ANEXO 3

GLOBALRATINGS
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

CALIFICACIÓN PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA

Corporativos
29 de junio de 2020

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

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

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Papel Comercial de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA en comité No.188-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de junio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha abril de 2020. (Aprobada por la Junta General de Accionistas el 13 de mayo de 2020 por un monto de hasta USD 25.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región, y la industria de acero se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la paralización económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se posiciona como líder en la producción y comercialización de productos largos, y como un importante actor en el desarrollo de la industria siderúrgica a nivel nacional, con participaciones de mercado que oscilan entre 28% y 50% para los diversos productos que comercializa.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es pionera en el reciclaje y fabricación de acero y cuenta con casi 60 años de experiencia y trayectoria. Sus operaciones se realizan bajo estrictas normas técnicas y de seguridad, acompañadas de un eficiente programa integral en protección ambiental.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, y que está conformado por el Presidente del Directorio, seis Directores Principales, un Director Alterno y un Secretario Corporativo. El Directorio se reúne cada dos meses para establecer políticas y procesos que permitan ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la compañía, así como otras disposiciones que garanticen la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas.
- ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con más de 280 proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración y garantiza el aprovisionamiento oportuno de materia prima. La compañía creó la iniciativa "Club de Recicladores", con el objetivo de formalizar y fidelizar a los proveedores de chatarra y generar una red de recolección a nivel nacional.
- Entre 2017 y 2018 la compañía culminó el montaje y activación de la segunda planta de producción con tecnología de vanguardia, ubicada en el cantón Milagro, provincia del Guayas, que le permitió incrementar su capacidad productiva, diversificar su producción y reducir el volumen de importaciones. El proyecto constituyó la inversión privada más grande en el país, financiada mediante recursos del Banco Interamericano de Desarrollo.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se encuentra inmersa en un programa de optimización integral, para incrementar la eficiencia en todos los niveles de la organización, tanto operativos como administrativos.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece adicionalmente un límite de endeudamiento que restringe la relación entre el pasivo financiero y el patrimonio a un máximo de 3 veces.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA provienen de la venta de productos metálicos, laminados y trefilados de elaboración propia, así como de la comercialización de cemento de la marca Selvalegre, lo que le permite tener un portafolio de ventas diversificado y que atiende a diversas necesidades y sectores de la economía. Entre 2017 y 2019, los ingresos mantuvieron una tendencia creciente en función del incremento en la capacidad productiva de la compañía. El montaje de la segunda planta de producción en Milagro en 2017 permitió consolidar los procesos de fundición y laminación, lo que dio paso a la producción de una mayor variedad de productos destinados a diversos

grupos de clientes en varias industrias. Tras la declaratoria del estado de emergencia a nivel nacional y la consecuente paralización económica, las ventas de la compañía se detuvieron, evidenciando una caída de 44% entre abril de 2019 y abril de 2020. El costo de ventas presentó un comportamiento coherente con la evolución de las ventas, y corresponde en su mayoría a la materia prima adquirida localmente mediante la red de recicladores, así como a una porción importada de Centro América y Estados Unidos. El incremento en los precios de la materia prima durante el periodo analizado impulsó al alza la participación del costo de ventas sobre los ingresos, pero para abril de 2020 la participación del costo de ventas fue similar a la de abril de 2019, lo que le permitió mantener el margen bruto en niveles estables a pesar de la caída en la actividad. A partir de 2018, la compañía ha trabajado junto a una empresa alemana para la asesoría en procesos productivos y la mejora en los niveles de eficiencia, lo que le ha permitido disminuir los gastos operativos durante el periodo analizado. La compañía maneja un esquema de remuneración variable en todos sus niveles operativos, lo cual le permitió reducir los gastos durante el periodo de inactividad en los meses de marzo y abril. La evolución del EBITDA resalta la capacidad de la compañía de generar recursos a partir de las operaciones ordinarias. La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa.

La evolución del Estado de Situación Financiera responde fundamentalmente a la inversión en la nueva planta de producción, que empezó a operar a partir de mediados de 2017, y que fue financiada mediante un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo a un plazo de 10 años, impulsando al alza el pasivo bancario de largo plazo. La segunda etapa de la planta de producción inició sus actividades con un retraso frente al periodo estimado, lo que ocasionó un exceso de inventarios al cierre de 2018. Consecuentemente, la compañía trabaja en disminuir los niveles de inventario, evidenciando una caída para 2019 y para abril de 2020, con el objetivo de incrementar los niveles de eficiencia en los procesos de almacenamiento. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA ha fondeado sus operaciones mediante recursos propios y recursos de terceros de manera equitativa, con una participación promedio de 55% del pasivo sobre el activo total. El pasivo financiero se concentró fundamentalmente en operaciones bancarias de largo plazo, mientras que el capital social y los resultados acumulados de ejercicios anteriores financiaron más del 40% del activo total.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado			Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	247.923	285.145	315.669	284.367	191.180	229.416	238.593	97.339	54.805
Utilidad operativa	33.419	21.501	16.903	20.597	12.376	21.278	22.129	5.522	1.724
Utilidad neta	16.496	9.780	3.597	5.791	785	8.672	9.489	725	(2.268)
EBITDA	47.409	36.326	35.274	40.873	27.847	39.742	40.788	12.462	5.713
Deuda Neta	120.907	152.105	187.931	162.384	124.221	97.136	87.193	188.527	157.762
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	46.304	7.370	(16.768)	34.252	40.641	34.096	24.579	1.941	4.184
Necesidad Operativa de Fondos	75.060	95.606	138.060	127.874	109.196	108.991	115.422	147.035	123.219
Servicio de Deuda (SD)	9.982	19.663	83.730	59.428	53.008	48.557	41.671	77.894	56.221
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,75	1,85	0,42	0,69	0,53	0,82	0,98	0,16	0,10
Capital de Trabajo	81.513	92.744	71.479	80.322	66.986	65.574	77.169	88.984	86.930
ROE	9,47%	5,27%	1,90%	2,97%	0,40%	4,24%	4,54%	1,15%	-3,53%
Apalancamiento	1,28	1,32	1,38	1,17	0,94	0,74	0,68	1,50	1,16

Tabla 1: Resultados e indicadores.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Los ingresos de la compañía se detuvieron durante los meses de marzo y abril, con una reactivación a partir del mes de mayo, que se mantiene por debajo de los niveles presupuestados. La compañía estima que los niveles de ventas se recuperarán gradualmente durante el segundo semestre del año, alcanzando entre los meses de octubre y diciembre un 85% del monto presupuestado inicialmente. Consecuentemente, se estima una disminución en las ventas de 2020, con una recuperación significativa a partir de 2021 en función del incremento en la capacidad productiva y en los niveles de eficiencia en los procesos de producción, así como de la recuperación en la economía y en el sector de la construcción. El avance en la curva de aprendizaje de la tecnología implementada en la planta de Milagro, la implementación del programa de optimización de procesos y la estrategia de desapalancamiento del balance permitirán reducir los costos, gastos operativos y gastos financieros, generando perspectivas de resultados crecientes durante el periodo de vigencia de la Emisión.

La evolución del activo durante el periodo de vigencia de la Emisión estará determinada por la gestión de los niveles de inventario, que se proyectan a la baja al cierre de 2020, en función de la estrategia implementada por la compañía. Los niveles de deuda neta presentarán un comportamiento decreciente, en función de la amortización de las obligaciones bancarias de largo plazo y de una menor necesidad operativa de fondos. Si se considera la colocación total de la Primera Emisión de Papel Comercial, esta podría reemplazar a las obligaciones bancarias de corto plazo, diversificando la estructura de financiamiento. No obstante, las proyecciones evidencian que la compañía cuenta con una óptima capacidad de generación de flujo mediante recursos operativos y de financiamiento externo, aún sin considerar la colocación completa del Papel Comercial. En cuanto al patrimonio, se estima que este se verá fortalecido por las utilidades generadas entre 2020 y 2022, disminuyendo los niveles de apalancamiento e incrementando su participación dentro de la estructura de financiamiento de la compañía.

FACTORES ADICIONALES

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

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos 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. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado estrategias operativas y de financiamiento para cuidar los niveles de liquidez.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados y los gastos de operación. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo.
- Elevada correlación de la actividad con el sector de la construcción, que afronta periodos de recuperación y recesión en función del ciclo económico. Para mitigar este riesgo, la compañía ha desarrollado productos más innovadores, con mayor valor agregado, que le permiten llegar a un segmento de mercado más amplio.
- Fluctuaciones en el precio de la materia prima en el mercado internacional, que puede elevar los costos de producción y reducir el margen bruto. Las condiciones actuales del mercado suponen shocks tanto de oferta como de demanda, lo que ha permitido mantener la estabilidad en el precio.
- 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 continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. establece que los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Se identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos, con la compañía aseguradora ZURICH DEL ECUADOR S.A., que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.
- El aprovisionamiento inoportuno de chatarra puede generar problemas en la continuidad de la operación de la compañía, considerando que es la materia prima base de todos sus procesos. Para mitigar este riesgo, la compañía ha consolidado y formalizado una red de distribuidores a nivel nacional, y cuenta con proveedores en el exterior, que le permiten disponer de materia prima en menor o mayor cantidad, dependiendo del momento y las condiciones de demanda.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar 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 y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Los inventarios pueden sufrir pérdidas durante el periodo de transporte, lo cual podría generar pérdidas para la compañía considerando que representan el 25,26% de los activos totales. La empresa mitiga este riesgo mediante la optimización en la gestión de inventarios. Asimismo, la compañía mantiene pólizas de seguro de transporte con la compañía aseguradora ZURICH DEL ECUADOR S.A., lo cual disminuye el riesgo de pérdidas.

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

- Se debe indicar que las cuentas por cobrar relacionadas que mantiene ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA representan aproximadamente el 0,5% del activo total y el 1,8% de los activos que respaldan la Emisión, por lo cual no representan un riesgo significativo para los flujos de la compañía.

INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL				
Características	MONTO USD 25.000.000,00	PLAZO 720 días	TASA FIJA ANUAL Cero cupón	PAGO DE CAPITAL Al vencimiento
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.			
Destino de los recursos	Los recursos de la presente emisión se destinarán en 100% para capital de trabajo (pago a proveedores de bienes y servicios para la producción, la distribución y la comercialización de productos terminados).			
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV			
Representantes de obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.			
Resguardos	▪ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.			
Compromisos adicionales	▪ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial se compromete a mantener adicionalmente un límite de endeudamiento de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil.			
Limitaciones de endeudamiento	▪ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento financiero de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil.			

Tabla 2: Resumen instrumento.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

213

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. Se estima que todos los países, con excepción de China, percibirán disrupciones en su actividad económica durante el segundo trimestre de 2020. En un escenario base, el Fondo Monetario Internacional estima un decrecimiento de la economía mundial de -3% en 2020[1]. Este pronóstico es 6 puntos porcentuales inferior a las previsiones presentadas en enero[2]. Se espera una recuperación parcial para 2021, con un crecimiento mundial de 5,8%.

