

**Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros julio 2018)****AGNAMAR S.A.****Calificación**

Mariana Ávila

Subgerente de Análisis

[mavila@icredelecuador.com](mailto:mavila@icredelecuador.com)

Hernán López

Gerente General

[hlopez@icredelecuador.com](mailto:hlopez@icredelecuador.com)

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AA	+	Calificación Inicial	Calificación de Obligaciones

**Definición de categoría**

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

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

**Fundamentos de Calificación**

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 112-2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de agosto de 2018; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha julio 2018, califica en Categoría AA (+), a la Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A. (Monto aprobado por la Junta General de Accionistas por USD 3.000.000).

La calificación se sustenta en el prestigio y trayectoria del emisor que le han permitido mantenerse como referente en su segmento. Al respecto:

- El sector comercial petrolero se ha visto afectado en los últimos años debido a la gran volatilidad del precio de petróleo.
- El emisor cuenta con más de 25 años de experiencia en el mercado dedicado a la venta y transporte de combustibles con estándares y certificaciones internacionales que hacen que se destaque como un referente en el sector petrolero.
- AGNAMAR S.A. no cuenta de manera formal con Gobierno Corporativo y Directorio. Se administra a través de un

equipo gerencial altamente cualificado, que analiza presupuestos e indicadores de gestión que permiten mantener a la empresa con metas claras y consistentes.

- Al ser la principal actividad la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, la compañía presenta una alta concentración en un único proveedor (EP-Petroecuador) en distribuir directamente los combustibles para su respectiva venta y transporte.
- AGNAMAR S.A. ha ejecutado varias estrategias en el corto plazo, evidenciando resultados positivos para el cierre de julio de 2018, con la expectativa de mantener la tendencia creciente efecto del incremento de la capacidad operativa mensual y de la recuperación del precio del combustible en el mercado internacional. En este sentido el cierre de julio 2018 indica una tendencia al alza en los resultados en relación con los dos últimos años.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y adicionalmente tiene un resguardo voluntario consistente en un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario

presentando una cobertura de al menos el 10% del monto en circulación de la Emisión.

- El análisis de las proyecciones da como resultado un flujo positivo al término del año 2023, demostrando recursos suficientes para cumplir adecuadamente con las

obligaciones emanadas de la presente emisión y demás compromisos financieros.

- El emisor presenta, de acuerdo con el análisis realizado de sus estados financieros y flujos, una muy buena capacidad de pago en las condiciones actuales.

## Objetivo del Informe y Metodología

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

ICRE del Ecuador 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 ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la emisión.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con 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. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo a la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

ICRE del Ecuador 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, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

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.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2015 - 2017, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2014-2016.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se al que se realiza el análisis.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.

- Acta de Junta General de Accionistas Extraordinaria que aprueba la Emisión
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes

Con base a la información antes descrita, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.

- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

## Emisor

- La compañía fue constituida mediante escritura pública otorgada el 13 de septiembre de 1991, ante la Notaria Décima Tercera del cantón Guayaquil e inscrita en el Registro Mercantil del cantón Guayaquil el 28 de octubre de 1991, bajo la denominación AGENCIA NAVIERA AGNAMAR S.A. como el primer proveedor privado de bunker del Ecuador.
- La actividad principal es la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, principalmente aceites de Marine Diesel Oil - MDO y combustible, al sector naviero internacional.
- AGNAMAR S.A. mantiene dos accionistas en su composición del capital social, Corinto Port Services con el 99,98% e Inversionista Pemasal S.A. con el 0,02% de participación.
- Corinto Port Services es una compañía procedente de las Islas Vírgenes Británicas y su composición accionarial es extranjera siendo Admiservice (PTC) Limited in Trust for Legacy Unit Trust su único accionista registrado en la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros.
- AGNAMAR S.A. a la fecha del presente informe, presenta participación en el capital dentro de Inversionista Pemasal S.A. con el 0,03% de participación, que a su vez registra una participación del 0,02% en el capital social de AGNAMAR S.A.
- La compañía presenta vinculación por presentar participación en el capital social en las compañías Huachicorp S.A., Inversionista Pemasal S.A. y en Naviservicios S.A. que cuya participación está por debajo del 1% del capital total de cada compañía.
- La empresa dispone de un equipo de personas, cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos y en algunos casos, el tiempo que llevan trabajando para la empresa ha generado una sinergia de trabajo. Además cuenta con 9 empleados que se encuentran debidamente capacitados y con las competencias y destrezas necesarias para desempeñar cada uno de sus cargos, con contratos a plazo fijo y gozando de todos los beneficios de ley. Cabe mencionar que actualmente la compañía no cuenta con personal con capacidades especiales, no cuenta con sindicatos o comités de empresa.
- AGNAMAR S.A. es la primera empresa privada de la industria del sector naviero internacional del Ecuador en tener la certificación ISO 9001 para el Transporte Marítimo de Hidrocarburos y Venta de Combustible, certificación con la

que cuenta desde el año 2002 con Lloyd's Register (LRQA). Así mismo, la calidad del bunker que comercializa «Intermediate Fuel Oil – IFO» cumple con la norma ISO 8217 y la certificación ambiental ISO 14001:2004 desde el 2012, certificaciones que se encuentran en proceso de renovación.

- La compañía cuenta con una embarcación denominada Barcaza Ayampe con una capacidad de 3.800 toneladas métricas, adicional a ésta, utiliza embarcaciones de propiedad de sus compañías relacionadas y de terceros. Todos los tanqueros que fletea la empresa e inclusive la de su propiedad, se someten a rigurosas inspecciones y se encuentran avalados por sociedades clasificadoras.
- Entre los principales servicios de AGNAMAR S.A. encontramos los siguientes: Abastecimiento de combustible IFO 308, IFO 180 y MGO y servicio de fletes.
- Al ser la principal actividad la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, la compañía presenta una alta concentración en un proveedor del gobierno (EP-Petroecuador) al ser el único proveedor en distribuir directamente los combustibles para su respectiva venta y transporte.
- Los ingresos entre el 2015 y 2017 presentaron una tendencia decreciente debido a la caída del precio del petróleo en este periodo, sin embargo, entre el 2016 y 2017 las ventas se incrementaron en un 8,49% debido a que, la compañía a partir de agosto de 2017 destinó un buque adicional para la operación de venta y transporte de combustible lo que le permitió incrementar su capacidad operativa en alrededor del 70%, un segundo factor que influyó en el incremento de las ventas fueron eficiencias en los procesos internos que ayudaron a aumentar las cargas dentro de cada mes.
- El costo de ventas a su vez presentó el mismo comportamiento de las ventas ya que se encuentra directamente relacionado alcanzando el valor de USD 13,89 millones, con una participación del 89,42% al cierre del 2017 (88,27% para el 2016 y 89,44% para el 2015).
- Las ventas entre julio 2017 y julio 2018 crecieron de manera significativa al pasar de USD 4,20 millones a USD 27,17 millones en julio 2018. El costo de ventas se relaciona directamente con el volumen de ventas por lo que, el incremento en la participación del costo de ventas del 89% en julio de 2017 a 92% en julio de 2018 ha sido causado por el aumento de la capacidad de operación, lo que generó que la compañía tenga que rentar más veces los buques para el servicio de transporte.
- Los resultados de la compañía entre el 2015 y 2017 se redujeron por efecto de la caída de los ingresos de la compañía en este periodo, es así como el margen bruto,

entre el 2015 y 2017, disminuyó en 27,22%, pero se mantiene estable entre el 2016 y 2017 alcanzando los USD 1,64 millones al cierre del 2017. Los gastos operativos y los gastos financieros se han mantenido estables entre el 2016 y 2017 siendo de USD 1,29 millones y USD 357,48 mil para el 2017 respectivamente, por lo que la utilidad operativa muestra la misma estabilidad en este periodo, mientras que, la utilidad antes de participación e impuestos se presentó negativa en USD 11,23 mil y una pérdida neta por USD 114,45 mil.

- Para julio de 2018, la compañía registró mejores resultados en el comparativo interanual presentado un margen bruto de USD 2,20 millones producto del incremento sustancial de las ventas. A pesar del incremento en el gasto operativo en USD 586,48 mil, la utilidad operativa fue positiva e incluso superó a la utilidad operativa registrada en el 2015 alcanzando los USD 1,02 millones. Los gastos financieros se redujeron en un 48,48% debido a la cancelación total de la emisión de obligaciones que mantenían vigente en el mercado, obteniendo una utilidad antes de participación e impuestos de USD 929,30 mil a julio 2018.
- Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente entre el 2015 y 2017 incrementándose en un 13,04%, mientras que permanecieron en valores similares entre el 2016 y 2017 alcanzando los USD 7,87 millones para el 2017. Esta tendencia creciente se evidencia en los activos corrientes que presentaron el mismo comportamiento a diferencia de los activos no corrientes que registraron una tendencia decreciente.
- Los activos corrientes crecieron en USD 451,86 mil entre el 2016 y 2017 debido al incremento en las cuentas por cobrar comerciales y en los inventarios en USD 966,12 mil y USD 371,15 mil respectivamente; por el contrario, el efectivo y sus equivalentes y las cuentas por cobrar con partes relacionadas disminuyeron en USD 481,57 mil y USD 474,26 mil respectivamente.
- Los activos no corrientes decrecieron en USD 309,02 mil entre el 2016 y 2017 producto de la depreciación normal de la propiedad planta y equipo referente a las embarcaciones.
- Los activos totales a julio de 2018 crecieron en un 81,28% en el comparativo interanual y en un 37,97% frente el 2017, dicho crecimiento se dio en los activos corrientes en USD 4,83 millones, mientras que los activos no corrientes permanecieron en valores similares.
- El crecimiento de los activos corrientes obedece al incremento en las cuentas por cobrar comerciales en USD 3,46 millones debido al aumento de las ventas a clientes del exterior entre enero y julio de 2018, sin registrar operaciones vencidas. Los inventarios crecieron USD 1,10 millones producto del abastecimiento de combustible y las

cuentas por cobrar con partes relacionadas aumentaron en USD 100,96 mil.

- Los activos no corrientes se mantuvieron en valores similares entre julio 2017 y julio 2018 alcanzado los USD 4,17 millones a julio 2018 siendo la propiedad planta y equipo la cuenta de mayor participación.
- Los pasivos totales, presentaron una tendencia creciente entre 2015 y 2017, sin embargo, entre el 2016 y 2017 los pasivos totales registraron valores similares llegando a los USD 5,51 millones al cierre del 2017.
- Los pasivos corrientes crecieron en USD 668,92 mil debido al incremento en las cuentas por pagar comerciales en USD 394,85 mil por la compra de combustibles a EP-Petroecuador por USD 3,81 millones en el 2017 y al aumento en las cuentas por pagar con partes relacionadas en USD 1,05 millones, producto de anticipos entregados a la compañía para asistencias de remolque, arriendos, reembolsos de gastos y servicios de transporte marítimo de cabotaje bajo la modalidad de time charter. Contrarrestando lo anteriormente mencionado, la emisión de obligaciones disminuyó en USD 745,88 mil, producto de la amortización normal de la Primera Emisión de Obligaciones que mantenía vigente en el 2017.
- Los pasivos no corrientes disminuyeron en USD 401,34 mil debido a la amortización normal de las obligaciones con el Mercado de Valores mencionado en el párrafo anterior y al decremento en las provisiones sociales en USD 236,92 mil, por las pérdidas actuariales de USD 102,79 mil, beneficios pagados por USD 12,53 mil, transferencia de empleados a Ecuanaave C.A. por USD 85,03 mil y reducciones y liquidaciones anticipadas por USD 96,91 mil.
- Para julio de 2018 los pasivos totales se incrementaron en USD 3,54 millones en el comparativo interanual y en USD 2,02 millones frente el 2017, siendo los pasivos no corrientes los que presentaron un mayor incremento que los pasivos corrientes.
- Los pasivos corrientes crecieron en USD 2,78 millones entre julio 2017 y julio 2018 debido al incremento en las obligaciones financieras en USD 2,68 millones, producto de un sobregiro contratado con Banco Sabadell de Miami, EE. UU. a una tasa del 3,34% y al aumento en las cuentas por pagar comerciales de USD 539,32 mil, producto de la compra de combustible a EP-Petroecuador por USD 3,19 millones en julio 2018. Contrarrestando estas variaciones, la emisión de obligaciones disminuyó en USD 505,60 mil por efecto de la amortización de la Primera Emisión de Obligaciones que mantenía vigente en el Mercado de Valores hasta marzo de 2018.
- Los pasivos no corrientes crecieron en USD 760,85 mil debido al incremento en las cuentas por pagar con partes

relacionadas por USD 1,25 millones producto de nuevas operaciones comerciales. A su vez, la emisión de obligaciones y las provisiones sociales se redujeron en USD 249,46 mil y 246,05 mil respectivamente.

- Al cierre de julio 2018, la deuda financiera alcanzó el 35,63% de los pasivos totales, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 69,30% de los activos de la compañía, apalancándose en mayor medida con proveedores e instituciones financieras.
- El patrimonio presentó una tendencia decreciente entre el 2015 y 2017, pasando de USD 3,31 millones en el 2015 a USD 2,49 millones en 2016, debido a una disminución de USD 700 mil en la cuenta de aportes para futuras capitalizaciones, valor que fue devuelto a la accionista Barta Management LLC, aprobado mediante Junta General de Accionistas en agosto de 2016; y de USD 2,49 millones en 2016 a USD 2,36 millones en 2017 por una reducción de USD 210 mil, en esta misma cuenta, valor que fue devuelto a la compañía Inversionista Azalea S.A. aprobado mediante Junta General de Accionistas el 9 de marzo de 2017.
- Para julio 2018, el patrimonio revierte la tendencia decreciente alcanzando los USD 3,33 millones, USD 969,30 mil, superior al cierre del 2017 y USD 1,33 millones mayor a julio 2017, este incremento ocurre por el aumento en los resultados del ejercicio, obtenidos a julio 2018.
- La combinación de activos corrientes y pasivos corrientes muestra que el capital de trabajo fue negativo para el 2016 y 2017 alcanzando un valor de menos USD 1,44 millones y un índice de liquidez de 0,73 a diciembre de 2017, este efecto se produce por la composición del balance de la compañía, donde las cuentas por pagar comerciales (principal cuenta del pasivo corriente) son superiores al activo corriente. Conviene notar que la embarcación que posee la compañía se registra en el activo no corriente, como propiedad planta y equipo, y esta cuenta tiene una participación significativa de 51% en los activos totales.
- Para julio de 2018, el escenario es diferente presentando un capital de trabajo positivo por USD 529 mil y un índice de liquidez de 1,09 gracias a la obtención de una obligación financiera de corto plazo, lo cual mejora la capacidad para cubrir las obligaciones financieras y no financieras.
- El índice de liquidez semestral entre febrero y julio 2018 presentó una tendencia creciente evidenciando una recuperación de su liquidez y promedió el 1,04, siendo junio de 2018 su punto más alto (1,14). La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó valores negativos entre el 2016 y 2017, debido a las pérdidas netas registradas en este periodo, sin embargo, para julio 2018 este comportamiento se revierte presentando valores positivos alcanzando un ROA de 14,66% y un ROE de 47,74% producto de las

utilidades antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta.

- El grado de apalancamiento total fue de 232,80% a diciembre 2017 y de 225,78% para julio 2018, es decir que por cada dólar de patrimonio la compañía tiene USD 2,25 de deuda con sus acreedores. Mientras que, el grado de

apalancamiento financiero fue de 10,58% en el 2017 y de 80,44% a julio de 2018 lo que se puede interpretar que, por cada dólar de deuda financiera, la compañía respalda el 124,32% con fondos propios.

## Instrumento

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

CLASE	B
Monto	USD 3.000.000,00
Plazo	1.800 días
Tasa interés	8,00%
Valor nominal	USD 1.000,00
Pago intereses	Trimestral
Pago capital	Trimestral

La emisión está respaldada por una garantía general y amparada por los siguientes resguardos:

### GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

### RESGUARDO VOLUNTARIO

Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.

### LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.

La compañía con fecha 31 de julio de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 10,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 8,69 millones, adicional se pudo evidenciar que el valor a emitirse para la Segunda Emisión de Obligaciones de AGNAMAR S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 44,95% del 200% del patrimonio al 31 de julio de 2018 y el 89,91% del patrimonio, cumpliendo así con lo determinado en la normativa.

## Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador 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 que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos

por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas a sus clientes.

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

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

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

- Afectaciones causadas a las embarcaciones y equipos por factores como catástrofes naturales, robos, daños e incendios en los cuales pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen con La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. sobre daños en el casco y maquinaria por un monto de hasta USD 4.162.500,00 y con una segunda póliza con Mapfre S.A. contra rotura de maquinaria por un monto de hasta USD 480.000,00.
- Al ser el 13,85% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y el seguimiento oportuno de cada uno de los valores a recaudar.
- La propiedad, planta y equipo que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía, para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene AGNAMAR S.A., se registran cuentas por cobrar

compañías relacionadas por USD 411.198, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 10,97% del total de los activos que respaldan la Emisión (embarcaciones y equipos por USD 3.750.000,00) y el 3,78% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la 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 lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Revisión de la Calificación de Riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones AGNAMAR S.A., realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,



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

## Informe Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros julio 2018)

## AGNAMAR S.A.

## Entorno Macroeconómico

## ENTORNO MUNDIAL

Según el último Informe de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI) al mes de julio de 2018, la estimación de crecimiento económico mundial para el año 2017 fue del 3,8%. Las proyecciones para los años 2018 y 2019 se proyectan a 3,9%,<sup>1</sup> sin cambios significativos frente a las proyecciones de crecimiento presentadas en el informe de abril de 2018.

Se destaca que la recuperación cíclica mundial está por cumplir dos años y el ritmo de la expansión parece haber tocado máximos en algunas economías y el crecimiento entre los países está menos sincronizado; sin embargo, las condiciones financieras conservan una tendencia favorable y se presume que la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas seguirá su curso sin altibajos y con comunicaciones claras. El aumento de la demanda interna continuaría con fuerte paso, inclusive a pesar de que el crecimiento del producto global se desaceleraría en algunos casos en los que ha superado la tendencia durante varios trimestres.<sup>2</sup>

Por otro lado, el Banco Mundial (BM)<sup>3</sup> prevé un crecimiento del 1,7% en 2018 y del 2,4% en 2019. En el corto plazo, el repunte será respaldado por una recuperación cíclica en Brasil y la mejora de las condiciones en Chile, Colombia, México y Perú. El crecimiento regional hasta 2020 reflejará principalmente el reafirmante consumo e inversión privada. Sin embargo, los riesgos a la baja son importantes, incluidos los efectos indirectos derivados de un posible endurecimiento brusco de las condiciones de financiación, además de un colapso de las negociaciones del TLCAN o un aumento del proteccionismo comercial de Estados Unidos.

