodo proyectado. En este caso se trata de un factor exógeno al Ecuador sin que se avizore por el momento un control del fenómeno a nivel global. Una inflación por motivos internos podría producirse empujada por el impacto de los precios de los derivados del petróleo que Ecuador importa y que podrían sufrir un incremento importante.

| PREMISAS                                       | 2019  |       |       | 2020       |     |     | 2021 |     |     | 2022 2023 2024 2025 2026 2027 2028 2029 |     |  |  |  |  | CRITERIO |                               |
|--|-------|-------|-------|------------|-----|-----|------|-----|-----|---|-----|--|--|--|--|----------|-------------------------------|
|  | REAL  |       | PRELI | PROYECTADO |     |     |      |     |     |   |     |  |  |  |  |          |                               |
| Ingresos de actividades ordinarias (miles USD) | 2.372 | 4.306 | 8.322 | 40%        | 20% | 15% | 12%  | 10% | 10% | 5%                                      | 5%  |  |  |  |  |          |                               |
| Costo de ventas y producción                   | 89%   | 90%   | 89%   | 90%        | 90% | 90% | 90%  | 90% | 90% | 90%                                     | 90% |  |  |  |  |          | Porcentaje sobre ventas       |
| Gasto de ventas                                | 0%    | -1%   | -1%   | -1%        | -1% | -1% | -1%  | -1% | -1% | -1%                                     | -1% |  |  |  |  |          | Porcentaje sobre ventas       |
| Cuentas por cobrar (CP)                        | 28%   | 30%   | 36%   | 36%        | 32% | 32% | 32%  | 32% | 32% | 32%                                     | 32% |  |  |  |  |          | Porcentaje sobre ventas       |
| Cuentas por pagar (CP)                         | 1%    | 11%   | 3%    | 3%         | 3%  | 3%  | 3%   | 3%  | 3%  | 3%                                      | 3%  |  |  |  |  |          | Porcentaje sobre Costo Ventas |

Fuente: Estados Financieros Auditados 2019-2020 y Preliminar 2021

La empresa comercializa insumos necesarios para camaroneras y prácticamente duplicó sus ventas en los años 2020 y 2021. Para el periodo siguiente, se prevé un incremento importante de los ingresos, aunque sin alcanzar

los niveles de crecimiento de esos años. Por lo tanto, se ha supuesto un aumento del 40% para 2022, del 20% el 2023 y del 15% y 12% para los años 2024 y 2025 respectivamente para que de ahí alcance una estabilización del crecimiento entre el 5% y el 10%. Cabe destacar que estos incrementos son conservadores respecto de las estimaciones del emisor, pero el orden de magnitud es parecido entre una y otra proyección.

El costo de ventas que históricamente se ha situado en torno al 90% se ha mantenido en los mismos valores para los años siguientes. El giro del negocio de la empresa hace poco probable que este parámetro varíe en demasiada medida.

Para los gastos de administración se tomó como base el monto registrado en 2021 al que se aplicó un incremento anual constante en línea con la premisa de inflación ya explicitada. En el caso de los gastos de ventas se estimó un porcentaje sobre las ventas entre los registrados en 2021 y febrero de 2022.

Los gastos financieros obedecen a la proyección de la estructura de pasivos que se analiza más adelante además de una estimación de los gastos que se producirían por efecto de garantías las que se estimaron en línea con las proyecciones del emisor. Además, se estimaron gastos por pagos de intereses a inversionistas además de los correspondientes a entidades financieras y a la emisión de obligaciones lo que lleva a una proyección en el mismo orden de magnitud de la registrada en 2021.

De acuerdo con el comportamiento histórico, no se proyectan otros ingresos y gastos operacionales y no operacionales.

Con las premisas anotadas, la proyección arroja resultados positivos incrementales para los próximos años los que permitirían alcanzar niveles de ROE igualmente incrementales en torno al 25% lo que compara muy favorablemente con inversiones alternativas de riesgo similar. Cabe destacar que los resultados obtenidos tienen como consecuencia un incremento patrimonial progresivo dado que no se proyectan repartos de dividendos. Por otra parte, el EBITDA producido permitiría una cobertura sobre gastos financieros superior a 2 en los años más próximos valor que aumentaría paulatinamente en el futuro más lejano. Los años de pago de la deuda con costo con EBITDA se mantendrían alrededor de 2, parámetro muy favorable.