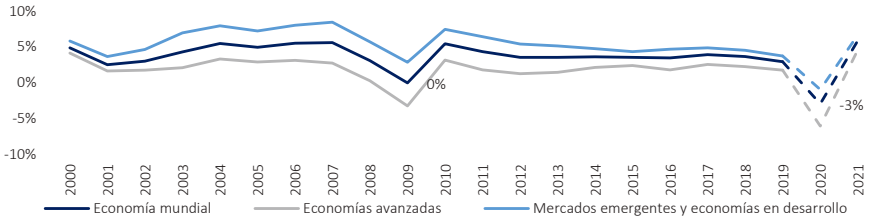

Gráfico 1: Variación anual porcentual del PIB real.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. **Elaboración:** GlobalRatings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas entre las economías en desarrollo durante 2020, con una caída estimada de 5,2%[1]. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo[3]. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, alcanzando un crecimiento de 0,1% al cierre de 2019. Se espera una caída en la economía de la región debido a la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities[4]. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión. Para 2016 se acentuó el comportamiento decreciente producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva[5]. La economía ecuatoriana se recuperó en 2,37% en 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía creció en 0,05%, afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento[6].

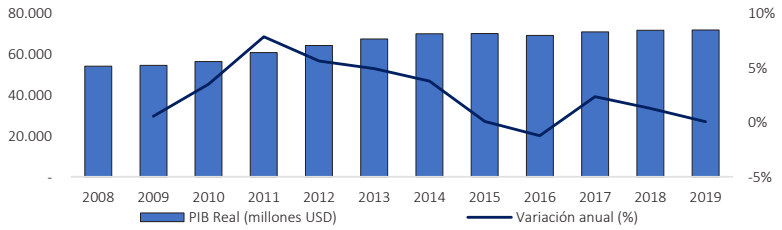

Gráfico 2: Evolución PIB Real en Ecuador.
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

[1]Fondo Monetario Internacional (2020, abril). World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown. Washington D.C.
[2] Fondo Monetario Internacional. (2020, enero). Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington D.C.
[3] Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales.*
[4] Banco Central del Ecuador. (2020, marzo). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 110.
[5] Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador.
[6] El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez.* https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html

Previo a la pandemia, organismos multilaterales proyectaban un crecimiento de 0,2% en la economía del país para 2020. Actualmente, el Banco Mundial estima una contracción de 6,0%[7] para 2020 y el FMI prevé una caída de 6,3% en la economía nacional[1]. El Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y México (-6,6%). Se espera una recuperación económica a partir de 2021, con un crecimiento de 3,86% según el FMI[1], y de 3,20% según el Banco Mundial[7], Este último estima un crecimiento de 1,5% para 2022.

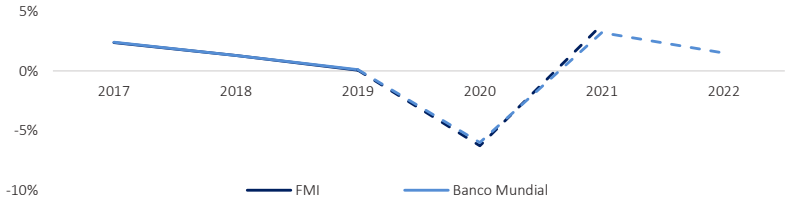

Gráfico 3: Previsiones de crecimiento para el Ecuador.
Fuente: FMI y Banco Mundial; **Elaboración:** GlobalRatings

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, los desacuerdos entre los miembros de la OPEP+ acerca de los niveles de producción, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en números negativos durante el mes de abril[8]. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 33 por barril.

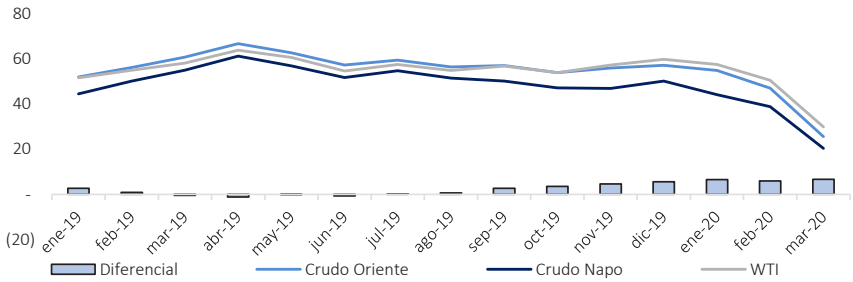

Gráfico 4: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Para marzo de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano fue de USD 23,17 por barril, el cual supone una disminución de 48,05% con respecto al mes de febrero[9]. Desde agosto de 2019, el diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente, y alcanzó los USD 6,72 para marzo de 2020[9]. La recuperación de los precios del petróleo es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril[10].

215

Las exportaciones petroleras entre enero y marzo de 2020 cayeron en 24,9% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional[11], obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, con

[7] Banco Mundial. (2020, abril). Semiannual Report of the Latin America and Caribbean Region: The Economy in the Time of Covid-19.
[8] BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339
[9] Banco Central del Ecuador. (2020, abril). *Información Estadística Mensual No. 2018 – Abril 2020.*
[10] El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción. https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica*
[11] El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html*

lo cual se prevé una exportación de 4 millones de barriles hasta fin de mes. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones[12].

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, y a partir del 2013 estos se profundizaron y pasaron a representar más del 4% del PIB, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente[13], que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, alcanzando USD 3.332 millones, equivalentes al 3% del PIB. En 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real[14]) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, generó un déficit de USD 4.043 millones, equivalente al 4% del PIB anual, lo que supone un incremento de 20% con respecto a 2018.

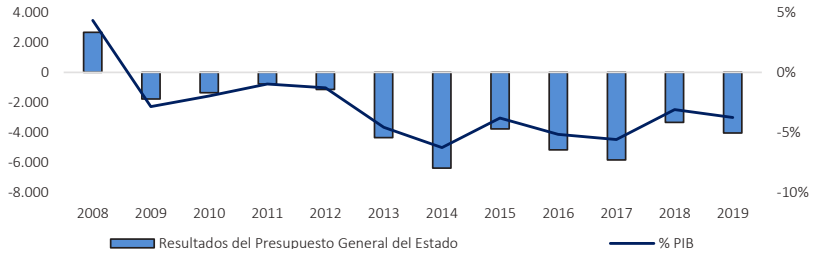

Gráfico 5: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** GlobalRatings

Entre enero y abril de 2020, la recaudación tributaria fue de USD 4.829 millones[15]. En abril de 2020 la recaudación se contrajo en 35% con respecto a abril de 2019, debido a la paralización económica que contrajo los niveles de ventas a nivel nacional, así como por el diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. En este sentido, la recaudación del IVA se redujo en 38% con respecto a abril de 2019 y la recaudación del impuesto a la renta se contrajo en 33% durante el mismo periodo. La paralización en la actividad económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, determinada por la duración de las medidas restrictivas. El Ministerio de Finanzas estima una caída en los ingresos tributarios por USD 1.862 millones durante 2020 que, junto con la baja en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una contracción de USD 7.036 millones en los ingresos[16]. De esta manera, se estima un déficit de más de USD 8.600 millones al término de 2020[17].

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública durante los últimos años, la cual se duplicó entre 2008 y 2018, superando el límite máximo de 40% del PIB permitido por ley. En 2019 la deuda pública ascendió a USD 57.336 millones, monto que supone un alza de aproximadamente 5% durante el último año, y que representó el 53% del PIB[18]. Durante 2019 se emitieron USD 4.525 millones en bonos[19]. Esto, y el financiamiento multilateral, impulsaron al alza la deuda externa, que incrementó en USD 5.797 millones frente a 2018.

En marzo de 2020 la deuda pública alcanzó USD 58.031 millones y representó el 52,9% del PIB. De este monto, USD 41.097 millones fueron deuda externa con Organismos Internacionales, Gobiernos, Bancos y

[12] Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/
[13] El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado
[14] Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*
[15] Servicio de Rentas Internas. *Recaudación Nacional Enero – Abril 2020.*
[16] El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de $7000 millones de ingresos.* https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones
[17] El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009
[18] Ministerio de Finanzas. Boletín de Deuda Pública Diciembre 2019.
[19] Primicias. (2020, febrero). *La deuda pública de Ecuador subió 4,9% en el último año.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/deuda-publica-ecuador-crece/

Bonos, mientras que USD 16.934 millones fueron deuda interna por Títulos y Certificados, así como con entidades públicas como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco del Estado[20].

En 2019, el FMI firmó un acuerdo por USD 4.200 millones para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). La tasa promedio otorgada fue del 3%, y el plazo de 10 años. A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB a 40%. Consecuentemente, el Gobierno empezó un ajuste a la nómina del sector público, lo que le permitió reducir el gasto en este rubro en USD 154 millones en 2019. En mayo de 2020 se anunció la reducción de la jornada laboral en el sector público equivalente a una disminución de USD 980 millones en la masa salarial. Adicionalmente, en junio 2019 el Ministerio de Finanzas recompró el 78% de los bonos Global 2020 por un monto de USD 1.175 millones, con el objetivo de reducir el stock de deuda. Para esto, se colocaron USD 1.125 millones a un plazo de 10 años[21]. Con respecto a la optimización y focalización de subsidios, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios máximos y mínimos, atada al comportamiento de los precios internacionales.

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020[22]. Asimismo, le permitió al gobierno gestionar recursos provenientes de organismos multilaterales, que hasta mayo de 2020 totalizaron cerca de USD 1.500 millones.

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente. El 9 de marzo, tras el desplome en el precio del petróleo, el riesgo país se disparó, y totalizó los 2.792 puntos con un incremento diario de 41%. El 23 de marzo la percepción de riesgo del país se deterioró aún más, tras el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria[23]. Con esto, el riesgo país incrementó en 66%, y alcanzó los 6.063 puntos. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 4.159 puntos, cifra que representa un incremento de 3.333 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 26.000 puntos.

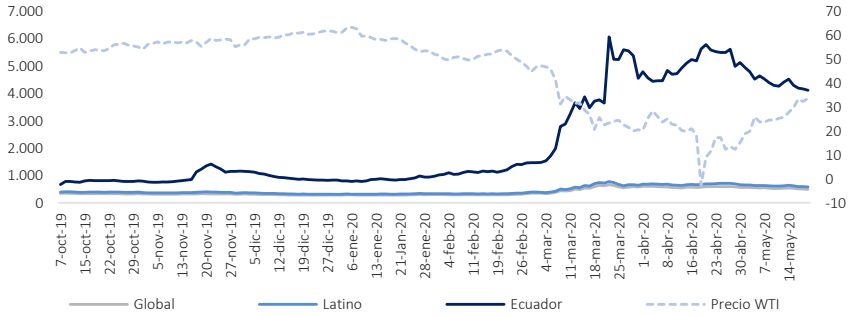

Gráfico 6: Evolución Riesgo País (EMBI).
Fuente: JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** GlobalRatings

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20

[20] Ministerio de Finanzas. Boletín de Deuda Pública Marzo 2020.
[21] El Universo. (2019, junio). *Ecuador concreta recompra de 78% de bonos 2020 por USD 1.175 millones.* https://www.eluniverso.com/noticias/2019/06/17/nota/7381863/ecuador-recompro-hoy-1175-millones-bonos-2020
[22] El Comercio. (2020, abril). Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia. https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s
[23] El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html

de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente[24].