PIB (VARIACIÓN INTERANUAL)	FMI		BM		
	2018	2019	2017	2018	2019
Mundo	3,9	3,9	3,1	3,0	2,9
Estados Unidos	2,9	2,7	2,7	2,5	2,0
Japón	1,0	0,9	1,0	0,8	0,5
Eurozona	2,2	1,9	2,1	1,7	1,5
China	6,6	6,4	6,5	6,3	6,2
Economías Avanzadas	2,4	2,2	2,2	2,0	1,7
Economías Emergentes	4,9	5,1	4,5	4,7	4,7
Comercio Mundial	4,8	4,5	4,3	4,2	4,0

Tabla 1: Previsión de crecimiento económico mundial (FMI actualización julio 2018, Banco Mundial última publicación junio 2018)

Fuente: FMI, BM; Elaboración: ICRE

## Economías Avanzadas

Este grupo económico está compuesto principalmente por los países de la Zona Euro, Reino Unido, Estados Unidos, Japón, Suiza, Suecia,

Noruega, Australia, entre otros. Según el FMI, en su última actualización de las previsiones económicas mundiales a julio de 2018, el crecimiento de estas economías se mantendrá por encima de la tendencia, en 2,4% en 2018 y luego disminuirá a 2,2% en 2019. El crecimiento proyectado se ve respaldado por la moderación del crecimiento más marcada en la zona del euro y en Japón. En Estados Unidos, el crecimiento alcanzaría 2,9% en 2018 y 2,7% en 2019.

El Banco Mundial, a junio de 2018 en sus proyecciones para estas economías, estima un crecimiento del 2% para el año 2018 y pronostica un crecimiento de 1,7% para el año 2019. El crecimiento permanece por encima del potencial a pesar de los signos de ablandamiento. En los Estados Unidos, un estímulo fiscal significativo impulsará la actividad a corto plazo. A medida que la recuperación madure a lo largo del horizonte de pronóstico y se reduzca el ajuste de la política monetaria, se proyecta que el crecimiento se moderará hacia su tasa potencial.<sup>4</sup>

## Economías de mercados emergentes y en desarrollo

Este grupo está integrado principalmente por China, Tailandia, India, países de América Latina, Turquía, países de África Subsahariana, entre otros.

Según el FMI, en su última actualización de las previsiones económicas mundiales a julio de 2018 observan que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento continúe acelerándose, 4,9% en 2018 y 5,1% en 2019. Estas economías han experimentado fuertes impactos en los últimos meses: encarecimiento del petróleo, avance de las rentabilidades en Estados Unidos, apreciación del dólar, tensiones comerciales y conflicto geopolítico. En términos generales, las condiciones financieras siguen siendo favorables para el crecimiento, aunque se observan diferenciaciones entre los países que tienen que ver con los fundamentos económicos y la incertidumbre política.

El Banco Mundial, a junio de 2018 en sus proyecciones de crecimiento para estas economías, estimó un crecimiento de 4,7% para el año 2018 y 2019.

Se prevé una desaceleración proyectada de los gastos de capital en estas economías, además, los cambios en la combinación de políticas de las economías avanzadas, en particular, el ajuste de la política monetaria y relajación de la política fiscal en Estados Unidos provocarán un aumento en las tasas de interés mundiales y por lo

<sup>1</sup>Informe de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO), Fondo Monetario Internacional, julio de 2018; extraído de:

<http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

<sup>2</sup> Ídem.

<sup>3</sup><http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2017/06/06/global-growth-set-to-strengthen-to-2-7-percent-as-outlook-brightens>

<sup>4</sup> <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

tanto en los costos de endeudamiento, por lo que a largo plazo, se espera que el crecimiento potencial en estas economías se debilite, reflejando la disminución de la productividad.<sup>5</sup>

### Zona Euro

Según el FMI en su último informe a julio de 2018, las perspectivas de crecimiento para esta región tienen una tendencia positiva, con una proyección de crecimiento del 2,2% en 2018 y del 1,9% en 2019. El pronóstico de crecimiento en 2018 ha sido revisado a la baja en el caso de Alemania y Francia, después de que la actividad se debilitara más de lo esperado en el primer trimestre, así como en Italia, dado que se pronostica un deterioro de las condiciones financieras tras la incertidumbre política, lo que podría causar una disminución de la demanda interna.

Las previsiones del Banco Mundial apuntan a que el producto de la zona del euro crecerá 2,1% en 2018. El crecimiento se ralentiza aún más en el año 2019, proyectándose un crecimiento del 1,7%.

Este desempeño se debe a la política monetaria sin cambios y al aumento del costo de endeudamiento externo, acompañado del aumento de los precios de las materias primas.<sup>6</sup>

### África y Medio Oriente

Para el FMI, la recuperación continuaría en África Subsahariana, gracias al avance de los precios de las materias primas. A nivel de la región, el crecimiento se incrementaría de 3,4% este año a 3,8% en 2019. Este pronóstico optimista se debe a la mejora de las perspectivas de la economía de Nigeria, ya que se espera que su crecimiento aumente de 2,1% en 2018 a 2,3% en 2019. En la Comunidad de Estados Independientes, el crecimiento se estabilizaría en torno al 2,3% en el año 2018 y 2019; estos pronósticos son efecto del comportamiento positivo de los precios del petróleo.<sup>7</sup>

Por otra parte, el Banco Mundial prevé que el crecimiento regional se acelerará al 3,1% en 2018. Este aumento refleja la creciente producción de petróleo y metales, alentado por la recuperación de los precios de los productos básicos y la mejora de la producción agrícola después de las sequías, además, se espera que el crecimiento en 2019 sea del 3,6% debido a la recuperación en Angola, Nigeria y Sudáfrica, las economías más grandes de la región. Los países de Medio Oriente alcanzarán un crecimiento del 3% en 2018 y del 3,3% en 2019, ya que la demanda interna y las exportaciones mejoran tanto en los exportadores de petróleo como en los importadores. Los principales riesgos a la baja son las tensiones geopolíticas, la renovada volatilidad de los precios del petróleo y un ritmo de reformas más lento de lo esperado.<sup>8</sup>

Según la CEPAL en su Balance Preliminar de las Economías a diciembre de 2017, la economía mundial creció a una tasa del 2,9%, cifra superior al 2,4% alcanzado en 2016. La mejora en el crecimiento fue casi generalizada y benefició tanto a las economías desarrolladas como a las emergentes, que mostraron una

aceleración en el ritmo de crecimiento. Se espera que este contexto de mayor crecimiento se mantenga en 2018. Las proyecciones para 2018 sitúan al crecimiento de la economía mundial entorno al 3%, con un mayor dinamismo de las economías emergentes. Las economías desarrolladas mantendrán un crecimiento de alrededor del 2%, mientras que las economías emergentes mostrarían un alza en la tasa de crecimiento que podría llegar al 4,8%. Esperan que los Estados Unidos mantenga la aceleración económica en 2018, a una tasa estimada del 2,4%, mientras que la zona del euro registraría tasas similares a las de 2017. China disminuiría su crecimiento en 0,3%, con lo que alcanzaría el 6,5%, mientras que la India crecería al 7,2% en 2018, desde el 6,7% de 2017.<sup>9</sup>

El dólar se mantiene como una moneda fuerte frente a las diferentes monedas circulantes, a continuación, se detalla su cotización promedio mensual frente a diferentes monedas.

	COLOMBIA	PERÚ	ARGENTINA	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSSIA
Mes	Peso	Nuevo Sol	Peso	Peso	Libra	Euro	Yuan	Rublo
Ene	2.844,95	3,22	19,59	605,80	0,71	0,80	6,32	56,31
Feb	2.857,14	3,25	20,10	590,49	0,72	0,81	6,32	56,27
Mar	2.791,74	3,22	20,13	604,41	0,71	0,81	6,29	57,32
Abr	2.805,05	3,24	20,53	607,68	0,72	0,82	6,33	62,14
May	2.876,04	3,27	24,92	627,70	0,75	0,86	6,42	62,09
Jun	2.948,11	3,280	28,07	649,65	0,76	0,87	6,62	62,93

Tabla 2: Cotización del dólar mercado internacional (junio 2018).

Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

En cuanto a los mercados financieros internacionales, el mercado accionario en Estados Unidos y Europa abre en terreno negativo luego que los inversionistas recibieron la última serie de informes de ganancias. El dólar cayó cuando los operadores esperan los avances de la reunión que en materia comercial tendrán el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, y el jefe de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, en Washington. Trump quiere aumentar los aranceles sobre los automóviles europeos exportados a los Estados Unidos para reducir el desequilibrio comercial con el continente, pero la Unión Europea ve estos aranceles como una amenaza económica y está preparando medidas de represalia.<sup>10</sup>

Al 25 de julio de 2018 el mercado accionario global cerró la jornada de negociaciones con tendencia mixta en medio de una caída en los niveles de volatilidad global de 0,97% luego que en la reunión entre Donald Trump y Jean Claude Juncker se llegara a un acuerdo para evitar una guerra comercial. Los índices de referencia del mercado accionario estadounidense cerraron la jornada en terreno positivo, donde el Índice S&P se valorizó en 0,91% liderado por el buen desempeño de los sectores de servicios y tecnología. El buen desempeño del sector tecnológico impulsó las ganancias del índice Nasdaq en 1,17% alcanzando máximos de 7.508,59, niveles nunca observados. Por su parte, el índice Dow Jones aprovechó el ánimo de los inversionistas para registrar ganancias de 0,68%. El índice bursátil del mercado accionario italiano (FTSE MIB) registra

<sup>5</sup>Idem.

<sup>6</sup>Idem

<sup>7</sup>Idem

<sup>8</sup><http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2017/06/06/global-growth-set-to-strengthen-to-2-7-percent-as-outlook-brightens>

<sup>9</sup>[http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/S1701178\\_es.pdf?sequence=19&isAllowed=y](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/S1701178_es.pdf?sequence=19&isAllowed=y)

<sup>10</sup>Informe "Así amanecen los mercados", Acciones Y valores, extraído de: <file:///C:/Users/ICRE%20DEL%20ECUADOR/Downloads/As%20C3%AD%20amanecen%20los%20mercados%20de%20julio%20de%202018.pdf>

desvalorizaciones de 1,43%, el débil desempeño del sector automotriz alemán arrastró al índice de referencia de Fráncfort (DAX) para que revirtiera las ganancias presentadas de la sesión anterior en 0,87%. Las bolsas de valores de Londres y de París

continuaron con la tendencia a la baja de las principales bolsas europeas al registrar desvalorizaciones de 0,66% y 0,14% respectivamente.<sup>11</sup>

## ENTORNO REGIONAL

### Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)

Según el informe del FMI a julio de 2018, esta región proyecta un ligero crecimiento del 1,6% en 2018 y 2,6% en 2019.

Las exportaciones y el crecimiento de la región siguen siendo respaldadas por el aumento de los precios en las materias primas, sin embargo, el panorama se ve afectado por las condiciones financieras y las políticas en las grandes economías de la región como Brasil y Argentina, además de las tensiones comerciales que rodean la negociación del TLCAN y que afectan principalmente a México.

El caso más extremo en bajo desempeño económico de la región es el de Venezuela, que sigue atravesando por un colapso drástico en la actividad económica y una crisis humanitaria, los indicadores siguen a la baja a pesar del repunte de los precios del petróleo, ya que la producción disminuyó con fuerza.<sup>12</sup>

### Según el Banco Mundial (BM)

La economía regional, según las proyecciones en el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales a junio de 2018, presentó un crecimiento estimado del 1,7% en 2018 y del 2,4% en 2019. En el corto plazo, el repunte será respaldado por una recuperación cíclica en Brasil y la mejora de las condiciones en Chile, Colombia, México y Perú. El crecimiento regional hasta 2020 reflejará principalmente el reafirmante consumo e inversión privada. Luego de una profunda recesión en los años 2015 y 2016, la economía de Brasil retomó el crecimiento en 2017 con un crecimiento del 1% y prevén que mejore al 1,8% en 2018 y al 2,5% en 2019; por otro lado, México proyecta que la economía se acelere del 2,0% observado en 2017 al 2,3% en 2018 y al 2,7% en 2019.<sup>13</sup>

### Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Este organismo de monitoreo económico no ha publicado nuevas perspectivas por lo que se mantiene lo descrito en el último informe publicado a inicios del año en curso:

Para el 2017, la región mantuvo una tasa de crecimiento entorno al 3,6%, que duplica con creces el 1,4% de 2016 y para 2018 esperan que se mantenga en ese nivel. Entre los factores que explican este mayor dinamismo del comercio se pueden identificar el aumento de la demanda agregada mundial y, en particular, un mayor dinamismo de la inversión global, que es intensiva en importaciones.

La dinámica de los precios de las materias primas se convierte en un factor muy relevante para las economías de América Latina y el Caribe, mostrando un comportamiento positivo. Tras caer un 4% en 2016, en el 2017 los precios de las materias primas subieron, aproximadamente en promedio un 13% más. Las mayores alzas se registran en los productos energéticos (justamente los que en 2016 evidenciaron las caídas más pronunciadas) y en los metales y minerales. Los productos agropecuarios, por el contrario, registraron un aumento leve.

La demanda interna registró un incremento promedio del 1,5% en los primeros tres trimestres del 2017. Ello se explica por un aumento del 2,3% en la inversión y del 1,7% en el consumo privado, y, en menor medida, por un alza del 0,1% en el consumo público. También aumentó la tasa de crecimiento de las exportaciones.

En 2018 esperan que la economía se expanda a tasas cercanas a las de 2017 y que se registre un mayor dinamismo en las economías emergentes respecto de las desarrolladas. En el plano monetario, mantendrán una situación de mejora en la liquidez y bajas tasas de interés internacionales. Esto plantea una gran oportunidad para que América Latina y el Caribe pueda ampliar su espacio de política económica a fin de sostener el ciclo expansivo. En el ámbito financiero, se presentan incertidumbres originadas, por una parte, en la normalización de las condiciones monetarias producto de la reversión de las políticas de expansión cuantitativa que han venido implementando, o anunciando, la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco del Japón.<sup>14</sup>

<sup>11</sup>Informe "Así amanecen los mercados", Acciones Y valores, extraído de: <file:///C:/Users/ICRE%20DEL%20ECUADOR/Downloads/Informe%20Accionario%2025%20d%20Julio%202018.pdf>

<sup>12</sup>Idem.

<sup>13</sup>Global Economic Prospects; obtenido de:

<http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

<sup>14</sup>Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe, diciembre de 2017, obtenido de: <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/42651>.

## ENTORNO ECUATORIANO

La economía ecuatoriana se desenvuelve con un ralentizado crecimiento en el último trimestre, no obstante, el Banco Mundial proyecta un crecimiento del 2,2% para el año 2018 y del 1,5% para el año 2019.

El Banco Central del Ecuador ha cuantificado el PIB para el año 2016 en USD 97.802,7 millones, con una variación anual de -1,5%.<sup>15</sup> Para el año 2017, esta misma institución cuantifica de manera preliminar el PIB en USD 103.056,6 millones, con una previsión de crecimiento del 3%.<sup>16</sup>

En el primer trimestre de 2018, el PIB del Ecuador, a precios corrientes se cuantificó en USD 26.471,2 millones, además, a precios constantes, mostró una variación interanual del 1,9% respecto al cuarto trimestre de 2016 y una tasa de variación trimestral negativa del 0,7% respecto al cuarto trimestre del año 2017. Las variaciones positivas en los cuatro trimestres consecutivos indican que la economía ecuatoriana está superando la desaceleración del ciclo económico.

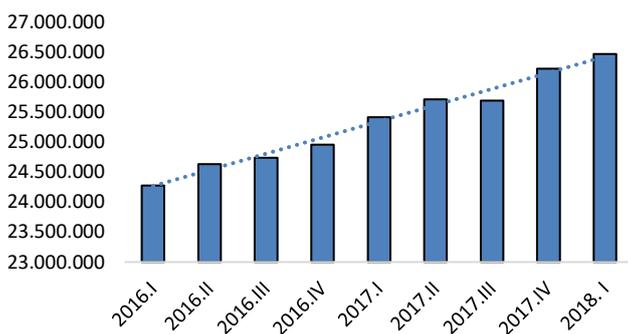


Gráfico 1: Evolución histórica PIB trimestral (millones USD)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

El Índice de la Actividad Económica Coyuntural (IDEAC) que describe la variación, en volumen, de la actividad económica ecuatoriana, evidenciando la tendencia que tendrá la producción, a abril de 2018 se ubica en 154,9 puntos con una variación anual positiva del 1% y una variación mensual negativa del 4,5%. Es decir que la actividad económica en términos de producción experimenta un leve dinamismo respecto al año anterior, sin embargo, sufre una caída significativa en el último mes de análisis.

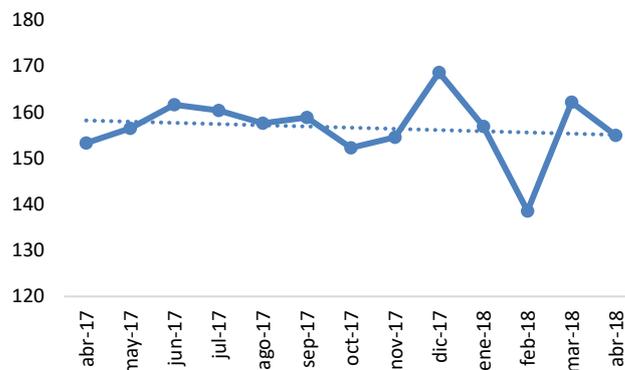


Gráfico 2: Evolución histórica IDEAC  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

La Proforma del Presupuesto General del Estado, para el año 2018 se mantiene en USD 34.853 millones, lo que representa un nivel de gasto menor en 5,3% respecto del alcanzado en el Presupuesto aprobado para 2017.

Para la elaboración de esta Proforma, en la que han participado además del Ministerio de Economía y Finanzas, SENPLADES y el Banco Central del Ecuador, con el aporte de todas las instituciones del Gobierno Central, utilizaron las siguientes previsiones macroeconómicas para 2018: crecimiento real del PIB de 2,04%, inflación promedio anual de 1,38%, PIB nominal de USD 104.021 millones y el precio del barril de petróleo en USD 41,92.<sup>17</sup>

La deuda pública, a junio de 2018 se cuantificó con un valor de USD 47.978,3 millones y representó el 46,1% con relación al PIB.<sup>18</sup> La deuda externa toma un valor de USD 34.000 millones y la deuda interna bordea los USD 13.978,3 millones.