La emisión bajo análisis tiene como propósito principal ampliar la capacidad de la empresa para otorgar facilidades de compra a sus clientes. En este sentido, las cuentas por cobrar a clientes se mantienen en el 36% de las ventas en 2022, igual al porcentaje de 2021. Sin embargo, dado el crecimiento proyectado en ventas y en el escenario conservador proyectado, este valor se reduce al 32% en los años posteriores. Esta premisa tiene como consecuencia que los días de cartera que pasaron de 107 a 128 entre 2020 y 2021, lleguen a 130 en 2022 aunque en lo posterior se situarían en 115.

El crecimiento en los activos, fundamentalmente de las cuentas por cobrar a clientes ocasionado por el aumento de las actividades de la empresa ha tenido como consecuencia que los flujos de efectivo provenientes de actividades operativas sean negativos. Tal aseveración se mantiene en el año 2022 sin que se considere un aumento significativo en las cuentas por pagar a proveedores que se mantendrían en proporciones similares al total del pasivo, en torno al 12%. La proyección asume que los montos de otros pasivos, en corto y largo plazo, se mantendrían en torno a los USD 500 mil. No se supone un aumento significativo en actividades de inversión.

El incremento paulatino de los resultados y la no repartición de dividendos provocaría que los flujos de actividades de operación se estabilicen en el futuro alcanzando valores positivos que permitirían ir cancelando parte de la deuda de la empresa.

En consecuencia, y a la luz de las premisas señaladas, se prevé un aumento significativo de la deuda neta en 2022, motivado básicamente por la emisión bajo análisis. En los años siguientes, la deuda con costo se mantendría en niveles similares a los previstos para 2022 (USD 2,6 millones) y comenzaría a descender hacia 2025. Los niveles de obligaciones con entidades financieras se mantendrían en niveles parecidos a los históricos, aunque una nueva emisión podría hacer que bajaran lo que extendería los plazos de pago de forma importante.

## 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.*

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 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 Primera Emisión de Obligaciones ALL-FISH 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 Msc.**  
Gerente General

ANEXOS

| ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)                  | 2019 | 2020  | 2021  | 2022       | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|---|------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
|   | REAL | PRELI |       | PROYECTADO |       |       |       |       |       |       |       | INTERANUAL   |              |
|   |      |       |       |            |       |       |       |       |       |       |       |              |              |
| <b>ACTIVO</b>   | 678  | 1.500 | 3.479 | 4.548      | 4.955 | 5.506 | 6.094 | 6.775 | 7.295 | 7.779 | 8.270 | 1.635        | 3.805        |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                                     | 678  | 1.500 | 3.452 | 4.521      | 4.928 | 5.479 | 6.067 | 6.748 | 7.268 | 7.752 | 8.242 | 1.603        | 3.779        |
| Efectivo y equivalentes al efectivo                         | 21   | 171   | 343   | 182        | 310   | 190   | 160   | 264   | 151   | 286   | 411   | 112          | 23           |
| Otras cuentas por cobrar                                    | -    | -     | -     | -          | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -            | -            |
| Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP | 658  | 1.284 | 2.964 | 4.195      | 4.474 | 5.145 | 5.763 | 6.339 | 6.973 | 7.322 | 7.688 | 1.433        | 3.580        |
| Inventarios   | -    | -     | -     | -          | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -            | -            |
| Otros activos corrientes                                    | -    | 46    | 144   | 144        | 144   | 144   | 144   | 144   | 144   | 144   | 144   | 58           | 177          |
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>                                  | -    | -     | 27    | 27         | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 32           | 26           |
| Propiedades, planta y equipo                                | -    | -     | 27    | 27         | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 32           | 26           |
| <b>PASIVO</b>   | 43   | 751   | 2.640 | 3.482      | 3.515 | 3.574 | 3.528 | 3.479 | 3.135 | 2.667 | 2.096 | 852          | 2.889        |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                                     | 43   | 751   | 1.940 | 1.693      | 1.923 | 1.979 | 1.631 | 1.780 | 1.933 | 1.766 | 1.595 | 804          | 2.085        |
| Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP           | 13   | 433   | 256   | 313        | 376   | 432   | 484   | 533   | 586   | 615   | 646   | 241          | 252          |
| Obligaciones con entidades financieras CP                   | -    | 287   | 1.044 | 700        | 800   | 800   | 200   | 300   | 400   | 300   | 300   | 536          | 1.057        |
| Obligaciones emitidas CP                                    | -    | -     | -     | 130        | 198   | 198   | 398   | 398   | 398   | 301   | 100   | -            | -            |
| Otros pasivos corrientes                                    | 29   | 32    | 639   | 549        | 549   | 549   | 549   | 549   | 549   | 549   | 549   | 27           | 776          |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>                                  | -    | -     | 701   | 1.789      | 1.592 | 1.594 | 1.897 | 1.699 | 1.202 | 901   | 501   | 48           | 803          |
| Obligaciones con entidades financieras LP                   | -    | -     | 701   | 701        | 701   | 901   | 701   | 901   | 801   | 801   | 501   | 48           | 503          |
| Obligaciones emitidas LP                                    | -    | -     | -     | 1.089      | 891   | 694   | 1.196 | 799   | 401   | 100   | -     | -            | -            |
| Otros pasivos no corrientes                                 | -    | -     | -     | -          | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -            | 300          |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                                      | 636  | 749   | 838   | 1.066      | 1.441 | 1.933 | 2.567 | 3.296 | 4.160 | 5.113 | 6.174 | 783          | 917          |
| Capital suscrito o asignado                                 | 1    | 1     | 1     | 1          | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1            | 1            |
| Aportes para futuras capitalizaciones                       | 549  | 599   | 599   | 599        | 599   | 599   | 599   | 599   | 599   | 599   | 599   | 599          | 599          |
| Ganancias o pérdidas acumuladas                             | 2    | 77    | 134   | 223        | 451   | 826   | 1.318 | 1.952 | 2.681 | 3.546 | 4.498 | 140          | 223          |
| Ganancia o pérdida neta del periodo                         | 84   | 64    | 89    | 228        | 375   | 492   | 634   | 729   | 864   | 952   | 1.061 | 34           | 78           |
| Otras cuentas patrimoniales                                 | 0    | 9     | 15    | 15         | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    | 9            | 15           |

| ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)        | 2019  | 2020  | 2021  | 2022       | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|--|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
|  | REAL  | PRELI |       | PROYECTADO |        |        |        |        |        |        |        | INTERANUAL   |              |
|  |       |       |       |            |        |        |        |        |        |        |        |              |              |
| Ingresos de actividades ordinarias                 | 2.372 | 4.306 | 8.322 | 11.651     | 13.982 | 16.079 | 18.009 | 19.809 | 21.790 | 22.880 | 24.024 | 690          | 1.643        |
| Costo de ventas y producción                       | 2.116 | 3.884 | 7.439 | 10.442     | 12.530 | 14.409 | 16.138 | 17.752 | 19.528 | 20.504 | 21.529 | 623          | 1.463        |
| <b>Margen bruto</b>                                | 256   | 422   | 883   | 1.210      | 1.452  | 1.670  | 1.870  | 2.057  | 2.263  | 2.376  | 2.495  | 67           | 180          |
| (-) Gastos de administración                       | (79)  | (180) | (239) | (246)      | (254)  | (261)  | (269)  | (277)  | (285)  | (294)  | (303)  | (17)         | (35)         |
| (-) Gastos de ventas                               | -     | (28)  | (100) | (146)      | (175)  | (201)  | (225)  | (248)  | (272)  | (286)  | (300)  | -            | (21)         |
| (+) Otros ingresos operacionales                   | -     | -     | -     | -          | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -            | -            |
| (-) Gastos de provisiones                          | -     | -     | -     | -          | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -            | -            |
| <b>Utilidad operativa</b>                          | 177   | 214   | 545   | 818        | 1.024  | 1.208  | 1.376  | 1.532  | 1.705  | 1.796  | 1.892  | 50           | 124          |
| (-) Gastos financieros                             | (45)  | (115) | (404) | (474)      | (459)  | (466)  | (420)  | (432)  | (401)  | (359)  | (292)  | (16)         | (46)         |
| Ingresos (gastos) no operacionales neto            | -     | -     | -     | -          | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -            | -            |
| <b>Utilidad antes de participación e impuestos</b> | 131   | 100   | 140   | 344        | 565    | 742    | 956    | 1.100  | 1.304  | 1.437  | 1.600  | 34           | 78           |
| (-) Participación trabajadores                     | (20)  | (15)  | (21)  | (52)       | (85)   | (111)  | (143)  | (165)  | (196)  | (215)  | (240)  | -            | -            |
| Utilidad antes de impuestos                        | 112   | 85    | 119   | 292        | 480    | 631    | 813    | 935    | 1.108  | 1.221  | 1.360  | 34           | 78           |
| (-) Gasto por impuesto a la renta                  | (28)  | (21)  | (30)  | (64)       | (106)  | (139)  | (179)  | (206)  | (244)  | (269)  | (299)  | -            | -            |
| <b>Utilidad neta</b>                               | 84    | 64    | 89    | 228        | 375    | 492    | 634    | 729    | 864    | 952    | 1.061  | 34           | 78           |
| EBITDA   | 177   | 214   | 545   | 818        | 1.024  | 1.208  | 1.376  | 1.532  | 1.705  | 1.796  | 1.892  | 50           | 124          |

| ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD) | 2019  | 2020       | 2021    | 2022       | 2023 | 2024  | 2025 | 2026 | 2027  | 2028  | 2029  | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|---|-------|------------|---------|------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
|   | REAL  | PRELIMINAR |         | PROYECTADO |      |       |      |      |       |       |       | INTERANUAL   |              |
|   |       |            |         |            |      |       |      |      |       |       |       |              |              |
| Flujo Actividades de Operación          | (529) | (187)      | (1.259) | (1.035)    | 158  | (123) | 68   | 201  | 284   | 633   | 726   | -            | -            |
| Flujo Actividades de Inversión          | -     | -          | (27)    | -          | -    | -     | -    | -    | -     | -     | -     | -            | -            |
| Flujo Actividades de Financiamiento     | 549   | 337        | 1.458   | 874        | (30) | 3     | (98) | (98) | (398) | (498) | (601) | -            | -            |
| Saldo Inicial de Efectivo               | -     | 21         | 170     | 343        | 182  | 310   | 190  | 160  | 264   | 151   | 286   | -            | -            |
| Flujo del Período                       | 21    | 150        | 172     | (161)      | 128  | (120) | (29) | 104  | (114) | 136   | 124   | -            | -            |
| Saldo Final de Efectivo                 | 21    | 170        | 343     | 182        | 310  | 190   | 160  | 264  | 151   | 286   | 411   | -            | -            |

| ÍNDICES                                 | 2019  | 2020       | 2021       |  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|-------|------------|------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
|   | REAL  | PRELIMINAR | PROYECTADO |  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Activos Corrientes / Pasivos Corrientes | 15,92 | 2,00       | 1,78       |  | 2,67 | 2,56 | 2,77 | 3,72 | 3,79 | 3,79 | 3,79 | 3,79 |
| Pasivos Corrientes / Pasivos Totales    | 1,00  | 1,00       | 0,73       |  | 0,49 | 0,55 | 0,55 | 0,46 | 0,51 | 0,51 | 0,51 | 0,51 |
| Pasivos Totales / Activos Totales       | 0,06  | 0,50       | 0,76       |  | 0,77 | 0,71 | 0,65 | 0,58 | 0,51 | 0,51 | 0,51 | 0,51 |
| Deuda Financiera / Pasivos Totales      | -     | 0,38       | 0,66       |  | 0,75 | 0,74 | 0,73 | 0,71 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 |
| Deuda LP / Activos Totales              | -     | -          | 0,20       |  | 0,39 | 0,32 | 0,29 | 0,31 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| EBITDA / Gastos Financieros             | 3,91  | 1,87       | 1,35       |  | 1,73 | 2,23 | 2,59 | 3,28 | 3,54 | 3,54 | 3,54 | 3,54 |
| Utilidad Operacional / Ventas           | 0,07  | 0,05       | 0,07       |  | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,08 |
| Margen Bruto / Ventas                   | 0,11  | 0,10       | 0,11       |  | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Utilidad Neta / Patrimonio              | 0,13  | 0,08       | 0,11       |  | 0,21 | 0,26 | 0,25 | 0,25 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,22 |