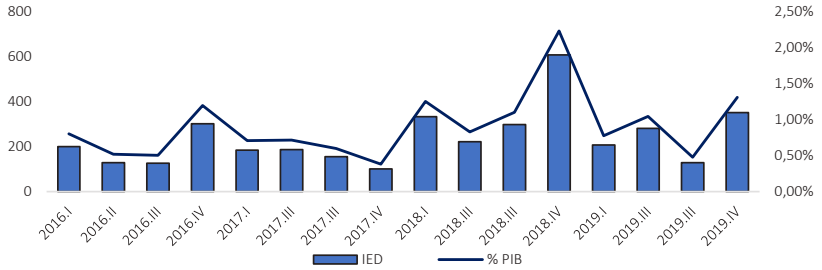

Gráfico 7: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34%, totalizando USD 966,15 millones, monto que representó el 1% del PIB. El 43,61% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras. Los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,1%, 10,3%, 10,2% y 9,5% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones. Por su parte, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018[25].

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

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

Las medidas de confinamiento deterioran el capital empresarial y el nivel de empleo. La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial. En América Latina y el Caribe la informalidad es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo formal en la región[3]. Además, el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en los niveles de empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

En Ecuador, el 3,84% de la población económicamente activa estuvo desempleada en diciembre de 2019 y el desempleo urbano se situó en el 4,95%. El empleo adecuado disminuyó significativamente a partir del 2015, al pasar de 47% a 39%, mientras que el subempleo, que mide la proporción de la población que percibe ingresos inferiores al salario mínimo y/o trabaja menos de la jornada normal, ascendió a 18% en 2019 y el otro empleo no pleno fue de 28%[26]. Estas personas son quienes trabajan en la informalidad, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y marzo de 2020, 20.430 afiliados solicitaron el beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, número que representa el 80% de las solicitudes recibidas en 2019[27]. Asimismo, durante la emergencia han existido más de 153 mil desvinculaciones a la seguridad social. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

218

Por otro lado, las condiciones actuales tendrán un efecto directo sobre los niveles de precios, con una variación considerable entre países. Por un lado, las disrupciones en las cadenas de suministro y la escasez de productos podrían ejercer una presión alcista sobre los precios, y por otro, el confinamiento y el debilitamiento de la demanda interna podrían generar una caída drástica en los niveles de inflación1. Las

[24] Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020
[25] Banco Central del Ecuador. (marzo 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 70.*
[26] Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.*
[27] El Comercio. (2020, abril). *20 430 afiliados pidieron el seguro de desempleo al IESS el primer trimestre.* https://www.elcomercio.com/actualidad/afiliados-seguro-desempleo-iess-covid19.html

perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 20211, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

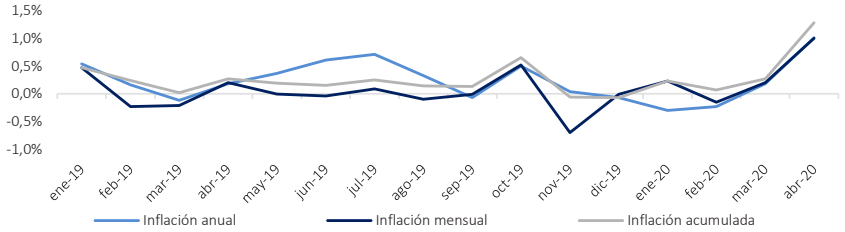

Gráfico 8: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.
Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

Al cierre de 2019, la tasa de inflación anual en Ecuador fue de -0,07%. Esto refleja el deterioro en la calidad del trabajo y en el empleo adecuado, que resultan en una menor demanda de bienes y servicios. En abril de 2020 la interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios, alcanzando una inflación mensual de 1% y una inflación anual de 1,01%. Los rubros que impulsaron al alza el índice de precios fueron principalmente los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud, coherente con la condición socioeconómica actual, que impulsó la demanda de productos básicos.[28] El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021[1]. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021[29].

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

Debido a la creciente aversión al riesgo y a la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, los principales índices bursátiles se desplomaron a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y la reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, pero no han logrado recuperarse a los niveles previos a la pandemia. Los efectos de la crisis también se evidencian en la volatilidad de las monedas. Según el FMI, las monedas de los países exportadores de commodities que manejan tipos de cambio flexibles se han depreciado significativamente desde inicios de año, mientras que el dólar estadounidense, el yen y el euro se han apreciado en términos reales[1].

En el Ecuador, la posición de liquidez previa a la crisis del covid-19 era sólida. Al cierre de marzo de 2020 la oferta monetaria (M1), fue de USD 26.319 millones, monto que representa un incremento mensual de 0,7%, y una mejora anual de 5,29%. Por su parte, la liquidez total (M2) del sistema financiero fue de USD 57.896 millones para marzo de 2020, monto 0,5% inferior al del mes de febrero de 2020, y que constituye un incremento anual de 7,72%[9]. La contracción en la liquidez total de la economía a partir de marzo es respuesta a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado. No obstante, se evidencia un cambio en la estructura en función de la preferencia por liquidez inmediata, y de menores saldos en las otras sociedades de depósito.

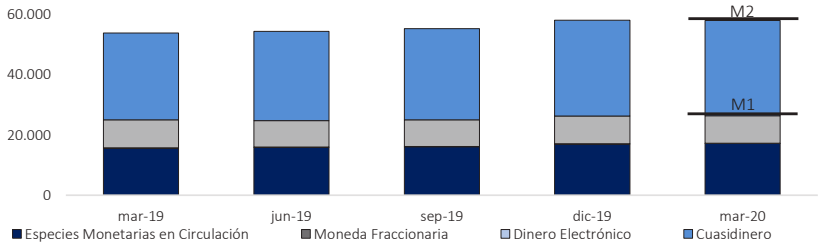

Gráfico 9: Oferta Monetaria (M1) y Liquidez Total (M2).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

[28] Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, abril). *Índice de Precios al Consumidor, Abril 2020.*
[29] Banco Mundial. (2020, abril). Semiannual Report of the Latin America and Caribbean Region: The Economy in the Time of Covid-19.

Para marzo de 2020, el sistema financiero nacional totalizó USD 31.578 millones de captaciones a plazo, monto que supone un aumento anual de 9,83%, pero una disminución de USD 473 millones con respecto a las captaciones registradas en febrero de 2020. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 57,76% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, que representaron el 36,45% de las captaciones a plazo. El 64,14% de las captaciones a plazo se concentró en bancos privados, y el 30,75% se concentró en cooperativas. Los depósitos a la vista totalizaron USD 11.558, monto que supone una caída mensual de 6,70% y anual de 4,37%. La contracción mensual en las captaciones del sistema financiero totalizó USD 1.304 millones y responde a la paralización económica a nivel nacional.

Para marzo de 2020 el crédito del sistema financiero al sector privado totalizó USD 44.745 millones, monto USD 129 millones inferior al del mes de febrero de 2020, pero que representa un crecimiento anual de 10%[9]. La disminución en las captaciones se tradujo en un menor crédito otorgado, y, por lo tanto, en una menor cartera por vencer y una mayor cartera vencida. Debido a la paralización económica a partir del mes de marzo, las empresas han recurrido a endeudamiento de corto plazo para financiar el capital de trabajo. Del crédito total otorgado, el 36% se destinó al sector productivo y el 64% fue para actividades de consumo de los hogares. La morosidad de la banca privada para abril de 2020 incrementó en 0,63 puntos porcentuales con respecto a marzo.

El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia[30]. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

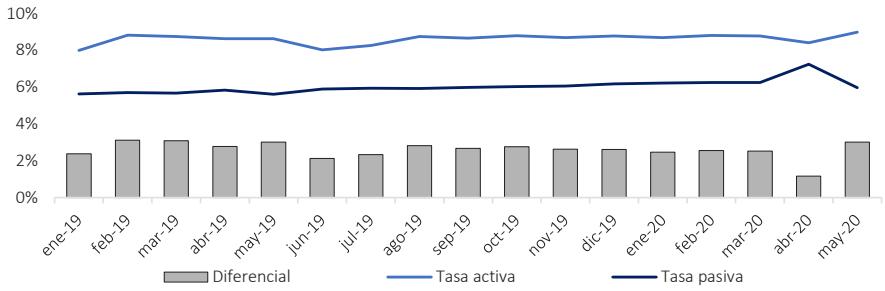

Gráfico 10: Evolución de tasas de interés referenciales en Ecuador.
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Entre abril y mayo de 2020, la tasa de interés activa referencial incrementó de 8,40% a 8,98%, mientras que la tasa de interés pasiva se contrajo de 7,24% a 5,97%. Consecuentemente, el diferencial de tasas de interés mejoró entre abril y mayo de 2020, al pasar de 116 puntos base a 301 puntos base[9].

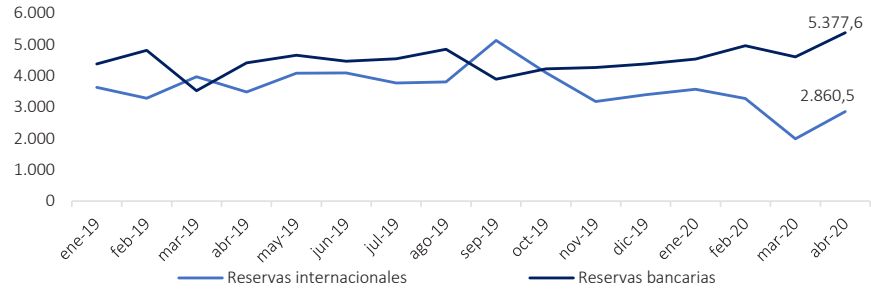

Gráfico 11: Reservas internacionales y Reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

220

[30] El Comercio. (2020, marzo). *¿Qué hacer frente a las deudas con bancos y tarjetas de crédito este fin de mes?* https://www.elcomercio.com/actualidad/deudas-bancos-tarjetas-cuarentena-ecuador.html

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron en USD 1.290 millones producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno. Para abril de 2020 las reservas internacionales alcanzaron los USD 2.861 millones en función del financiamiento externo recibido, con un aumento mensual de 44%, pero una contracción anual de 18%. El monto de reservas internacionales en abril de 2020 cubrió en 52,41% a los pasivos monetarios de la entidad. Las reservas bancarias en el Banco Central alcanzaron los USD 5.377 millones en abril de 2020. De esta manera, las reservas internacionales cubrieron en 53,19% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central[9].

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit de USD 820,10 millones, monto que representa un alza de USD 1.298 millones con respecto al déficit registrado en 2018. Las exportaciones no petroleras representaron el 61% de las exportaciones totales, y presentaron un crecimiento de 6,42% con respecto a 2018, producto de mayores exportaciones tradicionales, fundamentalmente de camarón. La balanza comercial al cierre de 2019 registró un superávit de USD 820 millones, cifra que constituye un alza de USD 1.298 millones frente al déficit registrado en 2018.

Entre enero y marzo de 2020 la balanza comercial registró un superávit de USD 604 millones, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando se registró un déficit de USD 43 millones. Las exportaciones totales entre enero y marzo de 2020 fueron de USD 5.318 millones, monto que se mantuvo estable con respecto al mismo periodo de 2019. Por otro lado, la balanza no petrolera presentó un superávit de USD 14 millones entre enero y marzo de 2020, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando se registró un déficit no petrolero de USD 1.064 millones[31]. De acuerdo con el Ministro de Producción, las exportaciones no petroleras cayeron en USD 400 millones durante el mes de abril, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos.