En cuanto a la recaudación tributaria (sin contribuciones solidarias), durante el periodo enero - mayo de 2018, experimentó un crecimiento de 9,9% respecto al mismo periodo del año 2017; es decir, se ha recaudado USD 6.438,9 millones, que comparado con lo recaudado en el mismo periodo del año 2017 (USD 5.857,9 millones), son USD 581 millones adicionales de recaudación al fisco sin tomar en cuenta las contribuciones solidarias, las que suman un monto de USD 4,5 millones, obteniendo un total de recaudación por USD 6.443,4 millones.<sup>19</sup>

Los tipos de impuestos que más contribuyen a la recaudación tributaria a mayo de 2018 son: el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el Impuesto a la Renta (IR) y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), cuyas aportaciones son de 42%, 36% y 6,5% respectivamente. Para el caso del IVA, la recaudación de este impuesto creció en 4,8% y en el caso del IR se observó un

<sup>15</sup>Cifras económicas del Ecuador junio 2017, extraído de: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201704.pdf>

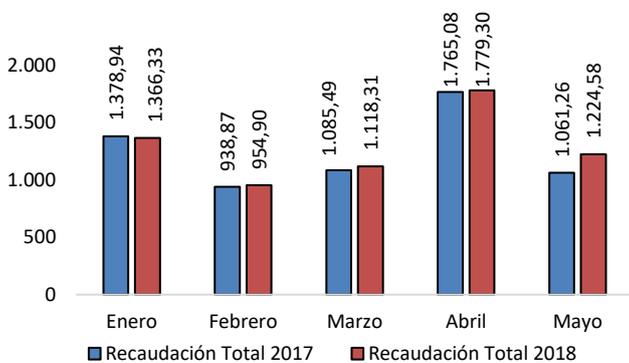
<sup>16</sup>Previsiones económicas, Banco Central del Ecuador, obtenido de: <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/773-previsiones-macroecon%C3%B3micas>.

<sup>17</sup><http://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-entregó-proforma-presupuestaria-2018/>

<sup>18</sup>Informe de deuda pública realizado por el Ministerio de Finanzas, junio de 2018.

<sup>19</sup>Estadísticas de generales de recaudación, extraído de: <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion;jsessionid=e96c6hSDFdQlc+QfK2gv4Hh>

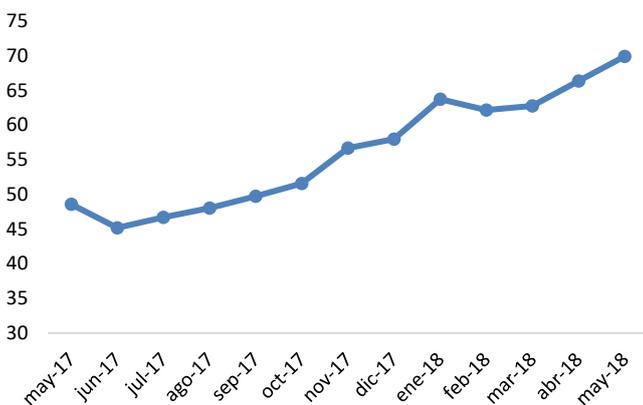
crecimiento de 10,3% con respecto al mismo periodo del año 2017, esto demuestra que el consumo aumenta gradualmente, generando un posible impacto en la economía en el último mes reportado. Además, se denota una mayor recaudación tributaria con menor aporte de las contribuciones solidarias y disminución de algunos impuestos, lo que evidencia un notable estímulo de la demanda agregada.



**Gráfico 3:** Recaudación tributaria mensual (millones USD)  
Fuente: SRI; Elaboración: ICRE

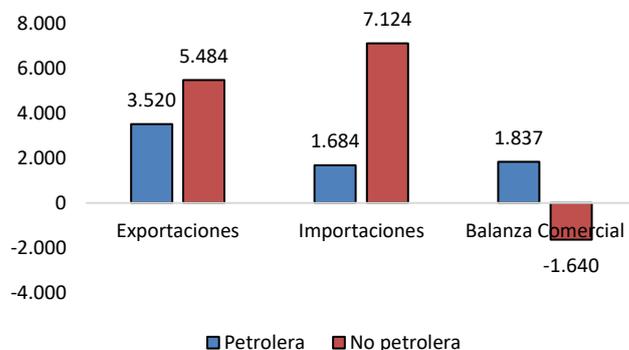
El Riesgo País medido con el EMBI, terminó el mes de junio de 2018 con 712 puntos (promedio mensual),<sup>20</sup> lo que indica un notable deterioro en la imagen crediticia del país, sin embargo, al 24 de julio de 2018, el indicador disminuyó a 627 puntos y las expectativas apuntan a que el indicador siga a la baja; una constante disminución de este indicador se traduciría en una posible apertura de las líneas de crédito por parte de los organismos internacionales de financiamiento.

Las cifras a continuación graficadas corresponden al precio promedio mensual del barril de petróleo (WTI); a mayo de 2018 se registró un valor promedio de USD 69,89, con un aumento del 5,4% respecto al mes a anterior.<sup>21</sup> Al 25 de julio de 2018 el precio diario del barril se encuentra en USD 68,61, evidenciando una desaceleración en el aumento de los precios, además de expectativas que apuntan a una tendencia positiva y a un aumento prolongado del precio.<sup>22</sup>



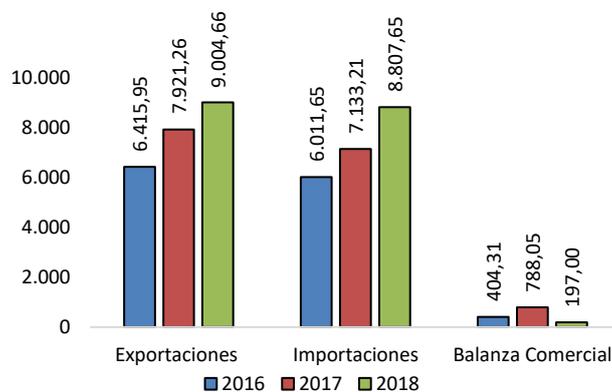
**Gráfico 4:** Evolución precio barril WTI (USD)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

De acuerdo con información obtenida del Banco Central del Ecuador, la balanza comercial petrolera durante el periodo enero - mayo del año 2018 registró un superávit en USD 1.836,9 millones, mientras que la balanza no petrolera es deficitaria en USD 1.639,9 millones para dicho período de análisis, además se observa que las exportaciones no petroleras representaron el 60,9% y las petroleras el 39,1% del total de las exportaciones.



**Gráfico 5:** Balanza comercial petrolera y no petrolera FOB (millones USD)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

Durante el mismo periodo de análisis, las exportaciones totales crecieron en 14% y las importaciones en 24% respecto al mismo periodo del año 2017, dando como resultado una balanza comercial total superavitaria en USD 197 millones en lo que va del año.



**Gráfico 6:** Balanza Comercial Histórica (millones USD)  
Fuente: COMEX – PROECUADOR, BCE; Elaboración: ICRE

Al analizar la participación de cada producto en el total de las exportaciones realizadas en el mismo período de tiempo analizado, el petróleo crudo fue el producto de mayor exportación en términos monetarios con un monto de USD 3.136 millones, el banano fue el segundo producto de mayor exportación, cuyo valor exportado fue USD 1.448,3 millones, seguido por el camarón con USD 1.386,5 millones, enlatados con un valor de USD 508,6 millones, flores con un valor exportado de USD 406,8 millones y cacao con USD 240,6 millones.

<sup>20</sup><https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IE Mensual.jsp>

<sup>21</sup>Reporte mensual del precio promedio del crudo, Banco Central del Ecuador, obtenido de: <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IE Mensual.jsp>

<sup>22</sup><https://www.preciopetroleo.net/>

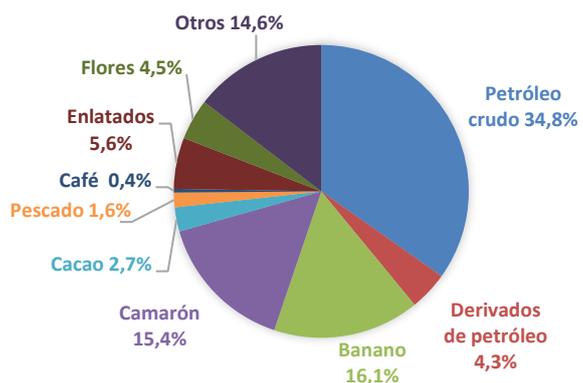


Gráfico 7: Principales productos no petroleros exportados (ene.- may. 2018)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

La siguiente tabla resume los principales indicadores de interés económico publicados por los diferentes organismos de control y estudio económico:

MACROECONOMÍA	
Ingreso per cápita (2017) *	USD 6.143
Inflación anual (junio 2018) *	-0,71%
Inflación mensual (junio 2018) *	-0,27%
Salario básico unificado	USD 386
Canasta familiar básica (junio 2018) *	USD 708,22
Tasa de subempleo (junio 2018) *	19,40%
Tasa de desempleo (junio 2018) *	4,10%
Precio crudo WTI (25 junio 2018)	USD 68,61
Índice de Precios al Productor (junio 2018) *	-0,06%
Riesgo país (24 julio 2018)	627 puntos
Deuda pública como porcentaje del PIB (junio 2018)	46%
Tasa de interés activa (julio 2018)	6,48 %
Tasa de interés pasiva (julio 2018)	5,14%
Deuda pública total (junio 2018) millones USD*	47.978,30

(\*) Última fecha de información disponible

Tabla 3: Indicadores macroeconómicos

Fuente: INEC, Ministerio de Finanzas, BVG, Ambito.com y BCE; Elaboración: ICRE

ÍNDICES FINANCIEROS	
Tasa máxima productiva corporativa	9,33%
Tasa máxima productiva empresarial	10,21%
Tasa máxima productiva PYMES	11,83%
Tasa efectiva máxima consumo	17,30%

Tabla 4: Tasa Activa Máxima - julio 2018

Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

De acuerdo con el monitoreo mensual realizado, las tasas activas efectivas se han mantenido constantes desde enero del presente año.

BOLSA	MONTOS NEGOCIADOS	
	millones USD	PORCENTAJE
BVQ	266,56	47,80%
BVG	291,37	52,20%
<b>Total</b>	<b>557,93</b>	<b>100,00%</b>

Tabla 5: Montos negociados (junio 2018)

Fuente: BVQ<sup>23</sup>; Elaboración: ICRE

De acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores Quito a junio de 2018, la composición de los montos negociados en el mercado bursátil nacional presentó una concentración de negociaciones de renta fija del 99,3% y de renta variable del 0,7%

<sup>23</sup><http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>

del total transado. En lo que concierne al tipo de mercado, el 86% corresponde a las negociaciones de mercado primario y el 14% al mercado secundario. Se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 592,61 millones a nivel nacional. En relación con el mes anterior las negociaciones en el mercado bursátil se caracterizaron por un incremento en sus volúmenes nacionales de USD 24,14 millones, el Índice Ecuindex, al 29 de junio de 2018, alcanzó los 1.332,2 puntos, registrando un incremento de 8,12 puntos con respecto al anterior mes de análisis.

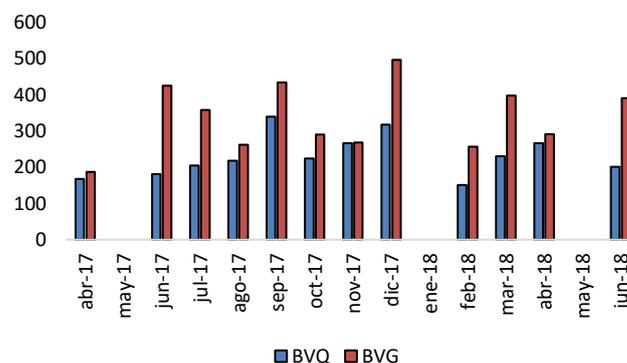


Gráfico 8: Historial de montos negociados BVQ y BVG  
Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

**Número de emisores por sector:** A junio de 2018, existen 282 emisores sin incluir fideicomisos o titularizaciones, de este número, 145 son pymes, 107 son empresas grandes y 30 pertenecen al sector financiero. Los sectores comercial e industrial son los que tienen la mayor cantidad de emisores con una participación de 30% y 29% respectivamente en el mercado.

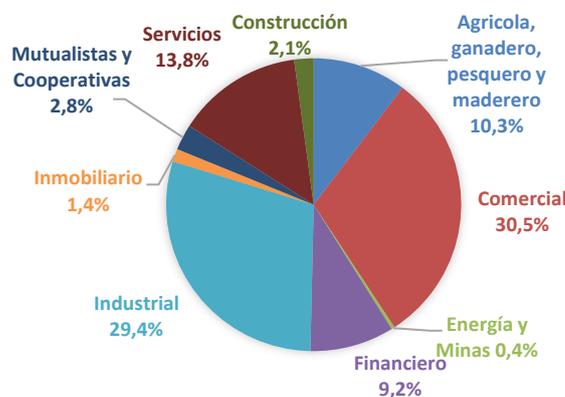


Gráfico 9: Número de emisores por sector (junio 2018)  
Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

Las provincias con mayor concentración de emisores son Guayas (153), Pichincha (95) y Azuay (11).<sup>24</sup>

**PYMES en el mercado bursátil:** La mayor cantidad de PYMES a junio de 2018, se concentran en Guayas (96) y Pichincha (37).

<sup>24</sup><https://www.bolsadequito.com/index.php/estadisticas/boletines/boletines-mensuales>

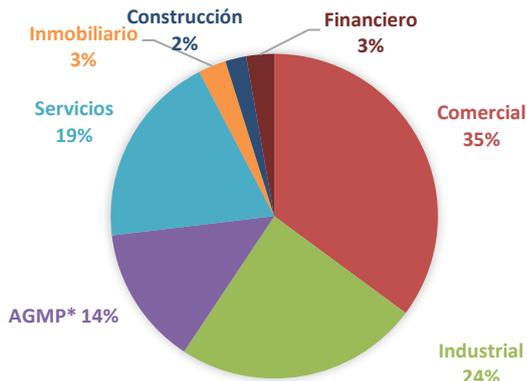


Gráfico 10: PYMES en el mercado bursátil por sector (junio 2018)  
Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

**Inflación:** La inflación anual a junio de 2018 terminó con una variación de -0,71%, la inflación mensual fue de -0,27% (deflación en los dos casos).

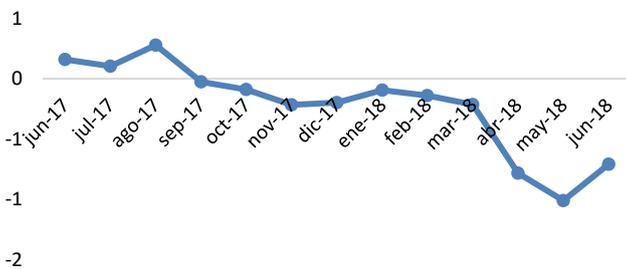


Gráfico 11: Inflación anual (%)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

**Tasa activa y pasiva:** Según el BCE, la tasa de interés activa a julio de 2018 se sitúa en el 6,48%, mostrando un decremento significativo respecto al mes anterior, mientras que la tasa de interés pasiva para la misma fecha es de 5,14%.

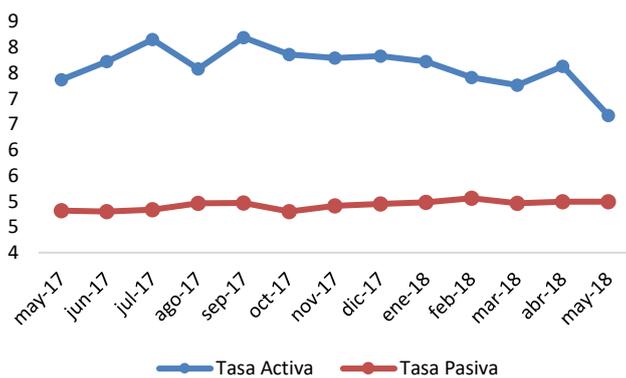


Gráfico 12: Tasa activa y pasiva (%)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

**Sistema Financiero Nacional:** En el mes de mayo de 2018, las captaciones en el Sistema Financiero Nacional sumaron un monto de USD 27.016,8 millones con una variación negativa del 0,4% respecto al mes anterior y un incremento de 10,7% respecto a mayo de 2017. Del total de captaciones realizadas, el 41,9% fueron depósitos de ahorro, el 51,7% fueron depósitos a plazo fijo, el 5,5% fueron depósitos restringidos, no se realizaron operaciones de reporte y otros depósitos representaron el 0,9%. Es importante

notar el constante aumento mensual de los depósitos en el sistema financiero, lo que denota una recuperación de la confianza de los cuenta-ahorristas en las instituciones financieras del país.

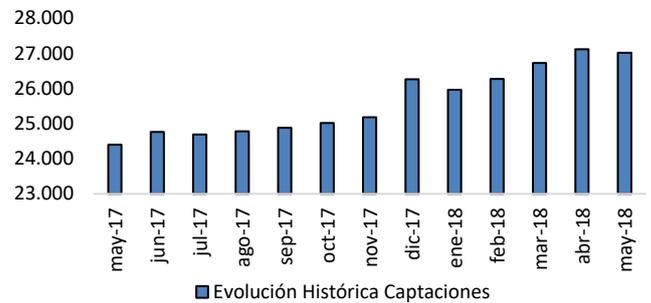


Gráfico 13: Evolución mensual - Captaciones del Sistema Financiero Nacional (millones USD)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

Del total de captaciones, los bancos privados son los que más participación toman en el Sistema Financiero Nacional con un monto total de USD 17.943,9 millones y las cooperativas con un monto de USD 7.529 millones.