| DEUDA NETA (MILES USD)                        | 2019        | 2020       | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029       | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|---|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
|   | REAL        | PRELIMINAR |              | PROYECTADO   |              |              |              |              |              |              |            |              | INTERANUAL   |
|   |             |            |              | 2.619        | 2.589        | 2.592        | 2.494        | 2.397        | 1.999        | 1.502        | 901        |              |              |
| Obligaciones con entidades financieras CP     | -           | 287        | 1.044        | 700          | 800          | 800          | 200          | 300          | 400          | 300          | 300        | 536          | 1.057        |
| Obligaciones emitidas CP                      | -           | -          | -            | 130          | 198          | 198          | 398          | 398          | 398          | 301          | 100        | -            | -            |
| Obligaciones con entidades financieras LP     | -           | -          | 701          | 701          | 701          | 901          | 701          | 901          | 801          | 801          | 501        | 48           | 503          |
| Obligaciones emitidas LP                      | -           | -          | -            | 1.089        | 891          | 694          | 1.196        | 799          | 401          | 100          | -          | -            | -            |
| <b>Subtotal deuda</b>                         | <b>-</b>    | <b>287</b> | <b>1.745</b> | <b>2.619</b> | <b>2.589</b> | <b>2.592</b> | <b>2.494</b> | <b>2.397</b> | <b>1.999</b> | <b>1.502</b> | <b>901</b> | <b>584</b>   | <b>1.560</b> |
| Efectivo y equivalentes al efectivo           | 21          | 171        | 343          | 182          | 310          | 190          | 160          | 264          | 151          | 286          | 411        | 112          | 23           |
| Activos financieros disponibles para la venta | -           | -          | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -          | -            | -            |
| <b>Deuda neta</b>                             | <b>(21)</b> | <b>116</b> | <b>1.402</b> | <b>2.437</b> | <b>2.279</b> | <b>2.402</b> | <b>2.334</b> | <b>2.133</b> | <b>1.849</b> | <b>1.216</b> | <b>490</b> | <b>472</b>   | <b>1.537</b> |

| INDICADORES                               | 2019  | 2020  | 2021    | 2022       | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | FEBRERO 2021 | FEBRERO 2022 |
|---|-------|-------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
|   | REAL  | PRELI |         | PROYECTADO |       |       |       |       |       |       |       |              | INTERANUAL   |
| Deuda neta (miles USD)                    | -     | 116   | 1.402   | 2.437      | 2.279 | 2.402 | 2.334 | 2.133 | 1.849 | 1.216 | 490   | 472          | 1.537        |
| Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD) | (529) | (187) | (1.259) | (1.035)    | 158   | (123) | 68    | 201   | 284   | 633   | 726   | -            | -            |
| Necesidad operativa de fondos (miles USD) | 644   | 851   | 2.708   | 3.881      | 4.098 | 4.713 | 5.279 | 5.806 | 6.387 | 6.706 | 7.042 | 1.192        | 3.328        |
| Años de pago con EBITDA (APE)             | -     | 0,5   | 2,6     | 3,0        | 2,2   | 2,0   | 1,7   | 1,4   | 1,1   | 0,7   | 0,3   | 1,6          | 2,1          |
| Años de pago con FLE (APF)                | -     | -     | -       | -          | 14,5  | -     | 34,1  | 10,6  | 6,5   | 1,9   | 0,7   | -            | -            |
| Servicio de deuda (SD) (miles USD)        | 25    | -     | 348     | 1.336      | 979   | 1.274 | 1.257 | 766   | 948   | 870   | 482   | -            | 788          |
| Razón de cobertura de deuda DSCRC         | 7,20  | -     | 1,57    | 0,61       | 1,05  | 0,95  | 1,09  | 2,00  | 1,80  | 2,06  | 3,92  | -            | 0,94         |

#### DESCRIPCIÓN

Deuda Neta = Deudas con Costo (-)  
 Efectivo y equivalentes de Efectivo  
 FLE = Flujo de Actividades de Operación  
 APE = Deuda Neta / EBITDA  
 APF = Deuda Neta / FLE  
 SD = Pagos de Capital + Pagos de Intereses- Efectivo  
 DSCRC = (Utilidad Operativa + Depreciación) / Servicio Deuda

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 mayo 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](http://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.<br>Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.   |
| INFORMACIÓN EMISOR  | Información cualitativa.<br>Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.<br>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.<br>Proyecciones Financieras.<br>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.  |
| REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME |   |
| FACTORES DE RIESGO  | Literal g, h, i, 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 Financiera.  |
| IMPACTO DEL ENTORNO   | Literal i, 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 Financiera.  |
| IMPACTO DEL SECTOR  | 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 Financiera.   |
| EMPRESAS VINCULADAS   | 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 Financiera.   |
| OPERACIÓN DE LA EMPRESA   | Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 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 Financiera.  |
| INSTRUMENTO   | 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 Financiera. 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 Financiera.             |
| ACTIVOS DEPURADOS   | 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 Financiera. 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 Financiera.  |
| 200% PATRIMONIO   | 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 Financiera.   |

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 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.