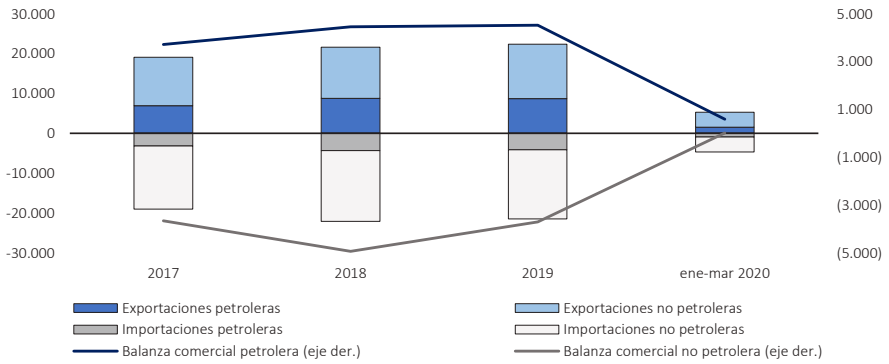

Gráfico 12: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

221

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

[31] Banco Central del Ecuador. (2020, abril). *Evolución de la Balanza Comercial, Enero – Febrero 2020.*

SECTOR SIDERURGIA – CONSTRUCCIÓN

La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos, como la construcción, la metalmecánica y la actividad industrial. Por esta razón, la siderurgia es considerada un sector estratégico, esencial para cambiar la matriz productiva del país, sustituir el volumen de importaciones y generar más empleo. De acuerdo con información de la Asociación Latinoamericana del Acero (ALACERO), la producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región, y mantuvo una tendencia decreciente entre 2015 y 2018. Para 2019 se evidenció una recuperación de 4% en el volumen de producción de acero crudo en el país, que alcanzó las 607 mil toneladas y representó el 1% de la producción de América Latina[32].

En el Ecuador, se ha desarrollado principalmente la industria de acero largo, que abastece la necesidad de materiales de construcción principalmente. Al cierre de 2019 la producción de aceros largos en el país creció en 4%, alcanzando las 768 mil toneladas, cifra que representó el 3,07% de la producción regional. No obstante, todavía existe en el país el desafío de desarrollar la industria del acero plano, que concentra un importante volumen de importaciones. Esto permitirá incentivar el desarrollo de otras industrias en el país.

Para entender el desarrollo de la industria siderúrgica en el Ecuador, es importante analizar la evolución del sector de la construcción, dada la estrecha relación en las cadenas de valor de estos dos sectores. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la paralización económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015. A pesar de que las expectativas para 2019 eran favorables, la construcción se contrajo en función del desempleo, el deterioro en la calidad del trabajo y la menor liquidez circulando en la economía[33]. La crisis del Covid-19 supone una presión adicional para el sector, dado que las medidas de confinamiento detienen los proyectos, alteran las cadenas de suministro y el acceso a materiales, y generan una crisis de liquidez.

El sector de la construcción creció sostenidamente durante la década de 2004 a 2014, periodo en el cual mantuvo una tasa de crecimiento promedio de 6,94%. Sin embargo, a partir de 2015, la industria de la construcción mantuvo una tendencia decreciente, impulsada por la recesión del ciclo económico y la disminución de los ingresos del Estado, que frenó los proyectos de inversión pública en infraestructura y contrajo la inversión privada en edificaciones. Entre 2015 y 2017, el sector de la construcción se contrajo en USD 733,6 millones en términos constantes, y llegó a los USD 6.160 millones en 2017, lo cual constituye una caída de 4,41% frente a 2016[34]. Al término de 2018, el Valor Agregado Bruto de la industria de la construcción alcanzó un monto de USD 12.125 millones en términos nominales, con una recuperación de 0,56% frente al cierre de 2017. Para 2019, el recorte de 18% en la inversión pública, la desaceleración en la colocación de crédito para vivienda, el aumento en el desempleo y la paralización del mes de octubre, ocasionaron una contracción de 5,16% en el sector de la construcción, que alcanzó un VAB nominal de USD 11.691 millones.

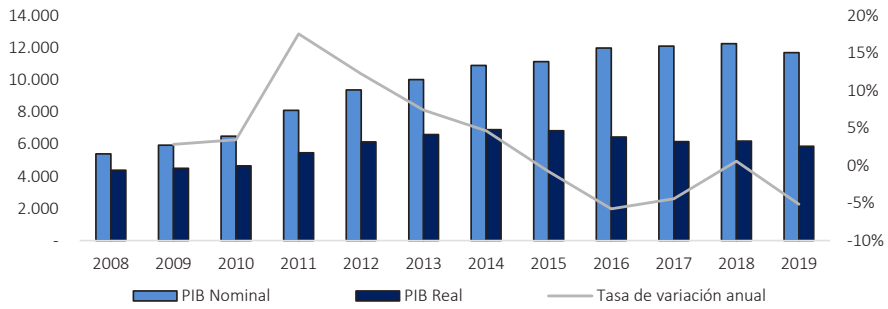

Gráfico 13: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación anual del sector construcción.
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

[32] Alacero. (2020). *América Latina en Cifras – 2019*. https://www.alacero.org/sites/default/files/publicacion/america_latina_en_cifras_2019_es-en_web.pdf
[33] El Comercio. (2020, enero). La construcción cayó en el 2019, promotores arman estrategias. https://www.elcomercio.com/actualidad/construccion-ecuador-promotores-estrategias-economia.html
[34] Banco Central del Ecuador. *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No. 01-2019-ENED.*

Tras 13 trimestres consecutivos de decrecimiento, el sector de la construcción presentó una recuperación durante el primer trimestre de 2018, y para el segundo trimestre de 2018, el PIB real de la industria de la construcción alcanzó los USD 1.557,23 millones. Esta recuperación en el sector fue impulsada por la derogatoria de la Ley de Plusvalía, que fomentó la reanudación de proyectos que se encontraban paralizados, y por la Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y el empleo de los distintos sectores. Los dos primeros trimestres de 2018 mantuvieron una tendencia al alza, sin embargo, a partir del tercer trimestre la construcción presentó un decrecimiento que se extendió hasta el segundo trimestre de 2019. Para el cuarto trimestre de 2019, el deterioro de la actividad inmobiliaria y el recorte de la inversión del estado en infraestructura ocasionaron una caída de 1,78% en el PIB del sector con respecto al tercer trimestre de 2019, y de 3,34% con respecto al mismo periodo de 2018.

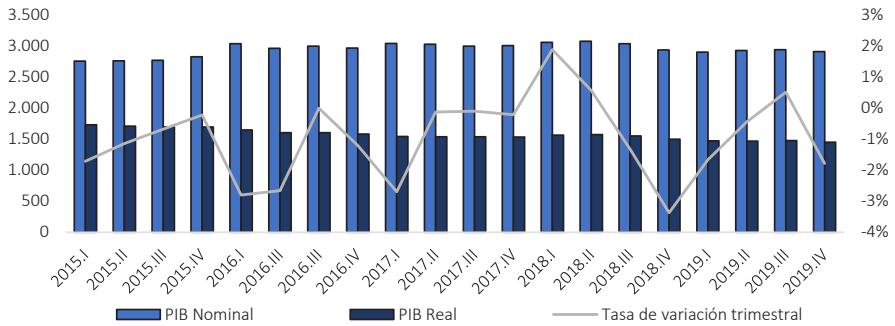

Gráfico 14: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación trimestral (%) del sector construcción.
Fuente: Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings.

Según datos del Banco Central del Ecuador, al cierre de 2019 el PIB de la construcción representó el 10,88% del PIB nacional, manteniéndose como el segundo sector con mayor participación en la economía del país. Este sector está estrechamente relacionado con el estado de la economía, se mueven en la misma dirección, y, adicionalmente, es un multiplicador de empleo y distribución de la renta. El sector ecuatoriano provee ingresos de manera directa e indirecta a 2.296.606 personas[35].

La implementación de las medidas de confinamiento y la consecuente paralización en la actividad económica detuvieron los proyectos en ejecución, limitaron el acceso a materiales debido a disrupciones en las cadenas de producción y demoraron los proyectos en etapas previas de construcción que dependen de la obtención de permisos y aprobaciones. Adicionalmente, la contracción esperada en los niveles de liquidez en el mercado debido a la reducción en los ingresos del sector real, conducirán a una menor demanda inmobiliaria, y, por lo tanto, a una menor actividad en el sector de la construcción. A raíz de la declaratoria del Estado de Excepción en el Ecuador, aproximadamente el 80% de las empresas que operan en el sector de la construcción detuvieron sus actividades, debido a la naturaleza del negocio[36]. Alrededor de USD 400 millones de proyectos fueron represados por la paralización de servicios dentro de la cadena de la construcción[37]. Se prevé, con cierta incertidumbre, una tasa de crecimiento optimista de 0,6% con una inflación anual de 1,5%. A pesar de que el pronóstico no es bueno, se espera que se abran nuevas oportunidades de inversión extranjera directa con la creación de la REIFTS (Fondos y Sociedades de Inversión en bienes inmuebles para alquiler), así como el renombre que ha adoptado Ecuador como destino predilecto para retiro que impulsa el turismo inmobiliario.

El Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR) mide el desempeño económico-fiscal de los sectores productivos de la economía. Para el mes de marzo de 2020, el sector de la construcción obtuvo un INAR de 59,13 puntos, cifra 19,46% inferior a la de febrero de 2020, y 25,25% menor a la alcanzada en el mes de marzo de 2019. Por su parte, las actividades fabricación de productos primarios de hierro y acero obtuvieron

[35] Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador (APIVE) Tendencias y Perspectivas del Sector Inmobiliario en Ecuador. D iciembre2019.
[36] El Univero. (2020, marzo). *Empresas en apuros para pagar fin de mes y peor aún en abril de 2020.* https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/29/nota/7798914/sueldos-empresas-coronavirus-ecuador
[37] El Universo. (2020, abril). Construcción pide a las autoridades reanudar actividades notariales en Ecuador. https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7818336/construccion-pide-autoridades-reanudar-actividades-notariales

un índice de actividad de 52,55 puntos en marzo de 2020, cifra que representa una disminución de 49,29% con respecto a febrero de 2020 y una caída de 36,23% frente a marzo de 2019.