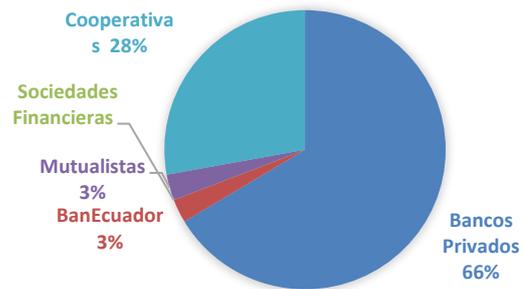


Gráfico 14: Captaciones del Sistema Financiero Nacional (mayo 2018)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

El Sistema Financiero Nacional, a la misma fecha reportó un monto total de créditos colocados por USD 36.758,3 millones, con una variación mensual positiva de 1,7% y una variación anual de 16,3% respecto a mayo de 2017, esto indica que el sector real, cada vez necesita mayor financiamiento para sus actividades de consumo e inversión. Por otra parte, la cartera vencida del Sistema Financiero Nacional representa el 4% del total del volumen de créditos, lo que denota una baja morosidad.

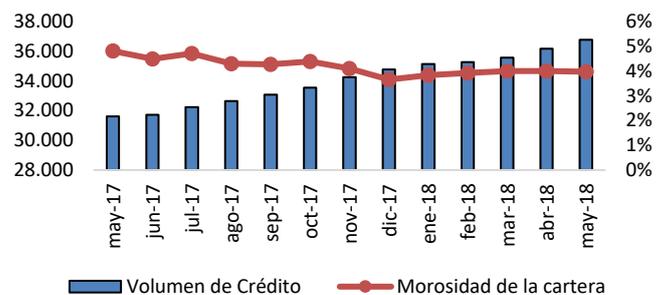


Gráfico 15: Evolución mensual - Monto total de créditos colocados  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presentan tendencias de crecimiento conservadoras

## Sector Comercial Petrolero

AGNAMAR S.A. se dedica a la venta al por mayor de petróleo crudo por lo que es importante describir el estado del sector desde sus cimientos productivos; es decir, desde las actividades de la explotación petrolera.

Es importante mencionar que la entidad de regulación y fiscalización de las actividades de comercialización de combustibles líquidos y GLP a nivel nacional es la Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero (ARCH), cuya misión es garantizar el aprovechamiento óptimo de los recursos hidrocarburíferos, velar por la eficiencia de la inversión pública y de los activos productivos en el sector de los hidrocarburos, con el fin de precautelar los intereses de la sociedad, mediante la efectiva regulación y el oportuno control de las operaciones y actividades relacionadas<sup>25</sup>.

La producción petrolera se encuentra dentro del sector de petróleo y minas; Según el Banco Central del Ecuador en el año 2017, el PIB de este sector a precios constantes se cuantificó en USD 6.689 millones representando el 4,4% del PIB total; además, registró una caída de 2,7% respecto al año 2016.

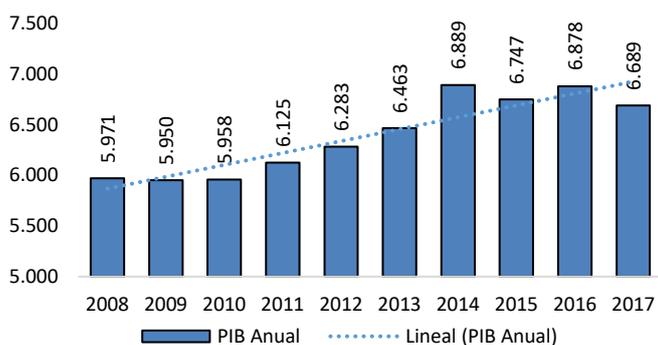


Gráfico 16: PIB – Sector del petróleo y minas (USD Millones)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

De acuerdo con el monitoreo trimestral del PIB, este sector en el primer trimestre de 2018 se cuantificó en 1.595 millones a precios constantes, mostrando un decrecimiento interanual del 5,2% respecto al primer trimestre del año 2017, además en su variación trimestral presentó una caída del 2% respecto al cuarto trimestre del año anterior.

de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador, puntualmente la economía ecuatoriana tiene expectativas de un crecimiento moderado para el presente año e ingresos suficientes para cubrir las obligaciones en lo que resta del 2018.

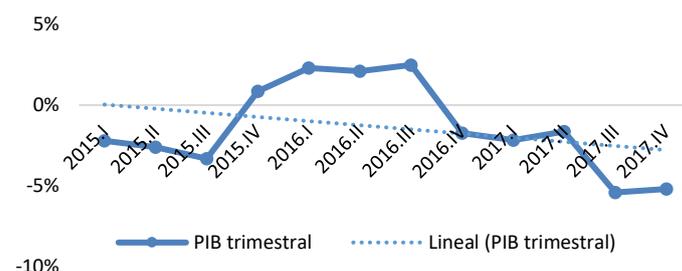


Gráfico 17: PIB Trimestral - Sector del petróleo y minas (miles USD)  
Fuente: BCE, Elaboración: ICRE

En el período enero – junio de 2018 la producción nacional de petróleo crudo en campos fue de 93 millones de barriles, siendo el 77% producción estatal y el 23% producción privada. En los 3 últimos años la producción ha venido disminuyendo gradualmente, presentando una reducción del 3,7% respecto al mismo periodo del año 2017, además la producción diaria promedio es de 514.370 barriles.

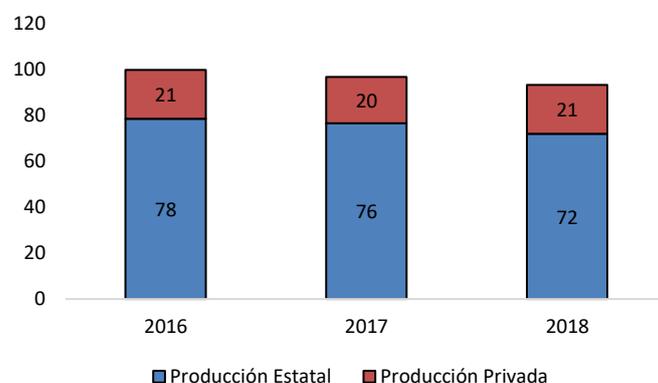
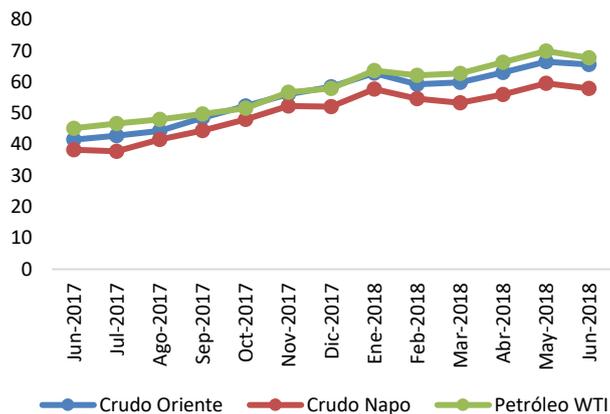


Gráfico 18: Evolución de la producción petrolera nacional (%)  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

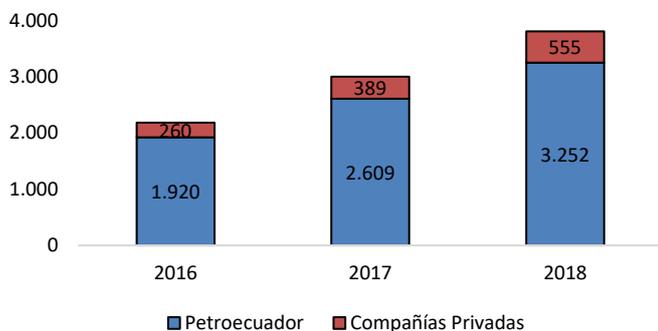
En el último año, el precio del barril de petróleo se ha mantenido con una tendencia positiva y con expectativas optimistas para los próximos meses. En junio de 2018, el precio promedio del barril de petróleo WTI fue USD 67,70, del Crudo Napo fue de USD 57,94 y del Crudo Oriente fue de USD 65,50. El gráfico a continuación muestra el comportamiento del precio promedio mensual en el último año por cada tipo de petróleo.

<sup>25</sup> <http://www.controlhidrocarburos.gob.ec/mision/>



**Gráfico 19:** Evolución del precio promedio por tipo de petróleo.  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

En el periodo enero – junio de 2018 las exportaciones de petróleo crudo alcanzaron cerca de USD 3.807 millones, de los cuales el 85% pertenecen a las exportaciones de Petroecuador y el 15% a las compañías petroleras privadas; el sector experimenta un crecimiento del 27% respecto al mismo periodo del año 2017 en términos monetarios, a pesar de que la producción haya disminuido en el 9%, esto se debe al aumento prolongado del precio del barril de petróleo. El gráfico a continuación muestra la evolución de las exportaciones petroleras en el periodo enero - junio de los 3 últimos años y su composición por tipo de compañía.

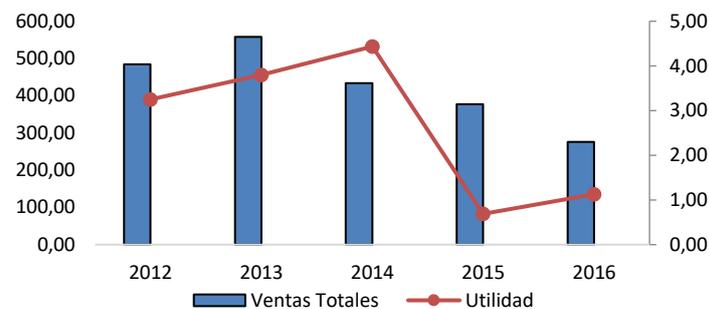


**Gráfico 20:** Evolución de las exportaciones petroleras (USD millones).  
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

En el año 2017 el sector petrolero contó con 28.899 empleados a nivel nacional, de este número, el 86% pertenecen al sector público y el 14% al sector privado; además se destaca que el 52% representa al empleo directo y el 48% restante representa el empleo indirecto<sup>26</sup>.

Según la información proporcionada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS) el sector comercializador de petróleo al por mayor se compone de un número de 15 empresas privadas a nivel nacional en el año 2017 este número se ha reducido notablemente en los últimos 5 años ya que en el 2013 se registraron 26 empresas dedicadas a estas actividades.

Durante el año 2017, las empresas del sector comercializador de petróleo al por mayor presentaron un monto total de ventas por USD 276 millones, con un decremento del 27% respecto al año anterior. Sin embargo, la utilidad registrada del sector fue por un monto de USD 1,1 millones, este valor corresponde a un crecimiento de las utilidades equivalentes al 64% con respecto al año anterior, lo que puede explicar una posible mejora en la eficiencia de la administración y capacidad para generar utilidades.



**Gráfico 21:** Evolución histórica de las ventas y utilidades – Venta al por mayor de petróleo  
Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

De acuerdo con las ventas reportadas a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros durante el año 2017 se genera un ranking entre las compañías comercializadoras de petróleo al por mayor, obteniendo los siguientes resultados: La compañía que más ventas generó en el sector fue “MASGAS S.A.” con un monto de USD 134 millones y una utilidad aproximada de USD 276.549, seguida de la compañía “CORPETROLSA S.A.” con un valor en ventas de USD 105 millones y una utilidad aproximada de USD 642.732, por su parte, la compañía “AGNAMAR S.A.” se ubica en la tercera posición con un monto total de ventas aproximado por USD 15,5 millones y una pérdida aproximada de USD 11.226.

	COMPAÑÍA	VENTAS	UTILIDAD	PATRIMONIO
1	Masgas S.A.	134.243,2	276,5	2.439,3
2	Corpetrolsa S.A.	105.255,0	642,7	3.690,0
3	AGNAMAR S.A.	15.534,8	-11,2	2.367,4
4	Oceanoil S.A.	13.397,3	79,8	792,5
5	Total Colombia S.A.S.	6.841,6	170,8	261,0
6	Petroandes S.A.	778,4	-37,3	134,6
7	Procomserv Cía. Ltda.	182,0	3,0	184,8

**Tabla 6:** Ranking de compañías en función sus ventas (miles USD).  
Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

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

<sup>26</sup> Informe de rendición de cuentas 2017, Ministerio de Hidrocarburos, obtenido de: [https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwizroWJgYbdAhWB3IMKHb\\_fBUwQFjAAegQIABAC&url=https%3A%2F](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwizroWJgYbdAhWB3IMKHb_fBUwQFjAAegQIABAC&url=https%3A%2F)

%2Fwww.hidrocarburos.gob.ec%2Fwpcontent%2Fuploads%2F2018%2F03%2FRendicion-de-cuentas-2017.pdf&usq=AOvVaw0jY8Hv7-dYM2\_mMKWu-rab

## La Compañía

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

El 24 de noviembre de 2005 la compañía amplía su objeto social siendo el definitivo:

- a) Realizar las actividades de importación, compraventa y exportación de derivados de petróleo, petróleo crudo y toda clase de hidrocarburos, aceites vegetales, productos químicos, a los sectores navieros nacional e internacional pesquero, camaronero, industrial, energético, automotriz y público en general, así como a la prestación de servicios de transporte marítimo, transformación, almacenamiento, comercialización, distribución y exportación de dichos productos.
- b) Operar buques tanques y naves en general, propios o ajenos, bajo cualquier modalidad de contratación, inclusive la de flete, en tráfico marítimo y fluvial, para el transporte marítimo nacional e internacional de hidrocarburos y de carga.
- c) Procesar, industrializar, almacenar, comercializar, importar, exportar, y transportar por vía marítimo combustibles alternativos, blococombustibles y combustibles emulsionados.
- d) Compra y venta de naves.
- e) Prestar servicios de operaciones portuarios de buque, de carga y actividades conexas en los puertos comerciales de Ecuador.
- f) Establecer y operar talleres de mantenimiento y reparación de naves y opera diques o astilleros.
- g) Prestar servicios de operación y fletamento de barcos.
- h) Realizar inspecciones de carácter técnico a naves, muelles, estructuras y avalúos en el ámbito de su finalidad social.
- i) Dedicarse la actividad de intermediación de toda clase de hidrocarburos y sus derivados.
- j) Importar y comercializar insumos, artefactos, implementados, equipos y repuestos relacionados con sus actividades.
- k) Construir y operar tanques y plantas de almacenamiento de productos a granel.

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

La misión es: "Suministrar y transportar combustibles de manera competitiva y segura, entregando a sus clientes un valor agregado a través de una administración comprometida con la protección del medio ambiente, la seguridad de la vida humana en alta mar y la aplicación de prácticas de responsabilidad corporativa" y la visión es: "Ser una empresa reconocida por su ética corporativa, su compromiso permanente con la sociedad y el medio ambiente, la excelencia de sus servicios y su orientación hacia la satisfacción de sus clientes", "Ser la mejor alternativa para el suministro de bunker en la costa occidental de América del Sur", "Mantener el liderazgo en el transporte costero de productos petroleros" y "Diversificar su portafolio a través de la innovación y mejora constante de sus servicios y productos".

NOMBRE	NACIONALIDAD	TIPO INVERSIÓN	MONTO USD	PARTICIPACIÓN
Corinto Port Services	Islas Vírgenes Británicas	Ext. Directa	644.900	99,98%
Inversionista Pemasal S.A.	Ecuador	Nacional	100	0,02%
<b>Total</b>			<b>645.000</b>	<b>100%</b>

**Tabla 7:** Estructura accionarial  
**Fuente:** SCVS.; **Elaboración:** ICRE

Cortino Port Services es una compañía procedente de las Islas Vírgenes Británicas y su composición accionarial es extranjera siendo Admiservice (PTC) Limited in Trust for Legacy Unit Trust su único accionista registrado en la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros.

Inversionista Pemasal S.A. es de nacional ecuatoriana y presenta la siguiente composición accionarial:

N°	NOMBRE	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)
1	Corinto Port Services	Islas Vírgenes Británicas	338.700
2	Agnamar S.A..	Ecuador	100
	<b>Total</b>		<b>338.800</b>

**Tabla 8:** Participación accionarial PHARMACAPS S.A.  
**Fuente:** SCVS.; **Elaboración:** ICRE

AGNAMAR S.A a la fecha del presente informe, presenta participación en el capital dentro de Inversionista Pemasal S.A. con el 0,03% de participación, que a su vez registra una participación del 0,02% en el capital social de AGNAMAR S.A.

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están altamente comprometidos, situación que se ve demostrada por el no reparto de dividendos durante el periodo de análisis y al importante apalancamiento que presenta la compañía a través de recursos propios.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Artículo 2, Numeral 3, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política

y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración.

La compañía presenta vinculación por presentar participación en el capital social en las compañías Huachicorp S.A., Inversionistas Pemasal S.A. y en Naviservicios S.A. que cuya participación está por debajo del 1% del capital total de cada compañía.

La compañía presenta vinculación por accionariado, ya que sus accionistas presentan participación accionarial en otras compañías de acuerdo con el siguiente detalle:

EMPRESA	VINCULADO	SITUACIÓN LEGAL	ACTIVIDAD
Naviservicios S.A.	Corinto Port Services	Activa	Servicios transitorios de organización o coordinación de operaciones de transporte y flete por tierra, mar y aire.
Inversionista Pemasal S.A.	Corinto Port Services	Activa	Servicios de reparación y mantenimiento corriente de buques a cambio de una retribución o por contrato.
Ecuamulsion S.A.	Corinto Port Services Inversionista Pemasal S.A.	Activa	Venta al por mayor de combustibles líquidos nafta, gasolina, biocombustible incluye grasas, lubricantes y aceites, gases licuados de petróleo, butano y propano.
Navidiesel S.A.	Inversionista Pemasal S.A.	Activa	Venta al por mayor de combustibles líquidos nafta, gasolina, biocombustible incluye grasas, lubricantes y aceites, gases licuados de petróleo, butano y propano.

**Tabla 9:** Compañías relacionadas por accionariado

Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

La compañía mantiene como empresas vinculadas por administración, ya que sus accionistas o administradores son administradores o representantes legales en las siguientes compañías:

EMPRESA	VINCULADO	CARGO
Ecuamulsion S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Presidente
EcuanaVe Ca	Escobar Manrique De Arizaga Maria Espinel Febres Cordero Ramon	Presidente Gerente General
Inversionista Azalea S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Gerente General
Inversionista Pemasal S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Presidente
Kovach S.A.	Espinel Febres Cordero Ramon	Liquidador Principal
Naviservicios S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Presidente
Servicios Navales Fluvimar S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Presidente
Servicios Navales Vo120 S.A.	Escobar Manrique De Arizaga Maria	Presidente
Terminales Monteverde Termimonte Cía. Ltda.	Espinel Febres Cordero Ramon	Gerente General

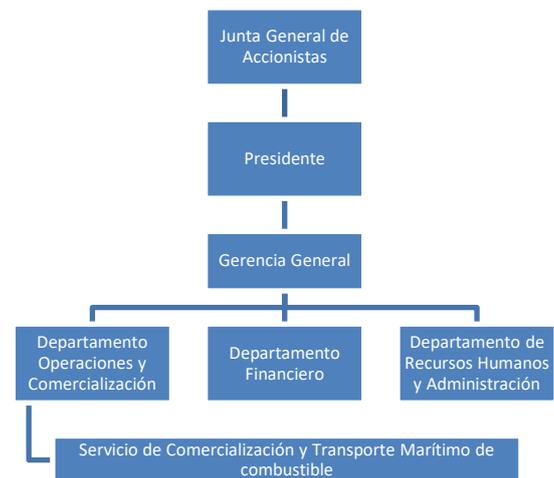
**Tabla 10:** Compañías relacionadas por administración

Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

La Junta General formada por los accionistas legalmente convocados y reunidos es el órgano supremo de la sociedad y en ella cada acción da a su propietario derecho a voto en proporción a su valor pagado. Será convocada en la forma y época establecidas en la ley y sus atribuciones son las señaladas en el artículo 263 de la ley de compañías.

La administración estará a cargo del Presidente y el Gerente General, quienes serán elegidos por la Junta General para

periodos de cinco años. Sin embargo, actuarán con funciones prorrogadas aun cuando hayan fenecido sus respectivos periodos, hasta ser legamente reemplazados. El Gerente General tiene atribuciones para administrar y representar legalmente a la compañía tanto en lo judicial como en lo extrajudicial, en forma individual, en todos los negocios relacionados con su giro o tráfico, sin más limitaciones que las facultades que por Ley y este estatuto correspondan a la Junta General de Accionistas, pero, en todo caso, requerirá autorización especial de dicha Junta para dar avales o garantías, así como para la enajenación, hipoteca, limitaciones o gravámenes de los bienes inmuebles de la compañía. Ante su ausencia o falta lo subrogará con iguales deberes o atribuciones el Presidente a quien corresponde además, supervigilar la marcha de la compañía, velar por el cumplimiento del estatuto social, suscribir junto con el Presidente los títulos de acciones, convocar y presidir las Juntas Generales. La fiscalización estará a cargo de un comisario elegido anualmente por la Junta General, quien tendrá su respectivo suplente.



**Gráfico 22:** Extracto estructura organizacional

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

La empresa dispone de un equipo de personas, cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos y en algunos casos, el tiempo que llevan trabajando para la empresa ha generado una sinergia de trabajo.

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

**Tabla 11:** Principales ejecutivos

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

La compañía informa que a la fecha del presente informe cuenta con 9 empleados que se encuentran debidamente capacitados y con las competencias y destrezas necesarias para desempeñar cada uno de sus cargos, con contratos a plazo fijo y gozando de todos los beneficios de ley. Cabe mencionar que actualmente la compañía no cuenta con personal con capacidades especiales, no cuenta con sindicatos o comités de empresa.

ÁREA	NÚMERO DE EMPLEADOS
Administrativo	4
Obreros	5
<b>Total</b>	<b>9</b>

**Tabla 12:** Número de empleados

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

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

Con todo lo expuesto en este acápite, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 19 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han ido afirmando en el tiempo.

## BUENAS PRÁCTICAS

Hasta la fecha del presente informe, AGNAMAR S.A. no tiene implementadas prácticas de Gobierno Corporativo, sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad, y demás indicadores de relevancia del negocio.

En el proceso de implementar un departamento de Control Interno, la compañía cuenta con la Unidad de Auditoría Interna donde las principales funciones son:

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

administración ha adoptado las recomendaciones, acciones propuestas u otras medidas para superar las deficiencias informadas y en los plazos acordados.

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

Con todo lo expuesto en este acápite, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en Numeral 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

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

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

El Emisor se encuentra regulado por el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Salud Pública del Ecuador, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Ministerio de Relaciones Laborales, Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero, la Dirección Nacional de

Espacios Acuáticos, Subsecretaría de Puertos y Transporte Marítimo Fluvial, Terminales Petroleros y Capitanías de puertos, Ministerio de Medio Ambiente, entre otros, entidades que se encuentran vigilando el cumplimiento de las distintas normas y procesos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las

instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

La actividad principal es la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, principalmente aceites de Marine Diesel Oil - MDO y combustible, al sector naviero internacional.

La mayor parte de los ingresos de la empresa provienen de la venta y transporte de combustibles directamente a empresas del sector naviero internacional.

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

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

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

mecánico en quemadores, hornos, calderas y motores marinos.

- **Fletes:** Opera bajo 3 modalidades:
  - Charter o flete por tiempo
  - Voyage charter o flete por viaje.
  - Flete por galón o T.M transportado

La compañía cuenta con procedimiento y políticas dentro de las principales son:

- **Inversiones:** la compañía invierte sus excesos de liquidez en activos financieros líquidos que mantiene hasta el vencimiento y que son renovados a medida que la gerencia financiera analice y decida si es la mejor opción.
- **Financiamiento:** la empresa financia sus operaciones a través de recursos propios y con sus proveedores. Actualmente, desea obtener otro tipo de financiamiento externo, a través del mercado de valores.
- **Cuentas por cobrar:** la compañía otorga un crédito entre 15 y 30 días, previo análisis de la empresa para mantener cuentas por cobrar sanas.
- **Cuentas por pagar:** la compañía registra las cuentas por pagar a EP-Petroecuador (único proveedor) a 30 días plazos con la existencia de una garantía bancaria del monto comprado.

La compañía registrar una adecuada distribución de sus clientes a los que brida un servicio confiable, otorgándoles un crédito entre 15 y 30 días.

CLIENTE	PARTICIPACIÓN
Monjasa S.A.	18,90%
Horizon Shipping Panamá S.A.	16,91%
Trafigura Pte. Ltd.	12,43%
Network Shipping Ltd.	10,62%
Western Bulk Pte. Ltd.	7,87%
Peninsula Petroleum Ltd.	5,55%
BMS Unites Bunkers Ltd.	5,20%
Trans-tec International S.R.L.	3,76%
Swissmarine Corporation Ltd.	3,43%

CLIENTE	PARTICIPACIÓN
Oldendorff Carriers GmbH & Co.	2,38%
Flanders Dredging Corporation NV	1,87%
Princess Cruise Lines Ltd.	1,67%
Otros clientes del exterior	8,57%
Otros clientes locales	0,82%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Tabla 13: Principales clientes (%)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

Al ser la principal actividad la comercialización y transporte de toda clase de hidrocarburos, la compañía presenta una alta concentración en un único proveedor (EP-Petroecuador) en distribuir directamente los combustibles para su respectiva venta y transporte.

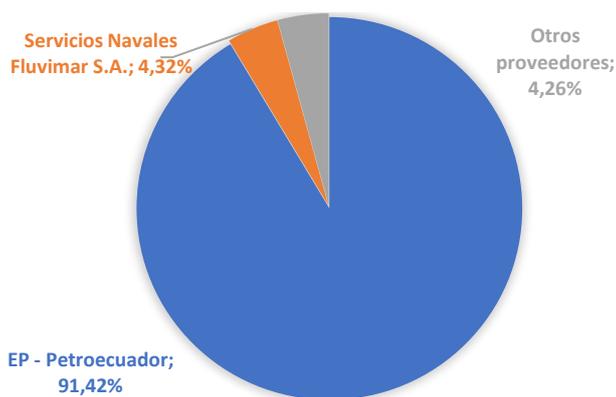


Gráfico 23: Principales proveedores (%)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

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

Por otro lado, el análisis FODA es una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, evidenciando los aspectos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores externos e internos, de acuerdo con su origen.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>Amplia experiencia en el negocio.</li> <li>Flota de buque operativa y con certificados de seguridad marítima nacional e internacional.</li> <li>Personal experimentado, calificados y comprometido.</li> <li>Capacidades económicas y financieras de clientes (grandes empresas navieras internacionales)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Concentración en un único proveedor de combustibles.</li> <li>Trámites burocráticos la que está sujeta la industria.</li> </ul>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>Crecimiento de la flota naviera mundial.</li> <li>Operación en nuevos puertos.</li> <li>Posibilidad de adquirir nuevos buques por cumplimientos de nuevas normas por parte de la autoridad marítima para el transporte de carga.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nuevas regulaciones estatales para la actividad portuaria que pudieran afectar el sector.</li> <li>Variaciones en el precio internacional del petróleo.</li> <li>Operación con productos de hidrocarburos de alto riesgo.</li> <li>Siniestro en los buques, sea por accidente, derrame de combustibles, daño mecánico, entre otros.</li> </ul>

Tabla 14: FODA

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes, manejando portafolios diversificados, mitigando de esta manera el riesgo de concentración. A través de su orientación estratégica pretende mantenerse como referente en el sector donde desarrolla sus actividades.

## PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe AGNAMAR S.A., no mantiene emisiones en circulación, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Emisión de obligaciones AGNAMAR S.A.	2013	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-943	5.000.000	Cancelada

Tabla 15: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

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

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Emisión de obligaciones AGNAMAR S.A.	99	12	5.000.000

Tabla 16: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: ICRE

En función de lo antes mencionado, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador 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 que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas a sus clientes.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de precios, restricciones u otras políticas gubernamentales que afecten directamente al petróleo y sus derivados son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. No obstante, dado que la actividad hidrocarburífera es una de las principales fuentes de ingresos del Ecuador, no se espera que el Estado suspenda la venta de bunker o realice cambios en la normativa vigente, mitigando de esta manera el riesgo para la compañía.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La posibilidad de que se presente el riesgo de accidentes para los buques o de un derrame del combustible que se transporta, lo cual podría generar importantes egresos de recursos para reparar la contaminación ambiental y posibles demandas por parte de las localidades afectadas. Para minimizar este riesgo, la compañía mitiga este riesgo al exigir que las embarcaciones que utiliza se sometan a rigurosas inspecciones, y cuenten con un seguro marítimo por daños propios y/o terceros.

- El aprovisionamiento y el poder de negociación del combustible por parte de EP-Petroecuador, al ser su único proveedor, presenta un riesgo de concentración ya que EP-Petroecuador es quien fija los precios para los distintos tipos de combustibles en el país; sin embargo, la compañía mitiga este riesgo ya que las variaciones del precio son transferidos directamente a los clientes y al ser la actividad hidrocarburífera una de las principales fuentes de ingresos del país, su abastecimiento es prioritario en el mercado.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up de respaldo por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

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

- Afectaciones causadas a las embarcaciones y equipos por factores como catástrofes naturales, robos, daños e incendios en los cuales pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen con La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. sobre daños en el casco y maquinaria por un monto de hasta USD 4.162.500,00 y con una segunda póliza con Mapfre S.A. contra rotura de maquinaria por un monto de hasta USD 480.000,00.
- Al ser el 13,85% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y el seguimiento oportuno de cada uno de los valores a recaudar.
- La propiedad, planta y equipo que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía, para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene AGNAMAR S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 411.198, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 10,97% del total de los activos que respaldan la Emisión (embarcaciones y equipos por USD 3.750.000,00) y el 3,78% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la 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 lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros auditados bajo NIIF para los años 2015 y 2016 por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y para el año 2017 por Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 31 de julio de 2017 y 31 de julio de 2018.

A continuación, se presenta las principales cuentas agregadas de la compañía al final del 2015, 2016, 2017 y a julio de 2018.

CUENTAS	2015	2016	2017	JULIO 2018
Activo	6.970,19	7.735,96	7.878,80	10.870,39
Pasivo	3.655,41	5.243,81	5.511,39	7.533,69
Patrimonio	3.314,78	2.492,15	2.367,40	3.336,71
Utilidad neta	85,43	(159,68)	(114,45)	929,30

Tabla 17: Principales cuentas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros auditados 2015-2017 e internos julio 2018;  
Elaboración: ICRE

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

### Ventas y Costo de Ventas

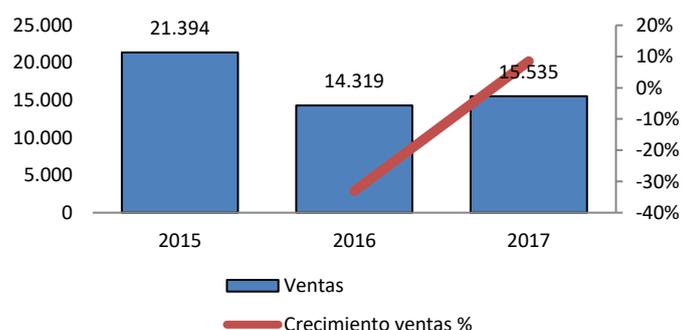


Gráfico 24: Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: ICRE

La actividad de venta de combustible (bunker) está integrada al transporte de éste, si bien ambos se venden en forma conjunta, se presentan de forma separada en los estados financieros debido a que, en los ingresos por transporte se aplica el pago del Impuesto al Valor Agregado.

Los ingresos entre el 2015 y 2017 presentaron una tendencia decreciente debido a la caída del precio del petróleo en este periodo, sin embargo, entre el 2016 y 2017 las ventas se incrementaron en un 8,49% debido a que, la compañía a partir de agosto de 2017 destinó un buque adicional para la operación de venta y transporte de combustible lo que le permitió incrementar su capacidad operativa en alrededor del 70%, un segundo factor que influyó en el incremento de las ventas fueron eficiencias

en los procesos internos que ayudaron a aumentar las cargas dentro de cada mes.

LÍNEAS DE PRODUCTO	2016	2017	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Venta de combustible	12.085.014	13.392.109	1.307.095	10,82%
Servicio de fletes y remolque	2.234.143	2.142.647	(91.496)	-4,10%
<b>Total</b>	<b>14.319.157</b>	<b>15.534.756</b>	<b>1.215.599</b>	<b>8,49%</b>

Tabla 18: Composición de las ventas (USD)

Fuente: Estados Financieros auditados 2017; Elaboración: ICRE

En el cuadro anterior se evidencia el incremento de la venta de combustible en un 10,82% debido a las acciones implementadas por la compañía e indicadas anteriormente, mientras que el servicio de fletes y remolque disminuye en un 4,10% por las eficiencias en el proceso interno de carga, el cual generó menos fletes pero una mayor cantidad de transporte de combustible en en cada mes.

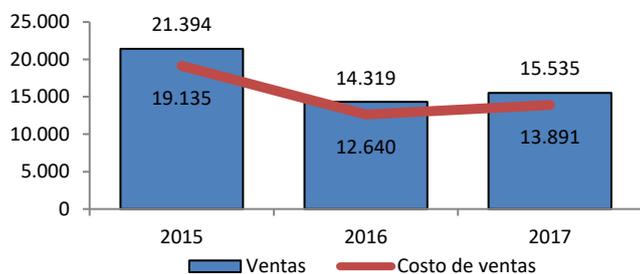


Gráfico 25: Evolución ventas y costo de ventas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: ICRE

El costo de ventas a su vez presentó el mismo comportamiento de las ventas ya que se encuentra directamente relacionado alcanzando el valor de USD 13,89 millones, con una participación del 89,42% al cierre del 2017 (88,27% para el 2016 y 89,44% para el 2015)

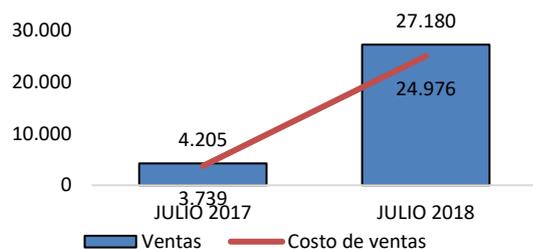


Gráfico 26: Evolución ventas y costo de ventas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos julio 2017 y 2018; Elaboración: ICRE

Las ventas entre julio 2017 y julio 2018 crecieron de manera significativa al pasar de USD 4,20 millones a USD 27,17 millones en julio 2018. Este incremento se debe a tres factores claves:

- A partir de agosto de 2017 la compañía destinó un buque adicional para la venta y transporte de combustible, generando un incremento en su capacidad de operación mensual de aproximadamente 70% pasando de 3.500 TM a 6.000 TM. Este plan de acción se solidificó entre enero y julio de 2018 dando como resultado el incremento en la venta y transporte de combustibles ya señalado.

- La compañía ha logrado algunas eficiencias en sus procesos internos lo que ha facilitado el incremento de la carga mensual, adicionalmente EP-Petroecuador mejoró y amplió la disponibilidad de combustibles para la venta.
- El precio del bunker en el mercado internacional presentó un incremento del 39% al pasar de USD 293,00 en julio 2017 a USD 407,00 en agosto de 2018 por tonelada métrica.

La implementación de estos planes acciones han derivado en la generación de mayores volúmenes operativos e ingresos, de forma sostenida, aumentando el volumen comercializado de 49.943 TM en el 2017 a 74.182 TM en julio 2018.

LÍNEAS DE PRODUCTO	JULIO 2017	JULIO 2018	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Venta de combustible	3.763.497	24.306.852	20.543.355	545,86%
Servicio de fletes y remolque	441.958	2.873.139	2.431.181	550,09%
<b>Total</b>	<b>4.205.455</b>	<b>27.179.991</b>	<b>22.974.536</b>	<b>546,30%</b>

Tabla 19: Composición de las ventas (USD)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

El costo de ventas se relaciona directamente con el volumen de ventas por lo que, el incremento en la participación del costo de ventas del 89% en julio de 2017 a 92% en julio de 2018 ha sido causado por el aumento de la capacidad de operación, lo que generó que la compañía tenga que rentar más veces los buques para el servicio de transporte.

LÍNEAS DE PRODUCTO	JULIO 2017	JULIO 2018	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Venta de combustible	3.709.199	23.817.720	20.108.521	542,13%
Servicio de fletes y remolque	29.388	1.158.000	1.128.612	3840,38%
<b>Total</b>	<b>3.738.587</b>	<b>24.975.720</b>	<b>21.237.133</b>	<b>568,05%</b>

Tabla 20: Composición del costo de ventas (USD)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

## Resultados

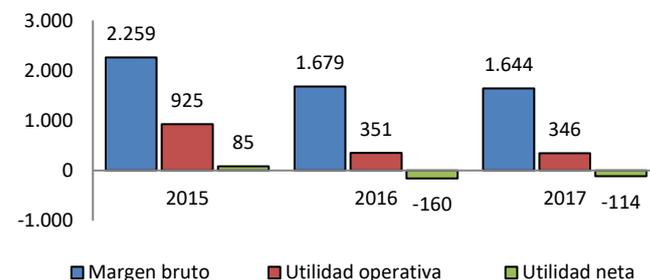


Gráfico 27: Evolución utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: ICRE

Los resultados de la compañía entre el 2015 y 2017 se redujeron por efecto de la caída de los ingresos de la compañía en este periodo, es así como el margen bruto, entre el 2015 y 2017, disminuyó en 27,22%, pero se mantiene estable entre el 2016 y 2017 alcanzando los USD 1,64 millones al cierre del 2017 (USD 1,67 para el 2016). Los gastos operativos y los gastos financieros se han mantenido estables entre el 2016 y 2017 siendo de USD

1,29 millones y USD 357,48 mil para el 2017 respectivamente (USD 1,32 millones y USD 351,04 mil para el 2016 respectivamente) por lo que la utilidad operativa muestra la misma estabilidad en este periodo, mientras que, la utilidad antes de participación e impuestos se presentó negativa en USD 11,23 mil (USD 1,89 mil en el 2016); luego de realizar la conciliación tributaria se obtuvo que el gasto generado por impuesto a la renta fue de USD 103,22 mil en el 2017 (USD 161,29 mil en el 2016) registrando una pérdida neta de USD 114,45 mil al cierre del periodo fiscal del año 2017.