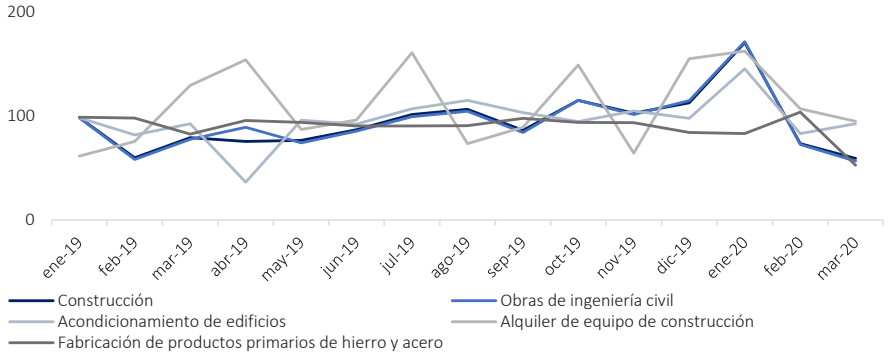

Gráfico 15: Índice de Nivel de Actividad Registrada
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

A partir de la contracción de la construcción desde 2015, el empleo total generado por actividades de construcción y venta de bienes inmuebles mantuvo una tendencia decreciente. De igual manera, el nivel de empleo adecuado disminuyó desde 2015 a 2019, señal de informalidad creciente en el sector. Dada la tendencia anterior, la participación del sector de la construcción en la provisión de empleo a nivel nacional disminuyó de 6,81%, en marzo de 2018, a 6,15% en marzo de 2019 y a 6,08% en diciembre del mismo año, situándolo como el sexto sector con mayor generación de empleo en el país[38]. Cerca del 38% del empleo en el sector de la construcción es empleo formal, mientras que el 62% del empleo en el sector son plazas de trabajo informales. La industria de la construcción es importante en el desarrollo laboral a nivel nacional, ya que genera amplias fuentes de trabajo para mano de obra no calificada; aproximadamente el 49,2% de la mano de obra no calificada corresponde a la construcción.

En cuanto a los indicadores laborales de las industrias de hierro y acero, se evidencia un deterioro durante el último año. El Índice de Puestos de Trabajo, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las industrias de hierro y acero, fue de 105,66 puntos en abril de 2020, que se mantuvo estable con respecto marzo de 2020 y frente a abril de 2019, con disminuciones marginales de 0,35% y 1,51%, respectivamente. Por su parte, el Índice de Horas Trabajadas, que mide el número de horas empleadas por el personal en las industrias de hierro y acero, alcanzó los 79,09 puntos en abril de 2020, con una caída anual de 23,09% y una disminución mensual de 23,09%, debido a la paralización económica que detuvo por completo este tipo de actividades. Finalmente, el Índice de Remuneraciones, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las industrias de hierro y acero, fue de 94,14 puntos en abril de 2020, con una caída anual de 20,73% y mensual de 16,22%, lo cual señala un deterioro en los niveles de ingresos percibidos por el sector durante el último año.

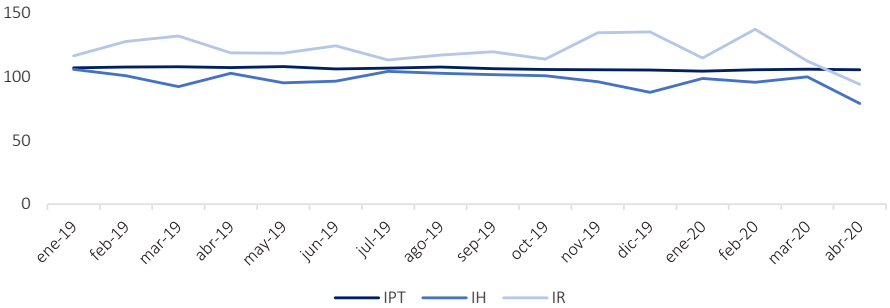

Gráfico 16: Índice de Puestos de Trabajo, Índice de Remuneraciones e Índice de Horas Trabajadas – actividades inmobiliarias.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

[38] Instituto Nacional de Estadística y Censos. *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – Diciembre 2019.*

La determinación de la demanda de los productos y servicios en el sector de la construcción es complicada dado el costo, tamaño, durabilidad y naturaleza de la inversión en el sector. La sensibilidad de la demanda del sector de la construcción ante el incremento de precios depende, por lo tanto, del nivel y naturaleza del producto o servicio demandado dentro de esta industria. Por otro lado, la oferta de la industria de la construcción se caracteriza por ser inelástica a los precios en el corto plazo, dado que los proyectos de construcción no se pueden planificar con poca anticipación, y estos están limitados a la cantidad de terrenos y a los recursos disponibles para la construcción. Por lo tanto, en el corto plazo, los precios en el sector de la construcción están determinados por la demanda.

Durante el primer trimestre de 2020, 5% de las empresas que operan dentro del sector de la construcción demandaron nuevos créditos. Si se analizan las empresas según su tamaño, el 7% de las empresas grandes presentó solicitudes de crédito durante el primer trimestre de 2020, en comparación con el 5% de las pequeñas y medianas empresas, y aproximadamente el 0% de las microempresas. De las empresas del sector que no solicitaron créditos durante el primer trimestre de 2020, el 31% no tuvo necesidad de financiamiento, el 27% se financió con recursos propios, el 17% no lo hizo porque ya posee un crédito vigente, el 11% no lo hizo por el entorno macroeconómico nacional, el 7% no lo hizo porque la situación actual del negocio durante el periodo no se lo permitió, y el 7% porque las entidades financieras no brindan las facilidades necesarias. El total de la demanda de crédito en el sector de la construcción durante el primer trimestre de 2020 fue destinado para capital de trabajo. Se prevé que, para el segundo trimestre de 2020, el 32% de las empresas grandes que operan en el sector de la construcción soliciten un crédito, frente al 35% de las pequeñas y medianas empresas, y al 28% de las microempresas[39].

En cuanto a las fuerzas competitivas del sector de la construcción, existe un bajo poder de negociación de proveedores, considerando que la industria utiliza materia prima de alta disponibilidad y bajo valor agregado. Asimismo, los proveedores no tienen capacidad para abastecer de manera más barata más de un componente para la construcción. Por otro lado, el poder de negociación de los compradores privados es bajo, mientras que el poder de negociación del sector público es elevado considerando los montos, así como la adjudicación de proyectos futuros a las empresas dentro de la industria.

Existen diversas barreras de entrada que limitan la participación de nuevos competidores en el sector. Entre estas, la inversión inicial necesaria es muy elevada. Asimismo, las economías de escala incrementan los costos de producción para los competidores nuevos en comparación con los más grandes y con mayor participación en el mercado, debido a las diferencias en la aplicación de tecnologías y procesos innovadores, así como a las magnitudes de los proyectos y al conocimiento del negocio. De igual manera, existe una tendencia de formación de alianzas estratégicas y colaboración entre empresas para participar del mercado, así como una mayor colaboración en alianzas público-privadas, que limitan la participación de nuevas empresas dentro del sector. Una última barrera de entrada es el cumplimiento de ordenanzas gubernamentales en cuanto al uso del suelo, edificación, aprobación de planos previo a la construcción, lo cual aplaza la puesta en marcha de nuevos proyectos y limita la participación de nuevos competidores.

Por el contrario, las barreras de salida de la industria son bajas, considerando que, al finalizar la ejecución de las obras, no existen activos significativos de desinversión dado que las contrataciones de materiales y personal generalmente se realizan por proyectos. No obstante, en casos en que existe una caída de actividad próxima a la adquisición de nueva maquinaria, o una revolución tecnológica que vuelva obsoletos los productos adquiridos, los costos fijos podrían ser una barrera de salida significativa.

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 Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una posición de liderazgo, una buena imagen corporativa y una excelente posición dentro del sector donde desempeña sus actividades.

[39] Banco Central del Ecuador. *Encuesta Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito.*

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Primera Emisión de Papel Comercial ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA. como empresa dedicada a la fabricación e industrialización de hierro estructural, fabricación y elaboración de hierro en varillas, perfiles, platinas, altos hornos, etc., así como a la comercialización de otros materiales para la construcción, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Gráfico 17: Historia de la compañía
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA.; **Elaboración:** GlobalRatings

La misión de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es ser líder en el reciclaje para la producción de acero, con excelencia en el servicio, calidad, tecnología, sistemas de gestión, recursos humanos, seguridad industrial, protección ambiental y responsabilidad social. La compañía busca trabajar siempre pensando en el cliente, con el mejor servicio y los mejores productos de acero

La compañía ha realizado diversos aumentos de capital a lo largo de su historia, el último de los cuales se realizó mediante recursos provenientes de las utilidades del ejercicio, por un monto de USD 7,50 millones. A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 72.500.000, con acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Elerayna Bay LLC	Estados Unidos de América	13.425.072	18,52%
Hard Steel LLC	Estados Unidos de América	13.106.593	18,08%
Singletary Holdings LLC	Estados Unidos de América	12.339.267	17,02%
Basic Materials Investments LLC	Estados Unidos de América	12.339.267	17,02%
Fideicomiso Tenentes	Ecuador	11.962.584	16,50%
Avellán Arteta Juan Jose	Ecuador	2.971.056	4,10%
Inversiones Alabama Corporation	Islas Vírgenes Británicas	2.767.420	3,82%
Avellán Arteta Silvia Patricia	Ecuador	1.153.870	1,59%
Otros con participación menor		2.434.871	3,36%
Total		**72.500.000**	**100,00%**

Tabla 3: Estructura accionarial hasta la persona natural.
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

226

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA mantiene capital en otras sociedades como se muestra a continuación:

INVERSIONES EN OTRAS SOCIEDADES	PARTICIPACIÓN
Provmetalica S.A.	99,99%

Tabla 4: Inversiones en otras sociedades
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

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

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.	Avellán Arteta Felipe Xavier	Administración/ Accionariado	Activa
Conduit del Ecuador S.A.	Avellán Arteta Felipe Xavier	Accionariado	Activa
Direcacero Dirección de Empresas del Acero S.A.		Representación Legal	Activa
Provmetalica S.A.		Subsidiaria	Activa

Tabla 5: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo. El órgano supremo para la gobernanza de la compañía es la Junta General de Accionistas, formada por los accionistas que son legalmente convocados y reunidos. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, y que está conformado por el Presidente del Directorio, seis Directores Principales, un Director Alterno y un Secretario Corporativo. El Directorio se reúne de manera bimensual y es el encargado de establecer políticas y procesos que permitan ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la compañía, así como otras disposiciones que permitan garantizar la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas. El Directorio aprueba, revisa y supervisa los planes estratégicos y financieros controlando resultados y riesgos; asegurando el cumplimiento de políticas y prácticas que incluyen los aspectos económico, social y ambiental. Las resoluciones de los diferentes ámbitos se deciden por mayoría de votos de los directores presentes.

La administración de la empresa está a cargo de funcionarios que poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos. Además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajado para la empresa ha generado una sinergia de trabajo. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se enfoca en el crecimiento y desarrollo profesional de los colaboradores, el cual es un factor esencial para su bienestar, productividad y crecimiento laboral. La compañía otorga a sus colaboradores beneficios e incentivos adicionales a los que otorga la ley, e invierte en la capacitación constante del personal, para motivar y retener el talento y reconocer el esfuerzo de las personas dentro de la organización. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA tiene 1.241 trabajadores, divididos entre el área operativa y administrativa. Es importante mencionar que la compañía cuenta con 51 personas con capacidades limitadas.

Gráfico 18: Organigrama
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

La Asociación Profesional de Trabajadores de Adelca (APTA) APTA inició en 1980 con un aporte inicial de la compañía. Actualmente, la asociación recibe el aporte del 1% del sueldo de los colaboradores y otorga beneficios para aquellos que se afilian de manera voluntaria, que incluyen préstamos a bajo interés, planes celulares, convenios y descuentos en almacenes, acceso a hospitales para emergencias, ahorro para jubilación, participación en juegos deportivos, entre otros.