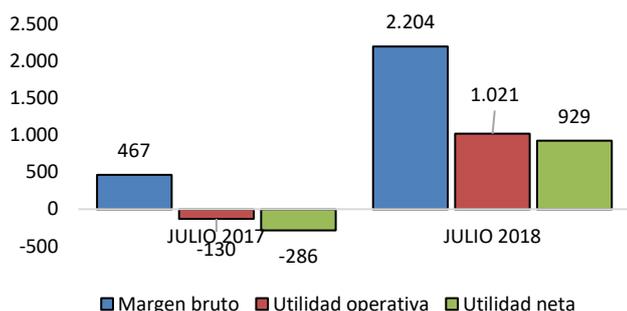


Gráfico 28: Evolución de la utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos julio 2017 y 2018; Elaboración: ICRE

Para julio de 2018, la compañía registró mejores resultados en el comparativo interanual presentado un margen bruto de USD 2,20 millones a julio 2018 (USD 466,87 mil a julio 2017) producto del incremento sustancial de las ventas. A pesar del incremento en el gasto operativo en USD 586,48 mil, la utilidad operativa fue positiva e incluso superó a la utilidad operativa registrada en el 2015 alcanzando los USD 1,02 millones (pérdida de USD 129,65 mil para julio 2017). Los gastos financieros se redujeron en un 48,48% debido a la cancelación total de la emisión de obligaciones que mantenían vigente en el mercado, obteniendo una utilidad antes de participación e impuestos de USD 929,30 mil a julio 2018 (pérdida de USD 286,15 mil a julio 2017).

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

### Activos

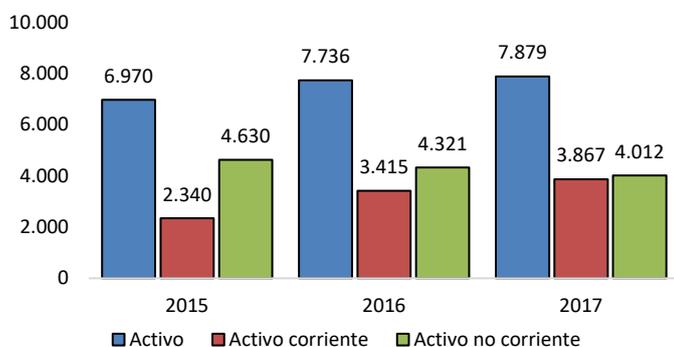


Gráfico 29: Evolución del activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: ICRE

Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente entre el 2015 y 2017 incrementándose en un 13,04%, mientras que permanecieron en valores similares entre el 2016 y 2017 alcanzando los USD 7,87 millones para el 2017 (USD 7,73 millones en el 2016). Esta tendencia creciente se evidencia en los activos corrientes que presentaron el mismo comportamiento a diferencia de los activos no corrientes que registraron una tendencia decreciente.

Los activos corrientes crecieron en USD 451,86 mil entre el 2016 y 2017 debido al incremento en las cuentas por cobrar comerciales y en los inventarios en USD 966,12 mil y USD 371,15

mil respectivamente; por el contrario, el efectivo y sus equivalentes y las cuentas por cobrar con partes relacionadas disminuyeron en USD 481,57 mil y USD 474,26 mil respectivamente.

El aumento en las cuentas por cobrar comerciales obedece al incremento en las ventas a crédito entre el 2016 y 2017 estableciendo un periodo de crédito a los clientes que oscila entre 15 y 30 días; debido al riguroso seguimiento que se hace a la cartera y por las condiciones contractuales que mantiene la compañía con sus clientes, no se registra cartera vencida. A su vez, los inventarios crecieron por efecto del abastecimiento de combustible en este periodo.

DETALLE	2016	2017	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Materiales y repuestos	11.472	20.098	8.626	75,19%
Combustible	480.887	843.408	362.521	75,39%
<b>Total</b>	<b>492.359</b>	<b>863.506</b>	<b>371.147</b>	<b>75,38%</b>

Tabla 21: Composición del inventario (USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2017; Elaboración: ICRE

El efectivo y sus equivalentes disminuyeron en un 71,79% debido al pago de las obligaciones contraídas en el Mercado de Valores (Primera Emisión de Obligaciones vigente en el 2017), mientras que las cuentas por cobrar con partes relacionadas se redujeron en un 99,54%, gracias a la recaudación de los haberes pendientes con sus tres relacionadas correspondientes a la venta de combustible, servicios de remolque y transporte de combustible.

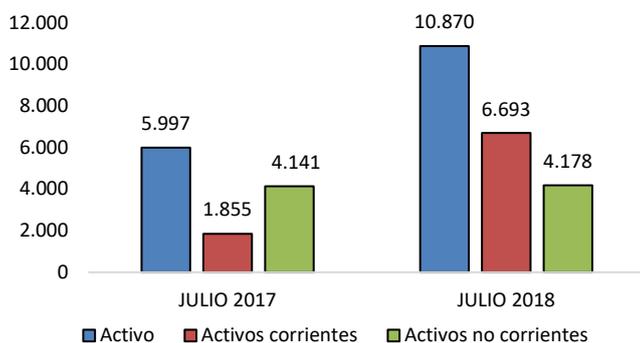
RELACIONADA	2016	2017	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Ecuanave C.A.	192.090	2.128	(189.962)	-98,89%
Naviservicios S.A.	248.413	-	(248.413)	-100,00%
Servicios Navales Fluvimar S.A.	35.857	75	(438.375)	-99,79%
<b>Total</b>	<b>476.360</b>	<b>2.203</b>	<b>(876.750)</b>	<b>-99,54%</b>

**Tabla 22:** Composición de las cuentas por cobra relacionadas (USD)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2017; **Elaboración:** ICRE

Es importante mencionar que las cuentas por cobrar con partes relacionadas corresponden netamente a operaciones comerciales.

Los activos no corrientes decrecieron en USD 309,02 mil entre el 2016 y 2017 producto de la depreciación normal de la propiedad planta y equipo referente a las embarcaciones.



**Gráfico 30:** Evolución del activo (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros internos julio 2017 y 2018; **Elaboración:** ICRE

Los activos totales a julio de 2018 crecieron en un 81,28% en el comparativo interanual y en un 37,97% frente el 2017, dicho crecimiento se dio en los activos corrientes en USD 4,83 millones, mientras que los activos no corrientes permanecieron en valores similares.

El crecimiento de los activos corrientes obedece al incremento en las cuentas por cobrar comerciales en UDS 3,46 millones debido al aumento de las ventas a clientes del exterior entre enero y julio de 2018, sin registrar operaciones vencidas. Los inventarios crecieron USD 1,10 millones producto del abastecimiento de combustible y las cuentas por cobrar con partes relacionadas aumentaron en USD 100,96 mil.

RELACIONADA	JULIO 2017	JULIO 2018	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Ecuanave C.A.	262.123	330.310	68.187	26,01%
Naviservicios S.A.	9.908	80.888	70.979	716,37%
Servicios Navales Fluvimar S.A.	38.204	-	(139.167)	-100,00%
<b>Total</b>	<b>310.235</b>	<b>411.198</b>	<b>278.333</b>	<b>32,54%</b>

**Tabla 23:** Composición de las cuentas por cobra relacionadas (USD)

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

Este incremento fue el producto de generar nuevas operaciones comerciales correspondientes a la venta de combustibles, servicios de remolque y transporte de combustibles

Los activos no corrientes se mantuvieron en valores similares entre julio 2017 y julio 2018 alcanzado los USD 4,17 millones a julio 2018 (USD 4,14 millones a julio 2017) siendo la propiedad planta y equipo la cuenta de mayor participación (USD 4,17 millones). Es importante mencionar que la compañía registró

inversiones en otras empresas de acuerdo con el siguiente detalle:

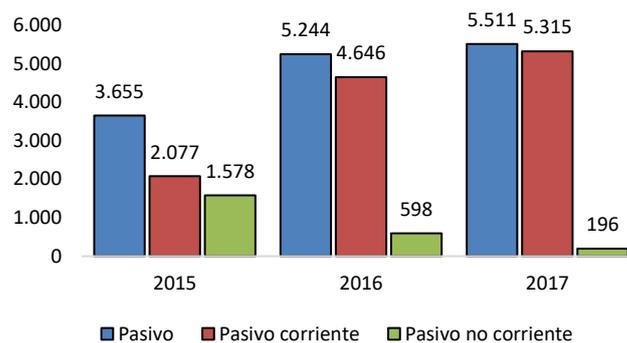
DETALLE	MONTO
Naviservicios S.A.	10
Inversionista Pemasal S.A.	100
<b>Total</b>	<b>110</b>

**Tabla 24:** Inversión en acciones (USD)

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

Cabe destacar que Inversionista Pemasal S.A. es accionista de AGNAMAR S.A. con el 0,02% de participación.

## Pasivos



**Gráfico 31:** Evolución del pasivo (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; **Elaboración:** ICRE

Los pasivos totales, al igual que los activos de la compañía, presentaron una tendencia creciente entre 2015 y 2017, sin embargo, entre el 2016 y 2017 los pasivos totales registraron valores similares llegando a los USD 5,51 millones al cierre del 2017 (USD 5,24 millones para el 2016).

Los pasivos corrientes crecieron en USD 668,92 mil debido al incremento en las cuentas por pagar comerciales en USD 394,85 mil por la compra de combustibles a EP-Petroecuador por USD 3,81 millones en el 2017 (USD 3,44 millones en el 2016) y al aumento en las cuentas por pagar con partes relacionadas en USD 1,05 millones, producto de anticipos entregados a la compañía para asistencias de remolque, arriendos, reembolsos de gastos y servicios de transporte marítimo de cabotaje bajo la modalidad de time charter.

RELACIONADA	2016	2017	VARIACIÓN	
			MONTO	%
Ecuanave C.A.	4.598	406.398	401.800	8739%
Naviservicios S.A.	-	55.322	55.322	100%
Servicios Navales Fluvimar S.A.	-	590.183	590.183	100%
Inversionista Pemasal S.A.	9.620	19.980	10.360	108%
<b>Total</b>	<b>14.218</b>	<b>1.071.883</b>	<b>1.057.665</b>	<b>7439%</b>

**Tabla 25:** Composición de las cuentas por pagar relacionadas (USD)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2017; **Elaboración:** ICRE

Contrarrestando lo anteriormente mencionado, la emisión de obligaciones disminuyó en USD 745,88 mil, producto de la amortización normal de la Primera Emisión de Obligaciones que mantenía vigente en el 2017.

Los pasivos no corrientes disminuyeron en USD 401,34 mil debido a la amortización normal de las obligaciones con el Mercado de

Valores mencionado en el párrafo anterior y al decremento en las provisiones sociales en USD 236,92 mil, por las pérdidas actuariales de USD 102,79 mil, beneficios pagados por USD 12,53 mil, transferencia de empleados a Ecuanaave C.A. por USD 85,03 mil y reducciones y liquidaciones anticipadas por USD 96,91 mil.

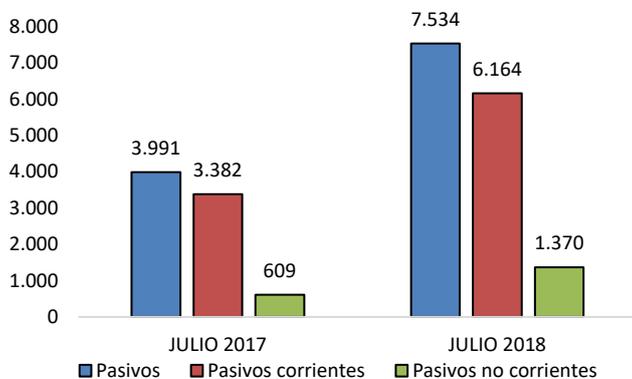


Gráfico 32: Evolución del pasivo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos julio 2017 y 2018; Elaboración: ICRE

Para julio de 2018 los pasivos totales se incrementaron en USD 3,54 millones en el comparativo interanual y en USD 2,02 millones frente el 2017, siendo los pasivos no corrientes los que presentaron un mayor incremento que los pasivos corrientes.

Los pasivos corrientes crecieron en USD 2,78 millones entre julio 2017 y julio 2018 debido al incremento en las obligaciones financieras en USD 2,68 millones, producto de un sobregiro contratado con Banco Sabadell de Miami, EE. UU. a una tasa del 3,34% y al aumento en las cuentas por pagar comerciales de USD 539,32 mil, producto de la compra de combustible a EP-Petroecuador por USD 3,19 millones en julio 2018 (USD 2,67 millones en julio 2017). Contrarrestando estas variaciones, la emisión de obligaciones disminuyó en USD 505,60 mil por efecto de la amortización de la Primera Emisión de Obligaciones que mantenía vigente en el Mercado de Valores hasta marzo de 2018.

Los pasivos no corrientes crecieron en USD 760,85 mil debido al incremento en las cuentas por pagar con partes relacionadas por USD 1,25 millones producto de nuevas operaciones comerciales.

RELACIONADA	MONTO
Ecuanaave C.A.	85.039
Servicios Navales Fluvimar S.A.	1.171.320
<b>Total</b>	<b>1.256.359</b>

Tabla 26: Composición de las cuentas por pagar relacionadas LP (USD)

Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

A su vez, la emisión de obligaciones y las provisiones sociales se redujeron en USD 249,46 mil y 246,05 mil respectivamente.

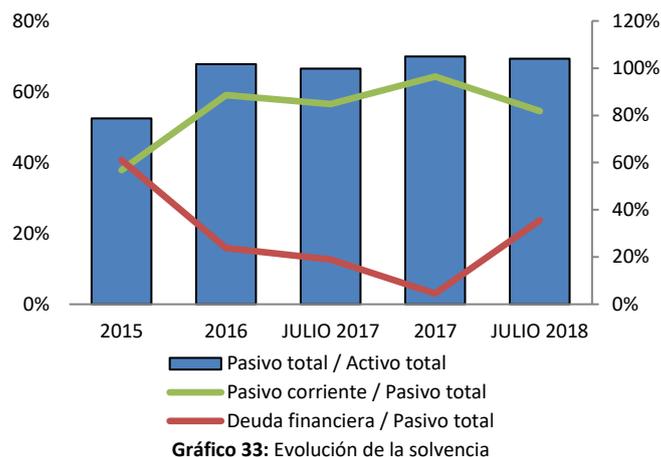


Gráfico 33: Evolución de la solvencia  
Fuente: Estados financieros auditados 2015 – 2017 e internos a julio 2017 y 2018; Elaboración: ICRE

Al cierre de julio 2018, la deuda financiera alcanzó el 35,63% de los pasivos totales, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 69,30% de los activos de la compañía, apalancándose en mayor medida con proveedores e instituciones financieras.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. con la información antes señalada ha verificado que el Emisor ha cancelado oportunamente los compromisos pendientes propios de su giro de negocio, según lo establecido en el Literal a, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera

## Patrimonio

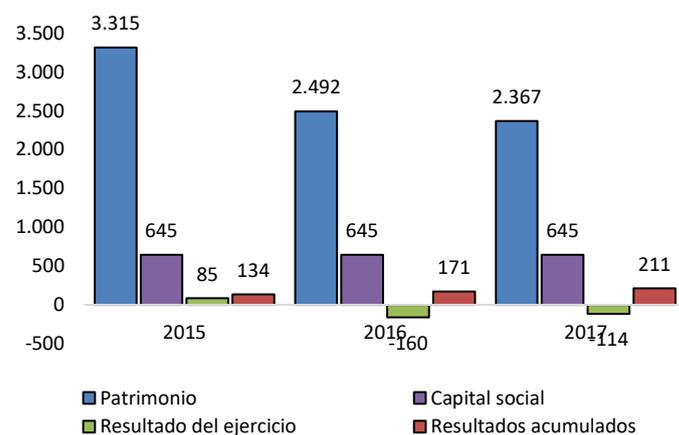


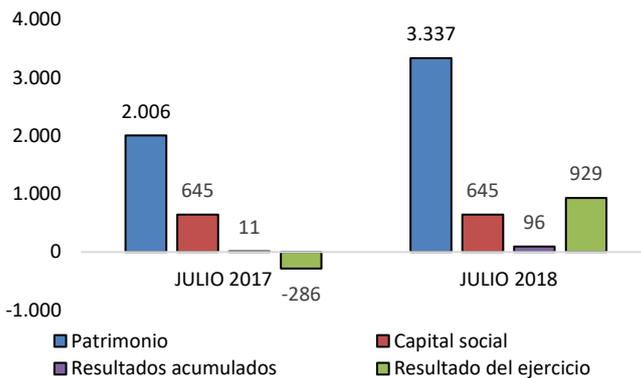
Gráfico 34: Evolución del patrimonio (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 - 2017; Elaboración: ICRE

El patrimonio presentó un tendencia decreciente entre el 2015 y 2017, pasando de USD 3,31 millones en el 2015 a USD 2,49 millones en 2016, debido a una disminución de USD 700 mil en la cuenta de aportes para futuras capitalizaciones, valor que fue devuelto a la accionista Barta Management LLC, aprobado mediante Junta General de Accionistas en agosto de 2016; y de USD 2,49 millones en 2016 a USD 2,36 millones en 2017 por una reducción de USD 210 mil, en esta misma cuenta, valor que

también fue devuelto a la compañía Inversionista Azalea S.A. aprobado mediante Junta General de Accionistas el 9 de marzo de 2017.

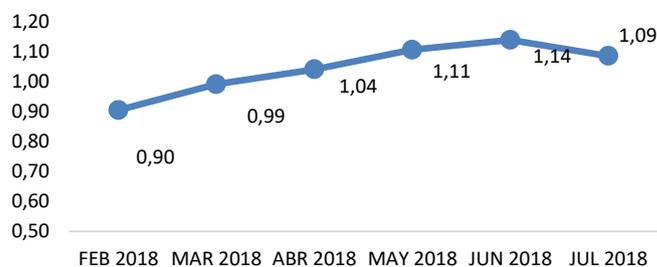
Para julio 2018, el patrimonio revierte la tendencia decreciente alcanzando los USD 3,33 millones, USD 969,30 mil, superior al cierre del 2017 y USD 1,33 millones mayor a julio 2017, este incremento ocurre por el aumento de USD 1,21 millones en los resultados del ejercicio, obtenidos a julio 2018.



**Gráfico 35:** Evolución del patrimonio (miles USD)  
Fuente: Estados Financieros internos julio 2017 y 2018; Elaboración: ICRE

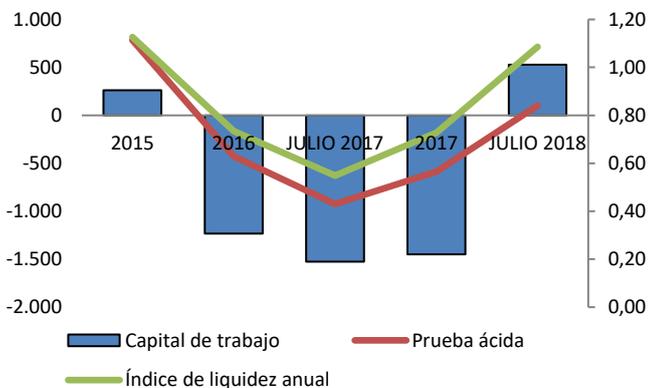
**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

La combinación de activos corrientes y pasivos corrientes muestra que el capital de trabajo fue negativo para el 2016 y 2017 alcanzando un valor de menos USD 1,44 millones y un índice de liquidez de 0,73 a diciembre de 2017, este efecto se produce por la composición del balance de la compañía, donde las cuentas por pagar comerciales (principal cuenta del pasivo corriente) son superiores al activo corriente. Conviene notar que la embarcación que posee la compañía se registra en el activo no corriente, como propiedad planta y equipo, y esta cuenta tiene una participación significativa de 51% en los activos totales.



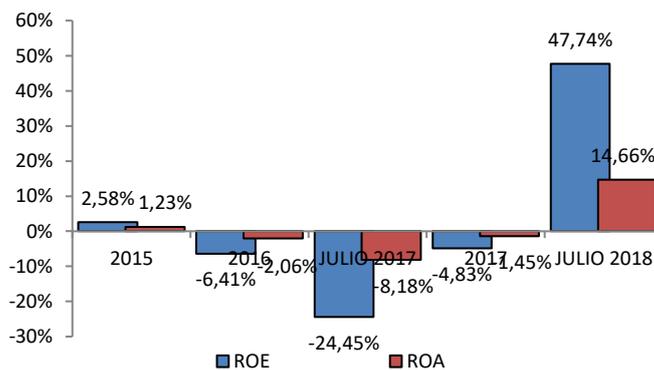
**Gráfico 37:** Índice de liquidez semestral  
Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaboración: ICRE

El índice de liquidez semestral entre febrero y julio 2018 presentó una tendencia creciente evidenciando una recuperación de su liquidez y promedió el 1,04, siendo junio de 2018 su punto más alto (1,14).



**Gráfico 36:** Capital de trabajo e índice de liquidez  
Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a julio 2017 y julio 2018; Elaboración: ICRE

Para julio de 2018, el escenario es diferente presentando un capital de trabajo positivo por USD 529 mil y un índice de liquidez de 1,09 gracias a la obtención de una obligación financiera de corto plazo, lo cual mejora la capacidad para cubrir las obligaciones financieras y no financieras.



**Gráfico 38:** ROE – ROA  
Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a julio 2017 y julio 2018; Elaboración: ICRE

La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó valores negativos entre el 2016 y 2017, debido a las pérdidas netas registradas en este periodo, sin embargo, para julio 2018 este comportamiento se revierte presentando valores positivos alcanzando un ROA de 14,66% y un ROE de 47,74% producto de las utilidades antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta.

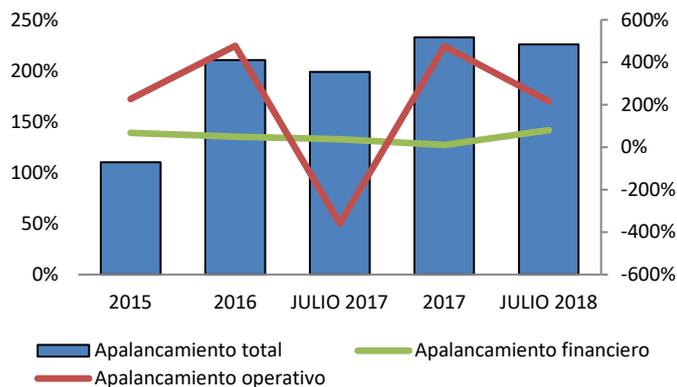


Gráfico 39: Apalancamiento

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a julio 2017 y julio 2018; Elaboración: ICRE

El grado de apalancamiento total fue de 232,80% a diciembre 2017 y de 225,78% para julio 2018, es decir que por cada dólar de patrimonio la compañía tiene USD 2,25 de deuda con sus acreedores. Mientras que, el grado de apalancamiento financiero fue de 10,58% en el 2017 y de 80,44% a julio de 2018 lo que se puede interpretar que, por cada dólar de deuda financiera, la compañía respalda el 124,32% con fondos propios.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada administración financiera y generando flujos adecuados que, junto a financiamiento externo, permiten un óptimo desarrollo de la empresa.

## El Instrumento

En la ciudad de Guayaquil, provincia del Guayas, el 06 de agosto de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía AGNAMAR S.A. decide resolver y

aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3.000.000,00 dividida en una sola clase.

### SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES AGNAMAR S.A.

Monto de la emisión	USD 3.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	<b>CLASES</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>
	B	3.000.000,00	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	La presente emisión cuenta con la Garantía General del Emisor, es decir con todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	El objeto de la emisión es financiarse a través del mercado de valores para obtener recursos líquidos, los cuales se destinarán 100% para capital de trabajo, principalmente para la compra de inventario y pago a proveedores, entre otros.					
Valor nominal	USD 1.000,00					
Base de cálculos de intereses	Base comercial de 30/360 días por año.					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	La presente emisión no tendrá rescates anticipados.					
Underwriting	La presente emisión no tiene contrato de underwriting para su colocación.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> </ul>					

## SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES AGNAMAR S.A.

Resguardo voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic &amp; Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.</li> </ul>

**Tabla 27:** Características del instrumento  
Fuente: AGNAMAR S.A., Elaboración: ICRE

La tabla de amortización se basa en el supuesto de una colocación de la totalidad del monto aprobado por la Junta General de Accionistas para su única clase:

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	3.000.000	150.000	60.000	210.000	2.850.000
2	2.850.000	150.000	57.000	207.000	2.700.000
3	2.700.000	150.000	54.000	204.000	2.550.000
4	2.550.000	150.000	51.000	201.000	2.400.000
5	2.400.000	150.000	48.000	198.000	2.250.000
6	2.250.000	150.000	45.000	195.000	2.100.000
7	2.100.000	150.000	42.000	192.000	1.950.000
8	1.950.000	150.000	39.000	189.000	1.800.000
9	1.800.000	150.000	36.000	186.000	1.650.000
10	1.650.000	150.000	33.000	183.000	1.500.000
11	1.500.000	150.000	30.000	180.000	1.350.000
12	1.350.000	150.000	27.000	177.000	1.200.000
13	1.200.000	150.000	24.000	174.000	1.050.000
14	1.050.000	150.000	21.000	171.000	900.000
15	900.000	150.000	18.000	168.000	750.000
16	750.000	150.000	15.000	165.000	600.000
17	600.000	150.000	12.000	162.000	450.000
18	450.000	150.000	9.000	159.000	300.000
19	300.000	150.000	6.000	156.000	150.000
20	150.000	150.000	3.000	153.000	-

**Tabla 28:** Amortización Clase B (USD)  
Fuente: AGNAMAR S.A.; Elaborado: ICRE

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, se analizará en las revisiones posteriores de la presente calificación.

## ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 31 de julio de 2018, La compañía posee un total de activos de USD 10,87 millones, de los cuales USD 10,87 millones son activos menos deducciones.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 31 de junio de 2018, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos libres de todo gravamen, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos;

los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; 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 la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; 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".

ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES	
<b>Activo Total (USD)</b>	10.870.391,26
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	-
(-) Activos gravados.	-
(-) Activos en litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	-
(-) Saldo de las emisiones en circulación	-
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.	-
(-) 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 valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	110,00
Total activos menos deducciones	10.870.281,26
80 % Activos menos deducciones	8.696.225,01

**Tabla 29:** Activos libres de gravamen (USD)

**Fuente:** AGNAMAR S.A.; **Elaborado:** ICRE

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de julio de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 10,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 8,69 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Mediante lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor máximo para la Segunda Emisión de Obligaciones de AGNAMAR S.A., es de USD 8,69 millones, que corresponde al 80% de los activos totales menos deducciones.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de julio de 2018, 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 1,44 veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. "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 a emitirse para la Segunda Emisión de Obligaciones de AGNAMAR S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 44,95% del 200% del patrimonio al 31 de julio de 2018 y el 89,91% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	
Patrimonio	3.336.707,00
200% patrimonio	6.673.414,00
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	-
Nueva Emisión de Obligaciones	3.000.000,00
Total emisiones	3.000.000,00
Total emisiones/200% patrimonio	44,95%

**Tabla 30:** 200% patrimonio

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

## GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

### GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

**Tabla 31:** Garantías y resguardos

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

### RESGUARDO VOLUNTARIO

Mientras esté vigente la presente emisión de obligaciones, se mantendrá un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el diez por ciento (10%) del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.

**Tabla 32:** Resguardo voluntario

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

### LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.

**Tabla 33:** Límite de endeudamiento

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

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## PROYECCIONES

El análisis de las proyecciones, en un escenario conservador, demuestran que la compañía contará con los recursos suficientes para el cumplimiento de sus obligaciones, manteniendo el mismo comportamiento de los ingresos hasta julio de 2018, AGNAMAR S.A. estima alcanzar los USD 50 millones en ventas para el 2018 y posterior un crecimiento del 4%. El costo de ventas alcanzará una participación de 90% sobre las ventas.

Al estresar las proyecciones estimadas por la compañía, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. establece ventas totales por

alrededor USD 46 millones para el 2018 y posterior un crecimiento del 1% hasta el 2023. El costo de ventas representará el 91% de las ventas, los gastos operativos y administrativos crecerán alrededor del 3%.

Con estos antecedentes se proyectó el estado de resultados integrales anual, donde se estima que la compañía registre una utilidad neta por USD 856,59 mil para el 2018 y de USD 621,97 mil para el 2023.

	AGNAMAR S.A.					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	46.604,27	47.070,31	47.541,01	48.016,42	48.496,59	48.981,55
Costo de ventas	42.409,88	42.833,98	43.262,32	43.694,95	44.131,90	44.573,21
Margen bruto	4.194,38	4.236,33	4.278,69	4.321,48	4.364,69	4.408,34
(-) Gastos de operación	-2.117,64	-2.477,64	-2.551,97	-2.628,53	-2.707,38	-2.788,60
(-) Gastos de administración	-501,38	-486,34	-500,93	-515,96	-531,44	-547,38
(-) Otros gastos	-	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	1.575,36	1.272,35	1.225,79	1.176,99	1.125,87	1.072,36
(-) Gastos financieros	-139,81	-222,00	-174,00	-126,00	-78,00	-30,00
Ingresos/gastos no operacionales	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de participación	1.435,55	1.050,35	1.051,79	1.050,99	1.047,87	1.042,36
Participación trabajadores	-215,33	-157,55	-157,77	-157,65	-157,18	-156,35
Utilidad antes de impuestos	1.220,22	892,80	894,02	893,34	890,69	886,00
Gasto por impuesto a la renta	-268,45	-196,42	-196,69	-196,54	-195,95	-194,92
Utilidad antes de reservas	951,77	696,38	697,34	696,81	694,74	691,08
10% Reserva legal	-95,18	-69,64	-69,73	-69,68	-69,47	-69,11
Utilidad neta	856,59	626,74	627,61	627,13	625,27	621,97

Tabla 34: Estado de resultados integrales proyectado (miles USD)

Fuente: Casa de Valores Advfn S.A.; Elaboración: ICRE

El flujo de caja proyectado de forma trimestral evidencia resultados positivos al cierre del cuarto trimestre de 2018 por USD 4,44 millones y por USD 4,17 al cuarto trimestre del 2023.

	AGNAMAR S.A.																				
	2018		2019			2020			2021				2022				2023				
	TRIM IV	TRIMI	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIMI	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIMI	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIMI	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIMI	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Saldo inicial	1.265,88	4.449,98	1.874,02	1.985,11	2.099,20	2.171,31	2.279,76	2.391,21	2.505,66	2.577,65	2.685,90	2.797,15	2.911,39	2.983,46	3.090,92	3.201,39	3.314,86	3.387,19	3.493,28	3.602,37	3.714,46
Ingresos:																					
Ingresos operacionales	11.651,07	11.767,58	11.767,58	11.767,58	11.767,58	11.885,25	11.885,25	11.885,25	11.885,25	12.004,11	12.004,11	12.004,11	12.004,11	12.124,15	12.124,15	12.124,15	12.124,15	12.245,39	12.245,39	12.245,39	12.245,39
Ingresos no operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos totales	11.651,07	11.767,58	11.767,58	11.767,58	11.767,58	11.885,25	11.885,25	11.885,25	11.885,25	12.004,11	12.004,11	12.004,11	12.004,11	12.124,15	12.124,15	12.124,15	12.124,15	12.245,39	12.245,39	12.245,39	12.245,39
Egresos:																					
Gastos operacionales	10.602,47	10.708,50	10.708,50	10.708,50	10.708,50	10.815,58	10.815,58	10.815,58	10.815,58	10.923,74	10.923,74	10.923,74	10.923,74	11.032,97	11.032,97	11.032,97	11.032,97	11.143,30	11.143,30	11.143,30	11.143,30
Gastos no operacionales	870,09	740,99	740,99	740,99	898,55	763,22	763,22	763,22	920,99	786,12	786,12	786,12	943,77	809,70	809,70	809,70	966,89	834,00	834,00	834,00	990,35
Depreciaciones	-309,00	-	-	-	-309,00	-	-	-	-309,00	-	-	-	-309,00	-	-	-	-309,00	-	-	-	-309,00
Propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuestos por pagar	268,45	-	-	-	196,42	-	-	-	196,69	-	-	-	196,54	-	-	-	195,95	-	-	-	-194,92
Egresos totales	11.432,01	11.449,49	11.449,49	11.449,49	11.494,46	11.578,81	11.578,81	11.578,81	11.624,26	11.709,86	11.709,86	11.709,86	11.755,04	11.842,68	11.842,68	11.842,68	11.886,81	11.977,30	11.977,30	11.977,30	11.629,73
Flujo operacional	219,06	318,09	318,09	318,09	273,12	306,45	306,45	306,45	260,99	294,25	294,25	294,25	249,06	281,47	281,47	281,47	237,33	268,09	268,09	268,09	615,65
Obligaciones por pagar																					
Obligaciones financieras vigentes (I)	34,95	60,00	57,00	54,00	51,00	48,00	45,00	42,00	39,00	36,00	33,00	30,00	27,00	24,00	21,00	18,00	15,00	12,00	9,00	6,00	3,00
Obligaciones financieras vigentes (K)	-	2.684,05	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Emisión de obligaciones nuevas	-	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00
Total obligaciones	34,95	2.894,05	207,00	204,00	201,00	198,00	195,00	192,00	189,00	186,00	183,00	180,00	177,00	174,00	171,00	168,00	165,00	162,00	159,00	156,00	153,00
Financiamiento																					
Financiamiento bancario																					
Emisión de obligaciones nuevas	3.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total financiamiento	3.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo financiado	3.184,11	-2.575,96	111,09	114,09	72,12	108,45	111,45	114,45	71,99	108,25	111,25	114,25	72,06	107,47	110,47	113,47	72,33	106,09	109,09	112,09	462,65
Saldo flujo neto	4.449,98	1.874,02	1.985,11	2.099,20	2.171,31	2.279,76	2.391,21	2.505,66	2.577,65	2.685,90	2.797,15	2.911,39	2.983,46	3.090,92	3.201,39	3.314,86	3.387,19	3.493,28	3.602,37	3.714,46	4.177,12

Tabla 35: Flujo de caja proyectado (miles USD)

Fuente: Casa de Valores Advfn S.A.; Elaboración: ICRE

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. da así cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literales b y d, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señalando que la empresa

posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente emisión.

## Definición de Categoría

*SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES AGNAMAR S.A.*

### **CATEGORÍA 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 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de los respectivos contratos.