Con el objetivo de ganar participación de mercado y optimizar los diversos procesos, la compañía ha desarrollado un plan estratégico enfocado en tres aristas principales:

- Proyecto de optimización integral en todos los niveles de la organización, basados en la asesoría recibida para los diversos procesos y la mejora en estructura operativa.
- Mejora en la gestión de inventario para incrementar la eficiencia en el almacenamiento.
- Reducción de los niveles de endeudamiento.

Tras la llegada de la pandemia y su consecuente efecto sobre la actividad de la compañía, las estrategias planteadas se mantienen, pero siempre salvaguardando los niveles de liquidez y la salud financiera de la empresa. Por lo tanto, el desapalancamiento del balance se realizará de manera más lenta, con el objetivo de mantener los niveles de caja por encima de los requeridos para la operación, para hacer frente a posibles shocks externos. La compañía ha mantenido el nivel de personal durante la emergencia sanitaria, considerando que mantiene un esquema de remuneración variable que le permite reducir los gastos sin perjudicar de manera definitiva a ninguno de sus colaboradores.

228

Con el objetivo de mantener un manejo adecuado de la información empresarial, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con diversos recursos informáticos que incluyen: SAP ERP (Sistema Integrado), SAP C4C (Relación con clientes), Evolution (Gestión Humana-control de nómina y de recursos humanos), BW-BO Inteligencia de Negocios (Información de apoyo a la gestión gerencial mediante reportes para análisis de información desde los módulos principales del sistema) y además generación y autorización de documentos electrónicos para módulos de ventas y compras mediante el sistema de SAP. La información de valor para la empresa es respaldada periódicamente y se encuentra disponible en Cloud Privado de IBM. Además, la retención de respaldos es acorde a las normas establecidas por las entidades de control (duración mínima de 7 años).

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias,

Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

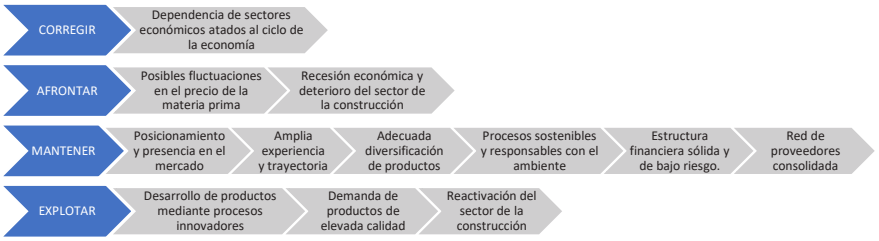

Gráfico 19: Planificación estratégica
Fuente: ACERIA DEL ECUADOR C.A ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía cuenta con un Reglamento Interno de Trabajo que regula en forma justa los intereses y las relaciones laborales entre la empresa y los colaboradores. Las normas contenidas son de cumplimiento obligatorio para las partes y abarca aspectos relacionados con la contratación de personal, contratos, jornadas de trabajo, asistencia del personal (horario de trabajo, jornadas adicionales de trabajo); vacaciones, licencias, faltas, permisos y justificaciones; remuneración y períodos de pago; rendimientos mínimos de producción y evaluación; eventos de capacitación y entrenamiento en general; transporte, traslados y gastos de viaje; lugar libre de acoso; obligaciones, derechos y prohibiciones del trabajador; personas que manejan recursos económicos de la empresa; régimen disciplinario; cesación de funciones o terminación de contratos; obligaciones y prohibiciones para la empresa; seguridad e higiene; operación de vehículos automotores y tractores y disposiciones generales.

La compañía busca implantar una cultura corporativa dentro de todos sus colaboradores. Por esta razón, los valores que rigen el actuar de la organización son:

- El cliente es lo primero
- Transparencia y ética en todos los actos
- Compromiso con la calidad y la productividad
- Mejoramiento continuo
- Trabajo en equipo

Con el fin de garantizar un ambiente laboral seguro, la compañía basa todos sus procesos en un Sistema de Gestión Integrado. Reconoce que los principales riesgos en la operación son mecánicos y físicos, para la cual se implementan medidas correctivas y preventivas. La compañía cuenta con Comités y/o Subcomités Paritarios de Seguridad y Salud Ocupacional en todas sus plantas y sucursales. Adicionalmente, la compañía capacita a todos los colaboradores en temas de Seguridad y Salud Ocupacional, e implementa programas que le permiten reducir las tasas de accidentabilidad, promover la cultura de seguridad dentro de la empresa e implementar controles de los riesgos evaluados.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es reconocida por su eficiencia, calidad y tecnología. Cuenta con la certificación ISO 9001:2015, ISO 14001:2015, ISO 45001:2018 que respalda la calidad en su cadena de producción. Sus productos llevan el sello de garantía INEN por cumplir con todas las normas de calidad requeridas a nivel nacional. Además, la compañía ha sido evaluada y aprobada con respecto a la Norma y Estándares Internacionales BASC Versión 5-2017, alineados con requerimientos mínimos de Seguridad, y como operador económico autorizado por la OEA en el eslabón exportador.

Como miembro del Pacto Mundial, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA asume voluntariamente el compromiso de implantar a las actividades cotidianas los 10 principios que abarcan temas en Derechos Humanos, Normas Laborales y Medio Ambiente; así como de rendir cuentas a la sociedad de sus avances, mediante la elaboración de un informe de progreso o memoria de sostenibilidad.

En su estrategia de negocio la compañía ha integrado las prácticas de Responsabilidad Social en términos económico, social y ambiental, tomando en cuenta a todos los grupos de interés a los cuales la compañía integra y responde. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA apoya iniciativas que mejoran la calidad de vida de sus colaboradores, el desarrollo sostenible de las comunidades y el cuidado del ambiente, con el fin de mantener una relación de respeto mutuo, confianza y transparencia. La compañía busca:

- Priorizar contribuciones en las áreas de salud, educación y trabajo.
- Apoyar el desarrollo sostenible de la población en su zona de influencia.
- Implementar políticas de manejo integrado de desechos.
- Apoyar iniciativas sostenibles.
- Trabajar para la comunidad realizando obras de interés público.

ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA apoya continuamente a los grupos de interés: colaboradores, accionistas, vecinos, proveedores, clientes y gobierno. Por esta razón, mantiene los siguientes programas sociales:

- **Formación para niños y adultos**.
- **Dispensario médico para la comunidad:** atención primaria, familiar y emergencias.
- **Proyecto de mujeres emprendedoras:** Apoyo a mujeres emprendedoras madres de familia.
- **Otros programas:** incluye negocios inclusivos, educación continua, becas escolares para niños con alto rendimiento intelectual y deportivo en las comunidades.

Adicionalmente, la compañía se preocupa por el cuidado y preservación del ambiente, en todas las prácticas de negocios. Esto incluye la forma en que operan las plantas de producción, oficinas y sucursales; el manejo adecuado de los residuos reciclables, no reciclables, peligrosos y el cumplimiento legal de las normas establecidas por el Ministerio de Ambiente y los Gobiernos Autónomos Descentralizados. Las acciones se enfocan en:

- Reducir el impacto ambiental como el primer lineamiento de Responsabilidad Social
- Cumplir con el marco legal ambiental vigente
- Implementar políticas de manejo integrado de desechos
- Impulsar políticas de prevención de contaminación acorde con las prácticas actuales
- Mejora continua con base en investigación de incidentes, accidentes, comunicación y capacitación
- Disponer de acciones de respuesta ante contingencia

La compañía somete los procesos de producción y comercialización a rigurosos análisis que garantizan el cumplimiento de las normas ambientales vigentes, la implementación de tecnologías para el control de la emisión de gases, y la filtración de todas las emisiones de humo generadas por la fundición. Adicionalmente, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con sus propios pozos y planta de tratamiento de agua, que le permite abastecer la demanda de las plantas de producción. La labor en materia ambiental ha hecho a la compañía merecedora de diversas certificaciones, que incluyen:

- Certificación Internacional S2M (Sostenibilidad, Mediación y Medición) de la Embajada Británica.
- Certificación Punto Verde por la implementación de la planta de tratamiento de aguas industriales (reutilización de agua).
- Sistema de Economía Circular (Reducir, Reusar, Remanufacturar y Reciclar).

230

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social y un certificado del Buró de Crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. La compañía mantiene un juicio de impugnación con el Servicio de Rentas Internas por un acta de determinación y a una resolución a un recurso de revisión, que no representan un riesgo significativo para la liquidez y solvencia. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10,

Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA, actualmente la siderúrgica número uno del Ecuador; es pionera en el reciclaje y fabricación de acero. Sus operaciones se realizan bajo estrictas normas técnicas y de seguridad, acompañadas de un eficiente programa integral en protección ambiental. La compañía se ha convertido en el motor que impulsa el desarrollo social y económico de gran parte del país.

La cadena de valor de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA inicia con la adquisición de chatarra, la cual es previamente seleccionada en patios de acopio. Posteriormente esta materia prima alimenta a los hornos de fundición en los cuales, mediante descarga de energía eléctrica, se funde obteniendo una "colada de metal líquido"; esta colada es sometida a un proceso posterior de afinamiento, en el cual se incorporan elementos tales como: carbón, ferroaleaciones, entre otros; con el propósito de cumplir con la composición química del acero establecida por estándares de calidad a nivel mundial. Finalmente, se vierte el acero líquido en el proceso de colada continua para producir la palanquilla de acero, la misma que es la materia prima para la obtención de varilla de refuerzo estructural y perfiles de acero a través del proceso de laminación.

Actualmente, la compañía mantiene diversas líneas de negocio, que atienden las necesidades de diversos sectores y mercados. Entre estos se encuentran:

CONSTRUCCIÓN
- Varilla Recta
- Varilla Figurada
- Estribos
- Varilla corrugada en rollos
- Varilla Lisa
- Otros

METALMECÁNICA
- Ángulos
- Barras Cuadradas
- Barras Redondas Lisas
- Pletinas
- Tees

SEGURIDAD PERIMETRAL
- Mallas de Cerramiento
- Mallas de Cerramiento Superior
- Concertinas Superior
- Alambres de Alto Carbono

AGROPECUARIO
- Alambres de Púas
- Alambres de Púas Superior
- Grapas
- Mallas Soldadas
- Mallas Hexagonales

INDUSTRIAL
- Alambron
- Alambres de Alto Carbono
- Alambres Galvanizados
- Alambres Trefilados

POLÍTICAS PRINCIPALES

Con el objetivo de disminuir el riesgo de pérdida en sus operaciones, la compañía contrata pólizas de seguro sobre sus activos, según el siguiente detalle:

PÓLIZAS DE SEGURO	COMPAÑÍA ASEGURADORA	MONTO	VIGENCIA
Incendio Multirriesgo	Zurich del Ecuador S.A.	299.582.997	30/11/2020
Equipo electrónico	Zurich del Ecuador S.A.	719.924	30/11/2020
Robo	Zurich del Ecuador S.A.	615.217	30/11/2020
Equipo electrónico	Zurich del Ecuador S.A.	7.320.265	30/11/2020
Rotura de Maquinaria	Zurich del Ecuador S.A.	12.000.000	30/11/2020
Responsabilidad Civil	Zurich del Ecuador S.A.	10.000.000	30/11/2020
Fianzas legales	Seguros Confianza	1.872.570	30/9/2020
Fidelidad privada	Zurich del Ecuador S.A.	150.000	30/11/2020
Transporte interno	Zurich del Ecuador S.A.	180.000	30/11/2020
Transporte de dinero	Zurich del Ecuador S.A.	49.000	30/11/2020
Transporte Importaciones	Zurich del Ecuador S.A.	162.000.000	30/12/2020
Transporte Exportaciones	Zurich del Ecuador S.A.	15.000.000	30/12/2020
Vehículos livianos	Zurich del Ecuador S.A.	1.952.336	30/10/2020
Vehículos pesados	Zurich del Ecuador S.A.	1.218.281	30/10/2020

Tabla 6: Detalle de pólizas de seguro.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

CLIENTES

ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA mantiene normas y políticas comerciales que garantizan una óptima calidad de los productos dirigidos a los consumidores y la satisfacción del cliente. Estas políticas están basadas en relaciones comerciales éticas, transparentes y de beneficio mutuo.