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

Atentamente,



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

	AGNAMAR S.A.									
	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA									
	(miles USD)									
	2015		2016			2017				
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
<b>ACTIVO</b>	<b>6.970,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>7.735,96</b>	<b>100,00%</b>	<b>10,99%</b>	<b>765,77</b>	<b>7.878,80</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,85%</b>	<b>142,83</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>2.339,91</b>	<b>33,57%</b>	<b>3.414,68</b>	<b>44,14%</b>	<b>45,93%</b>	<b>1.074,77</b>	<b>3.866,54</b>	<b>49,08%</b>	<b>13,23%</b>	<b>451,86</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	361,70	5,19%	670,79	8,67%	85,45%	309,09	189,22	2,40%	-71,79%	(481,57)
Cuentas por cobrar comerciales	331,30	4,75%	1.680,00	21,72%	407,09%	1.348,70	2.646,11	33,59%	57,51%	966,12
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	1.596,40	22,90%	476,46	6,16%	-70,15%	(1.119,94)	2,20	0,03%	-99,54%	(474,26)
Otras cuentas por cobrar	13,510	0,19%	4,35	0,06%	-67,78%	(9,16)	1,20	0,02%	-72,41%	(3,15)
Inventarios	26,49	0,38%	492,36	6,36%	1758,94%	465,87	863,51	10,96%	75,38%	371,15
Gastos pagados por anticipados	10,52	0,15%	46,01	0,59%	337,27%	35,49	58,23	0,74%	26,56%	12,22
Impuestos corrientes	0,00	0,00%	44,72	0,58%	100,00%	44,72	106,07	1,35%	137,21%	61,35
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>4.630,279</b>	<b>66,43%</b>	<b>4.321,28</b>	<b>55,86%</b>	<b>-6,67%</b>	<b>(309,00)</b>	<b>4.012,26</b>	<b>50,92%</b>	<b>-7,15%</b>	<b>(309,02)</b>
Propiedad, planta y equipo	4.630,14	66,43%	4.321,15	55,86%	-6,67%	(309,00)	4.012,15	50,92%	-7,15%	(309,00)
Otros activos	0,14	0,00%	0,14	0,00%	0,00%	-	0,11	0,00%	-18,52%	(0,03)
<b>PASIVO</b>	<b>3.655,41</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.243,81</b>	<b>100,00%</b>	<b>43,45%</b>	<b>1.588,40</b>	<b>5.511,39</b>	<b>100,00%</b>	<b>5,10%</b>	<b>267,58</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>2.077,17</b>	<b>56,82%</b>	<b>4.646,23</b>	<b>88,60%</b>	<b>123,68%</b>	<b>2.569,07</b>	<b>5.315,16</b>	<b>96,44%</b>	<b>14,40%</b>	<b>668,92</b>
Emisión de obligaciones	990,62	27,10%	996,34	19,00%	0,58%	5,72	250,46	4,54%	-74,86%	(745,88)
Cuentas por pagar comerciales	913,53	24,99%	3.585,30	68,37%	292,47%	2.671,77	3.980,16	72,22%	11,01%	394,85
Cuentas por pagar relacionadas	3,82	0,10%	14,22	0,27%	271,81%	10,39	1.071,88	19,45%	7438,92%	1.057,67
Otras cuentas por pagar	58,11	1,59%	18,10	0,35%	-68,85%	(40,01)	2,14	0,04%	-88,17%	(15,96)
Pasivo por impuesto corrientes	30,74	0,84%	13,33	0,25%	-56,63%	(17,41)	7,17	0,13%	-46,18%	(6,16)
Provisiones sociales	80,34	2,20%	18,94	0,36%	-76,43%	(61,40)	3,35	0,06%	-82,33%	(15,59)
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>1.578,25</b>	<b>43,18%</b>	<b>597,58</b>	<b>11,40%</b>	<b>-62,14%</b>	<b>(980,67)</b>	<b>196,24</b>	<b>3,56%</b>	<b>-67,16%</b>	<b>(401,34)</b>
Emisión de obligaciones	1.240,80	33,94%	249,46	4,76%	-79,90%	(991,34)	0,00	0,00%	-100,00%	(249,46)
Cuentas por pagar relacionadas	0,00	0,00%	0,00	0,00%	100,00%	-	85,04	1,54%	100,00%	85,04
Provisiones sociales	337,45	9,23%	348,12	6,64%	3,16%	10,67	111,20	2,02%	-68,06%	(236,92)
<b>PATRIMONIO</b>	<b>3.314,78</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.492,15</b>	<b>100,00%</b>	<b>-24,82%</b>	<b>(822,63)</b>	<b>2.367,40</b>	<b>100,00%</b>	<b>-5,01%</b>	<b>(124,75)</b>
Capital social	645,00	19,46%	645,00	25,88%	0,00%	-	645,00	27,25%	0,00%	-
Reserva legal	272,70	8,23%	281,24	11,29%	3,13%	8,54	281,24	11,88%	0,00%	-
Reserva facultativa	1.264,48	38,15%	1.341,37	53,82%	6,08%	76,89	1.341,37	56,66%	0,00%	-
Aporte a futuras capitalizaciones	913,62	27,56%	213,62	8,57%	-76,62%	(700,00)	3,62	0,15%	-98,31%	(210,00)
Resultados acumulados	133,56	4,03%	170,60	6,85%	27,74%	37,05	210,63	8,90%	23,46%	40,03
Resultado del ejercicio	85,43	2,58%	-159,68	-6,41%	-286,92%	(245,11)	-114,45	-4,83%	-28,32%	45,23
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>6.970,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>7.735,96</b>	<b>100,00%</b>	<b>10,99%</b>	<b>765,77</b>	<b>7.878,80</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,85%</b>	<b>142,83</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor.

Elaboración: ICRE

	AGNAMAR S.A.					
	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA					
	(miles USD)					
	JULIO 2017		JULIO 2018			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
<b>ACTIVO</b>	<b>5.996,51</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.870,39</b>	<b>100,00%</b>	<b>81,28%</b>	<b>4.873,88</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>1.855,48</b>	<b>30,94%</b>	<b>6.692,62</b>	<b>61,57%</b>	<b>260,70%</b>	<b>4.837,14</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	363,70	6,07%	364,24	3,35%	0,15%	0,53
Cuentas por cobrar comerciales	619,79	10,34%	4.084,96	37,58%	559,09%	3.465,17
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	310,24	5,17%	411,20	3,78%	32,54%	100,96
Otras cuentas por cobrar	3,04	0,05%	3,41	0,03%	12,39%	0,38
Inventarios	400,74	6,68%	1.505,63	13,85%	275,72%	1.104,89
Otros activos corrientes	56,22	0,94%	82,62	0,76%	46,97%	26,41
Impuestos corrientes	101,77	1,70%	240,56	2,21%	136,38%	138,79
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>4.141,03</b>	<b>69,06%</b>	<b>4.177,77</b>	<b>38,43%</b>	<b>0,89%</b>	<b>36,74</b>
Propiedad, planta y equipo	4.140,90	69,06%	4.177,66	38,43%	0,89%	36,77
Otros activos no corrientes	0,14	0,00%	0,11	0,00%	-18,52%	-0,03
<b>PASIVO</b>	<b>3.990,51</b>	<b>100,00%</b>	<b>7.533,69</b>	<b>100,00%</b>	<b>88,79%</b>	<b>3.543,17</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>3.381,69</b>	<b>84,74%</b>	<b>6.164,02</b>	<b>81,82%</b>	<b>82,28%</b>	<b>2.782,33</b>
Obligaciones financieras	0,00	0,00%	2.684,05	35,63%	0,00%	2.684,05
Emisión de obligaciones	505,60	12,67%	0,00	0,00%	-100,00%	-505,60
Cuentas por pagar comerciales	2.781,29	69,70%	3.320,61	44,08%	19,39%	539,32
Cuentas por pagar relacionadas	18,57	0,47%	105,67	1,40%	468,90%	87,09
Impuestos por pagar	2,43	0,06%	9,21	0,12%	278,77%	6,78
Provisiones sociales	73,80	1,85%	44,48	0,59%	-39,72%	-29,31
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>608,82</b>	<b>15,26%</b>	<b>1.369,67</b>	<b>18,18%</b>	<b>124,97%</b>	<b>760,85</b>
Emisión de obligaciones	249,46	6,25%	0,00	0,00%	-100,00%	-249,46
Cuentas por pagar relacionadas	0,00	0,00%	1.256,36	16,68%	0,00%	1.256,36
Provisiones sociales	359,36	9,01%	113,31	1,50%	-68,47%	-246,05
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2.006,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.336,71</b>	<b>100,00%</b>	<b>66,34%</b>	<b>1.330,71</b>
Capital social	645,00	32,15%	645,00	19,33%	0,00%	0,00
Reserva legal	281,24	14,02%	281,24	8,43%	0,00%	0,00
Reserva facultativa	1.341,37	66,87%	1.341,37	40,20%	0,00%	0,00
Aporte a futuras capitalizaciones	13,62	0,68%	43,62	1,31%	220,30%	30,00
Resultados acumulados	10,92	0,54%	96,18	2,88%	780,51%	85,26
Resultado del ejercicio	-286,15	-14,26%	929,30	27,85%	-424,76%	1.215,46
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>5.996,51</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.870,39</b>	<b>100,00%</b>	<b>81,28%</b>	<b>4.873,88</b>

Fuente: Estados Financieros no Auditados julio 2017 y julio 2018 entregados por el Emisor.  
Elaboración: ICRE

	AGNAMAR S.A.									
	ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)									
	2015		2016				2017			
Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	
Ventas	21.393,83	100,00%	14.319,16	100,00%	-33,07%	(7.074,68)	15.534,76	100,00%	8,49%	1.215,60
Costo de ventas	19.135,33	89,44%	12.640,05	88,27%	-33,94%	(6.495,28)	13.891,02	89,42%	9,90%	1.250,97
<b>Margen bruto</b>	<b>2.258,51</b>	<b>10,56%</b>	<b>1.679,11</b>	<b>11,73%</b>	<b>-25,65%</b>	<b>(579,39)</b>	<b>1.643,74</b>	<b>10,58%</b>	<b>-2,11%</b>	<b>(35,37)</b>
(-) Gastos de operación	(1.263,42)	-5,91%	(1.327,60)	-9,27%	5,08%	(64,18)	(1.297,49)	-8,35%	-2,27%	30,11
<b>Utilidad operativa</b>	<b>995,08</b>	<b>4,65%</b>	<b>351,51</b>	<b>2,45%</b>	<b>-64,68%</b>	<b>(643,57)</b>	<b>346,25</b>	<b>2,23%</b>	<b>-1,50%</b>	<b>(5,26)</b>
(-) Gastos financieros	(653,81)	-3,06%	(351,04)	-2,45%	-46,31%	302,77	(357,48)	-2,30%	1,83%	(6,43)
Ingresos (gastos) no operacionales	129,05	0,60%	1,43	0,01%	-98,89%	(127,63)	-	0,00%	-100,00%	(1,43)
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>470,33</b>	<b>2,20%</b>	<b>1,89</b>	<b>0,01%</b>	<b>-99,60%</b>	<b>(468,43)</b>	<b>(11,23)</b>	<b>-0,07%</b>	<b>-692,45%</b>	<b>(13,12)</b>
Participación trabajadores	(70,55)	-0,33%	(0,29)	0,00%	-99,60%	70,26	-	0,00%	-100,00%	0,29
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>399,78</b>	<b>1,87%</b>	<b>1,61</b>	<b>0,01%</b>	<b>-99,60%</b>	<b>(398,17)</b>	<b>(11,23)</b>	<b>-0,07%</b>	<b>-797,33%</b>	<b>(12,84)</b>
Gasto por impuesto a la renta	(314,35)	-1,47%	(161,29)	-1,13%	-48,69%	153,06	(103,22)	-0,66%	-36,00%	58,07
<b>Utilidad neta</b>	<b>85,43</b>	<b>0,40%</b>	<b>(159,68)</b>	<b>-1,12%</b>	<b>-286,92%</b>	<b>(245,11)</b>	<b>(114,45)</b>	<b>-0,74%</b>	<b>-28,32%</b>	<b>45,23</b>
Otros resultados integrales	133,56	0,62%	76,89	0,54%	-42,43%	(56,66)	199,71	1,29%	159,71%	122,81
<b>Resultado integral del año, neto de impuesto a la renta</b>	<b>218,98</b>	<b>1,02%</b>	<b>(82,79)</b>	<b>-0,58%</b>	<b>-137,80%</b>	<b>(301,77)</b>	<b>85,25</b>	<b>0,55%</b>	<b>-202,98%</b>	<b>168,04</b>
Depreciación	309,00	1,44%	309,00	2,16%	0,00%	-	309,00	1,99%	0,00%	-
<b>EBITDA anualizado</b>	<b>1.304,08</b>	<b>6,10%</b>	<b>660,51</b>	<b>4,61%</b>	<b>-49,35%</b>	<b>(643,57)</b>	<b>655,25</b>	<b>4,22%</b>	<b>-0,80%</b>	<b>(5,26)</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor.  
Elaboración: ICRE

	AGNAMAR S.A.					
	ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES					
	(miles USD)					
	JULIO 2017		JULIO 2018			Variación en monto
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	
Ventas	4.205,46	100,00%	27.179,99	100,00%	546,30%	22.974,54
Costo de ventas	3.738,59	88,90%	24.975,72	91,89%	568,05%	21.237,13
<b>Margen bruto</b>	<b>466,87</b>	<b>11,10%</b>	<b>2.204,27</b>	<b>8,11%</b>	<b>372,14%</b>	<b>1.737,40</b>
(-) Gastos de administración	(206,71)	-4,92%	(269,55)	-0,99%	30,40%	(62,84)
(-) Gastos de operación	(389,81)	-9,27%	(913,46)	-3,36%	134,33%	(523,64)
(-) Otros gastos		0,00%		0,00%	0,00%	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>(129,65)</b>	<b>-3,08%</b>	<b>1.021,27</b>	<b>3,76%</b>	<b>-887,71%</b>	<b>1.150,92</b>
(-) Gastos financieros	(193,43)	-4,60%	(99,66)	-0,37%	-48,48%	93,77
Ingresos (gastos) no operacionales	36,93	0,88%	7,70	0,03%	-79,16%	(29,23)
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>(286,15)</b>	<b>-6,80%</b>	<b>929,30</b>	<b>3,42%</b>	<b>-424,76%</b>	<b>1.215,46</b>
Participación trabajadores		0,00%		0,00%	0,00%	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>(286,15)</b>	<b>-6,80%</b>	<b>929,30</b>	<b>3,42%</b>	<b>-424,76%</b>	<b>1.215,46</b>
Gasto por impuesto a la renta		0,00%		0,00%	0,00%	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>(286,15)</b>	<b>-6,80%</b>	<b>929,30</b>	<b>3,42%</b>	<b>-424,76%</b>	<b>1.215,46</b>
Depreciación y amortización		0,00%		0,00%	0,00%	-
<b>EBITDA</b>	<b>(129,65)</b>	<b>-3,08%</b>	<b>1.021,27</b>	<b>3,76%</b>	<b>-887,71%</b>	<b>1150,92</b>

Fuente: Estados Financieros no Auditados julio 2017 y julio 2018 entregados por el Emisor.  
Elaboración: ICRE

<b>AGNAMAR S.A.</b>				
<b>PRINCIPALES CUENTAS</b>				
(miles USD)				
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>JULIO 2018</b>
Activo	6.970,19	7.735,96	7.878,80	10.870,39
Pasivo	3.655,41	5.243,81	5.511,39	7.533,69
Patrimonio	3.314,78	2.492,15	2.367,40	3.336,71
Utilidad neta	85,43	(159,68)	(114,45)	929,30
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>JULIO 2018</b>
Activo	<b>6.970,19</b>	<b>7.735,96</b>	<b>7.878,80</b>	<b>10.870,39</b>
Activo corriente	2.339,91	3.414,68	3.866,54	6.692,62
Activo no corriente	4.630,28	4.321,28	4.012,26	4.177,77
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>JULIO 2018</b>
Pasivo	<b>3.655,41</b>	<b>5.243,81</b>	<b>5.511,39</b>	<b>7.533,69</b>
Pasivo corriente	2.077,17	4.646,23	5.315,16	6.164,02
Pasivo no corriente	1.578,25	597,58	196,24	1.369,67
<b>CUENTAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>JULIO 2018</b>
<b>Patrimonio</b>	3.314,78	2.492,15	2.367,40	3.336,71
Capital social	645,00	645,00	645,00	645,00
Reserva legal	272,70	281,24	281,24	281,24
Reserva facultativa	1.264,48	1.341,37	1.341,37	1.341,37
Reserva de capital	-	-	-	-
Aporte a futuras capitalizaciones	913,62	213,62	3,62	43,62
Adopción por primera vez NIFF	-	-	-	-
Resultados acumulados	133,56	170,60	210,63	96,18
Resultado del ejercicio	85,43	(159,68)	(114,45)	929,30

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor. Estados Financieros no Auditados julio 2017 y julio 2018 entregados por el Emisor.

Elaboración: ICRE

<b>AGNAMAR S.A.</b>					
<b>ÍNDICES</b>					
(miles USD)					
Cierre	2015	2016	JULIO 2017	2017	JULIO 2018
Meses	12	12	7	12	7
<b>MARGENES</b>					
Costo de Ventas / Ventas	89,44%	88,27%	88,90%	89,42%	91,89%
Margen Bruto/Ventas	10,56%	11,73%	11,10%	10,58%	8,11%
Util. antes de part. e imp./ Ventas	2,20%	0,01%	-6,80%	-0,07%	3,42%
Utilidad Operativa / Ventas	4,65%	2,45%	-3,08%	2,23%	3,76%
Utilidad Neta / Ventas	0,40%	-1,12%	-6,80%	-0,74%	3,42%
<b>FINANCIAMIENTO OPERATIVO</b>					
EBITDA/ Ventas	6,10%	4,61%	-3,08%	4,22%	3,76%
EBITDA/ Gastos financieros	199,46%	188,16%	-67,03%	183,30%	1024,73%
EBITDA/ Deuda financiera CP	131,64%	66,29%	-43,96%	261,62%	65,23%
EBITDA/ Deuda financiera LP	105,10%	264,78%	-89,10%	0,00%	0,00%
<b>SOLVENCIA</b>					
Activo total/Pasivo total	190,68%	147,53%	150,27%	142,95%	144,29%
Pasivo total / Activo total	52,44%	67,78%	66,55%	69,95%	69,30%
Pasivo corriente / Pasivo total	56,82%	88,60%	84,74%	96,44%	81,82%
Deuda con costo / Pasivo total	61,04%	23,76%	18,92%	4,54%	35,63%
Apalancamiento financiero	67,32%	49,99%	37,64%	10,58%	80,44%
Apalancamiento operativo	226,97%	477,69%	-360,10%	474,73%	215,84%
Apalancamiento total	110,28%	210,41%	198,93%	232,80%	225,78%
<b>RENTABILIDAD/ ENDEUDAMIENTO</b>					
ROA	1,23%	-2,06%	-8,18%	-1,45%	14,66%
ROE	2,6%	-6,4%	-24,5%	-4,8%	47,7%
Índice de endeudamiento	0,52	0,68	0,67	0,70	0,69
<b>EFICIENCIA</b>					
Días de inventario	0	14	23	22	13
Rotación de la cartera	11,02	6,63	7,73	5,86	10,36
<b>LIQUIDEZ</b>					
Capital de trabajo	263	-1.232	-1.526	-1.449	529
Días de cartera	33	54	47	61	35
Días de pago	16	91	140	119	36
Prueba ácida	1,11	0,63	0,43	0,56	0,84
Índice de liquidez anual	1,13	0,73	0,55	0,73	1,09
Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 , 2016 y 2017 del Emisor. Estados Financieros no Auditados julio 2017 y julio 2018 entregados por el Emisor.					
Elaboración: ICRE					