La compañía atiende las necesidades de diversos sectores económicos, entre los que se encuentran el de la construcción, metalmecánica, seguridad perimetral, agropecuario, industrial, entre otros. Dentro del sector de la construcción, la compañía comercializa sus productos mediante dos canales principales. El primero es el canal directo, en el que los productos se comercializan directamente a grandes constructores y a proyectos de gran escala, sin la intervención de intermediarios. El segundo es el canal indirecto, que es el más representativo dentro de las ventas de la compañía, y que incluye la red de ferreterías, pequeños distribuidores, entre otros. Por otro lado, el sector industrial es un importante consumidor de productos como el alambrón, las varillas y los colchones. Las necesidades del resto de sectores económicos descritos anteriormente se atienden fundamentalmente a través del canal indirecto. La compañía mantiene un portafolio de clientes diversificado, con una concentración de 6% de las ventas al cliente principal dentro de cada línea de productos.

Debido a la rápida rotación de los productos, la compañía otorga crédito de corto plazo a los clientes. Todo cliente que desee pagar sus facturas a crédito deberá previamente entregar al Asesor Comercial o Asistente de Ventas un formulario lleno con cierta información requerida y un pagaré firmado, salvo excepciones autorizadas por el Gerente de Sucursal.

CADENA DE SUMINISTRO

ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con más de 280 proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración. La compañía cuenta con procesos de selección de proveedores que establecen los lineamientos para la provisión óptima de bienes y servicios con el objetivo de que se cumplan las especificaciones requeridas por la empresa y orienten la adecuada selección y evaluación de proveedores. La empresa cuenta con un comité de compras ampliadas que mantiene una periodicidad de reunión mensual, el mismo que tiene por objetivo el análisis de las compras que la empresa realiza en función de los criterios y estándares establecidos.

Al ser la chatarra la principal materia prima utilizada por la compañía en los procesos productivos, los recicladores son un actor fundamental dentro de la cadena de valor. Por lo tanto, se creó la iniciativa "Club de Recicladores", con el objetivo de formalizar y fidelizar a los proveedores de chatarra y generar una red de recolección. La red de proveedores creada genera alrededor de 4 mil fuentes de empleo de forma directa e indirecta. Entre las actividades claves relacionadas con esta iniciativa, se mejoraron los procesos de logística mediante la implementación de puntos de recolección de chatarra y centros de acopio que contribuyen al ahorro de tiempo y costo para el reciclador, se trabajó en formalizar y organizar el negocio de los recicladores, a través de capacitaciones en aspectos técnicos y administrativos, para crear un vínculo más fuerte mediante el trabajo en conjunto. De esta manera, se garantiza un abastecimiento continuo y eficiente de chatarra.

Adicionalmente, la compañía impulsó la bancarización de la mayoría de los recicladores, implementó el sistema de Cash Management que facilita pagos en efectivo a través de ventanilla y acreditaciones en cuentas, y se diseñó el proceso en el sistema SAP, que permite evidenciar el ingreso de la materia prima desde cualquier parte del país y proceder con el pago respectivo, con el objetivo de mejorar la relación con los proveedores y garantizar un pago justo y a tiempo. Adicionalmente, la empresa otorga beneficios e incentivos como anticipos económicos, bonos de alimentación, comisariato, equipos de protección, personal, material promocional, entre otros.

Adicionalmente, la compañía obtiene materia prima a través del desguace de embarcaciones que adquiere en toda la costa del Pacífico. Esto le permite obtener materia prima en mayores cantidades y a un costo más bajo, a la vez que contribuye en el programa de reciclaje de la entidad. Finalmente, la compañía posee patios de reciclaje en Centro América para la adquisición de chatarra, que posteriormente importa en cantidades menores. Cuando requiere cantidades más grandes, la compañía importa chatarra al granel desde Estados Unidos.

La compra de bienes y servicios deberá realizarse a crédito de 30 días o más, cancelando el pago el primer viernes de cada mes. Los pagos de contado o excepciones aprobadas por la Vicepresidencia Ejecutiva serán realizados los viernes de cada semana. En caso de pagos a terceros, se debe entregar una carta de autorización con los documentos habilitantes.

POSICIÓN COMPETITIVA

ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es líder en la industria siderúrgica a nivel nacional. La compañía es el principal productor y comercializador dentro de la familia de productos largos, principalmente dentro del segmento de la construcción. En la línea de productos trefilados, su principal competidor es Ideal Alambrec S.A. La posición competitiva de la compañía para cada línea de productos se detalla a continuación:

PARTICIPACIÓN DE MERCADO	LARGOS	VARILLA	PERFILES	TREFILADOS
Acería del Ecuador C.A. Adelca	42%	50%	29%	30%
Novacero S.A.	27%	29%	49%	10%
Andec S.A.	13%	18%	2%	4%
Ideal Alambrec S.A.	15%	1%	10%	54%
Otros	3%	2%	10%	2%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabla 7: Participación de mercado por líneas de productos.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** Global Ratings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de productos metálicos, laminados y trefilados de elaboración propia, así como de la comercialización de cemento de la marca Selvalegre, lo que permite a la compañía tener un portafolio de ventas diversificado y que atiende a diversas necesidades y sectores de la economía. Entre 2017 y 2019, los ingresos mantuvieron una tendencia creciente en función del incremento en la capacidad productiva de la compañía, y pasaron de USD 247,93 millones en 2016 a USD 284,34 millones en 2019, con un crecimiento de 14,70% durante el periodo.

Entre 2016 y 2017 las ventas de la compañía incrementaron en 15,01%, alcanzando un monto de USD 285,15 millones al cierre del año. El montaje de la segunda planta de producción en Milagro en 2017 permitió consolidar procesos de fundición y laminación, lo que dio paso a la producción de una mayor variedad de productos destinados a diversos grupos de clientes en varias industrias. De esta manera, los ingresos de la compañía al cierre de 2018 incrementaron en 10,70% (+USD 30,52 millones), totalizando un monto de USD 315,67 millones, el máximo registrado durante el periodo analizado, favorecido también por la recuperación económica a nivel nacional, en general, y de los principales sectores a los que atiende, en particular. Al término de 2019 los ingresos de la compañía presentaron una disminución de 9,92% (-USD 31,30 millones), en respuesta a la contracción económica y del sector de la construcción, que se vieron perjudicados por el mayor desempleo, el deterioro en la calidad del trabajo y la menor liquidez circulante en la economía. De

esta manera, se evidenció una caída en la venta de productos terminados, así como de productos semielaborados y otros.

Tras la declaratoria del estado de emergencia a nivel nacional y la consecuente paralización económica, las ventas de la compañía se detuvieron durante la segunda quincena de marzo y durante el mes de abril. Consecuentemente, los ingresos de la compañía evidencian una caída de 43,70% (-USD 42,53 millones) entre abril de 2019 y abril de 2020. Los ingresos de la compañía comenzaron a reactivarse a partir del mes de mayo, pero se encontraron por debajo de los niveles de actividad regulares. Se estima que las ventas de la compañía durante los últimos meses del año alcanzarán un 85% del monto presupuestado inicialmente. Por lo tanto, se prevé que el efecto de la crisis actual repercutirá en una disminución de aproximadamente 33% en las ventas de la compañía al cierre del año 2020.

La composición de las ventas de la compañía evidencia una concentración de 75% en la línea de productos laminados, concentrada en las varillas, que se ha mantenido durante el último año. El desarrollo de los distintos procesos productivos le permitió a la compañía trabajar en la diversificación de su portafolio, que incluye variedades de productos con diversas características detrás de cada línea de negocio, lo cual permite disminuir el riesgo de concentración.

VENTAS POR SEGMENTO	PARTICIPACIÓN
Construcción	80,02%
Industrial	13,52%
Metalmecánica	5,65%
Seguridad Perimetral	0,42%
Agropecuario	0,39%
Total	100,00%

Tabla 8: Composición de ventas.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto al costo de ventas, este presentó un comportamiento coherente con la evolución de las ventas, con un incremento de 29,20% entre 2016 y 2019. El costo depende fundamentalmente de la materia prima adquirida localmente mediante el programa de recicladores desarrollado por la compañía. Asimismo, un porcentaje del costo de ventas corresponde a la materia prima importada de Centro América y Estados Unidos. En conjunto, el costo de la materia prima representa cerca del 50% del costo de ventas total.

El incremento en los precios de la materia prima durante el periodo analizado impulsó al alza la participación del costo de ventas sobre los ingresos de la compañía, que pasó del 73,81% en 2016 a 82,86% en 2019. Para abril de 2020 esta participación fue de 84,83%, reflejando el mayor peso relativo de los costos fijos frente a la menor actividad de la compañía, no obstante, esta se mantuvo estable con respecto a abril de 2019. Los precios de la materia prima se han mantenido estables tanto en el mercado local como en el mercado internacional, producto de presiones sobre la oferta y la demanda. A partir del montaje y activación de la nueva planta de producción en Milagro, la compañía incurrió en costos por la curva de aprendizaje en los procesos productivos. No obstante, las mejores tecnologías implementadas en la planta junto con el avance en la curva de aprendizaje permitirán disminuir los costos en el futuro cercano. En este sentido, se prevé que la participación del costo de ventas disminuya durante el periodo de vigencia de la presente Emisión.

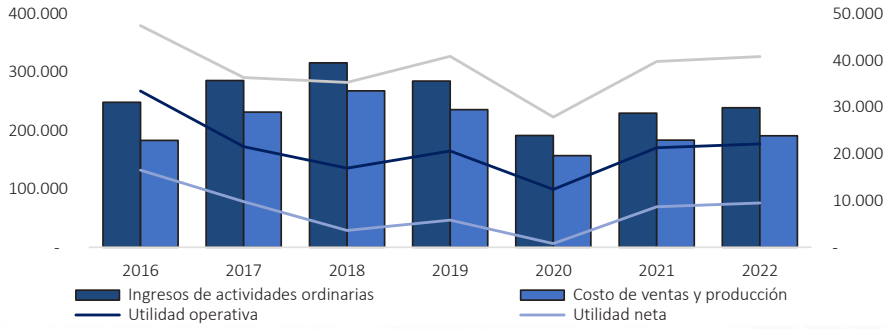

Gráfico 20: Estado de Resultados.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La consecuencia directa del incremento en la participación del costo de ventas fue la presencia de un margen bruto decreciente, que pasó de 26,19% en 2016 a 17,14% en 2019, fruto del incremento en el precio de la materia prima y de los costos asociados a los procesos de la nueva planta de producción, que se encuentran avanzando hacia el alcance de mayores niveles de eficiencia. No obstante, al comparar la evolución anual del margen bruto entre 2018 y 2019 se evidencia una mejora de 1,9 puntos porcentuales. Consecuentemente, la utilidad bruta presentó un incremento de USD 615 mil al término de 2019, a pesar de la caída en las ventas. Para abril de 2020 el margen bruto se mantuvo estable con respecto a abril de 2019, y se tradujo en una utilidad bruta de USD 8,31 millones, monto que supone una disminución de 43,88% con respecto a abril de 2019, en función fundamentalmente del deterioro en las ventas durante los meses de marzo y abril. Debido a que los productos laminados son los más representativos dentro de las ventas, son también los de mayor contribución bruta para la compañía. Se estima que el margen bruto mejorará durante el periodo de vigencia de la Emisión, en función de los mayores niveles de eficiencia alcanzados en la planta de producción durante los próximos años.

A partir de 2018, la compañía ha trabajado junto a una empresa alemana para la asesoría en procesos productivos y la mejora en los niveles de eficiencia. El programa de asesoría incluye el diagnóstico de problemas de productividad en las plantas de producción, la capacitación de personal, para lo cual la compañía ha invertido más de USD 1 millón, y la implementación de las recomendaciones en los diversos niveles de la organización. Este proyecto de optimización integral ha incrementado la eficiencia en procesos comerciales y administrativos, evidenciando una menor necesidad de personal, así como de oficinas comerciales y de despacho a nivel nacional. Por lo tanto, los gastos operativos presentaron un comportamiento decreciente durante los dos últimos años, y el peso de la estructura operativa se redujo de 13% de los ingresos en 2016 a 10% de los ingresos en 2019. Esta estrategia continúa en etapa de implementación, por lo cual se prevé que los gastos operativos presentarán una optimización a futuro. La compañía maneja un esquema de remuneración variable en todos sus niveles operativos, lo cual le permitió reducir los gastos operativos durante el periodo de inactividad en los meses de marzo y abril. Consecuentemente, se evidenció una disminución de 29,08% en los gastos operativos entre abril de 2019 y abril de 2020.

Producto de lo anterior, la utilidad operativa incrementó en 21,85% al cierre de 2019, alcanzando un monto de USD 20,60 millones que representó el 7,24% de las ventas. Las proyecciones evidencian una disminución en la utilidad operativa al cierre de 2020 debido a la caída en las ventas, pero una mejora significativa a partir de 2021. Por su parte, el EBITDA fluctuó de acuerdo con el comportamiento de la utilidad operativa y de la mayor depreciación registrada en función de la inversión en activos fijos, evidenciando un incremento de 15,87% al término de 2019.Lo anterior resalta la capacidad de la compañía de generar recursos a partir de las operaciones ordinarias.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA financia sus actividades mediante recursos de entidades financieras, por lo cual la evolución del gasto financiero depende de la adquisición de préstamos bancarios. En octubre de 2015 la compañía firmó un contrato de préstamo con la Corporación Interamericana de Inversiones y el Banco Interamericano de Desarrollo destinado al financiamiento de la planta industrial en Milagro por USD 79 millones, monto que se recibió en su totalidad hasta 2017. Esto, junto con la adquisición de préstamos y cartas de crédito de corto plazo, impulsaron al alza el gasto financiero durante el periodo. Este alcanzó un monto de USD 14,43 millones al cierre de 2019, que representó el 5,08% de las ventas. Durante el último año la compañía incursionó en operaciones de venta de Facturas Comerciales Negociables para obtener liquidez a partir del crédito otorgado a uno de los clientes principales.

La utilidad neta del periodo es coherente con la fluctuación de la utilidad operativa, con una mejora de 61% al cierre de 2019, cuando alcanzó una utilidad neta de USD 5,79 millones. La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa, comportamiento que se estima se mantendrá durante el periodo de vigencia de la presente Emisión.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las dos plantas de producción y centros de distribución donde se llevan a cabo las operaciones productivas, la cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta y a las políticas de crédito de la compañía, y los inventarios, que incluyen fundamentalmente materia prima, productos terminados y repuestos. Al 30 de abril de 2020, el 90% del activo total se condensó en estos tres rubros.

Entre 2016 y 2019 el activo de la compañía presentó un comportamiento coherente con el nivel de actividad de la compañía, y pasó de USD 397,76 millones en 2016 a USD 423,25 millones en 2019, con un crecimiento total de 6,41%. Durante el periodo analizado, los activos no corrientes representaron, en promedio, el 57% de los activos totales, comportamiento que se mantuvo para marzo de 2020, cuando el activo total totalizó USD 417,68 millones, de los cuales el 56% fueron activos no corrientes. Los niveles de rotación del activo presentaron un comportamiento creciente entre 2016 y 2018 y una disminución al término de 2019, y promediaron 0,66, nivel que se estima incrementará en el futuro en función de la mejora en la eficiencia de la planta productiva.

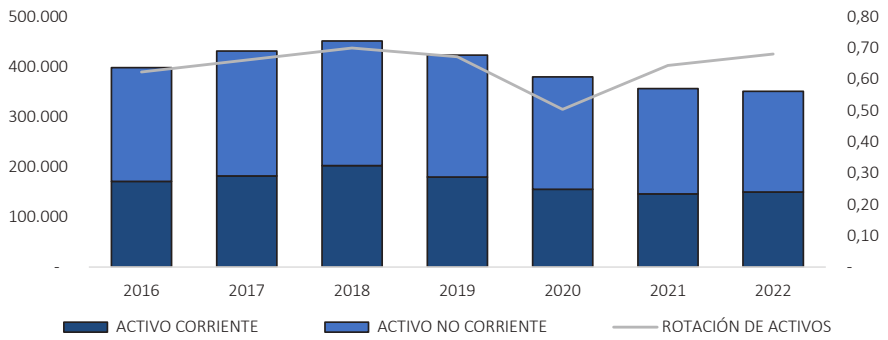

Gráfico 21: Evolución del activo.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

Entre 2016 y 2017 el activo de la compañía incrementó en 8,43% (+USD 33,53 millones), impulsado por un alza de USD 31,32 millones en la propiedad, planta y equipo, asociada con la activación de la planta de laminados en Milagro. Al cierre de 2018, los activos totales se mantuvieron estables, con un incremento de 4,64% (+USD 20 millones) producto de mayores niveles de inventario en stock. Este comportamiento se revirtió para 2019, cuando los activos totales disminuyeron en 6,21% (-USD 28,04 millones), alcanzando un monto de USD 28,04 millones. Se evidenció una baja en los niveles de inventario debido al consumo de chatarra que se acumuló durante 2018, así como una reclasificación en las cuentas por cobrar comerciales, que presentaron un monto de USD 6,52 millones en el largo plazo. Para abril de 2020 el activo total alcanzó los USD 417,68 millones, monto que representa una disminución de 12,24% (-USD 58,24 millones) con respecto a abril de 2019, producto de la disminución en los niveles de inventario evidenciada hasta el cierre de 2019, así como de la depreciación acumulada de propiedad, planta y equipo. Con respecto a diciembre de 2019, el activo total se mantuvo estable para abril de 2020, con una disminución marginal de 1,31% (-USD 5,56 millones), concentrada en el largo plazo.

Históricamente la compañía dispone de niveles de efectivo y equivalentes por encima de los niveles necesarios para operar, lo que le permite disponer de liquidez oportuna y tener una holgura en los flujos en caso de imprevistos. Un porcentaje de este rubro se destina a inversiones temporales en instituciones financieras locales con vencimientos entre 30 y 60 días, lo que permite a la compañía generar retornos financieros. Para abril de 2020 la compañía incrementó sus niveles de caja con el objeto de prepararse ante posibles problemas de liquidez debido a las condiciones de mercado. Se estima que esta estrategia se mantendrá al cierre de 2020, con una posterior regularización para los años 2021 y 2022.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento estable durante el periodo analizado, alcanzando un monto de USD 37,45 millones al cierre de 2019. En la mayoría de los casos, la compañía otorga crédito de corto plazo a sus clientes, por lo cual la cartera mantiene niveles de recuperación adecuados y operaciones recurrentes. En el caso de cuentas por cobrar comerciales con plazos cercanos a los 120 días, la compañía ha incurrido en la venta de Facturas Comerciales Negociables con el objetivo de cuidar la liquidez y la salud de la cartera. El periodo promedio de recuperación de cartera fue de 47 días al cierre de 2019, cifra que se elevó a 102 días en abril de 2020 producto de la caída en las ventas.

Al cierre de 2019, la compañía registró una cuenta por cobrar a ECUADOR-ERSINDUSTRIES S.A. (ERSI) por USD 12,5 millones, originada por la provisión de materiales para la construcción del Metro de Quito. La compañía firmó un convenio de pago en el que se acordó un cronograma de pagos por los valores pendientes, que serán cancelados progresivamente hasta el año 2022. El acuerdo también contempla el pago de intereses, y una garantía solidaria por parte de ENGINEERED REINFORCING STEEL INDUSTRIES HOLD S.Á.R.L (holding con origen en Luxemburgo). Debido a que el convenio no se ha ejecutado, la compañía se encuentra en negociaciones y conversaciones, en conjunto con asesores legales, para trabajar en la recuperación de dicha cuenta, que considera razonablemente probable. No obstante, la compañía constituyó una provisión conservadora al cierre de 2019 relacionada con este saldo pendiente.

El saldo vencido de la cartera a más de 60 días corresponde fundamentalmente a la cuenta descrita anteriormente, mientras que el 58% de la cartera se concentra en plazos vigentes y vencidos hasta 60 días. A raíz del brote de la pandemia, la compañía ha llegado a acuerdos de pago de corto plazo con los clientes. Las provisiones constituidas mantienen una cobertura adecuada sobre los niveles de cartera vencida.

ANTIGÜEDAD DE CARTERA	PARTICIPACIÓN
Por vencer	14%
Vencida	
1-30 días	18%
31-60 días	26%
Más de 60 días	42%
Total	100%

Tabla 9: Antigüedad de cartera (abril 2020).
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

Los inventarios de la compañía responden directamente a los procesos de producción de la industria, y están compuestos por materia prima y productos semielaborados, productos terminados, repuestos y materiales, subproductos, productos en proceso e importaciones en tránsito. Los niveles de existencias presentaron un incremento significativo al cierre de 2018, comportamiento que se dio en respuesta a una demora en el inicio de las operaciones de la planta de Milagro, que ocasionó la acumulación de chatarra para los procesos productivos. Durante 2019 la compañía consumió el inventario de materia prima almacenado al cierre de 2018, generando una disminución sustancial en los niveles de existencias al término del año, que se intensificó para abril de 2020, alcanzando un monto de inventarios e importaciones en tránsito de USD 105,50 millones. La compañía pretende continuar con la estrategia de reducción de inventarios e incremento en los niveles de eficiencia en el almacenamiento, aún bajo el escenario económico actual, lo cual supone un desafío para la actividad de la compañía durante el año. No obstante, se estima que la compañía alcanzará niveles de inventario cercanos a los USD 90 millones al cierre del año.

En función del exceso de existencias registrado al término de 2018, los días de inventario ascendieron a 181, y la mejora en la eficiencia registrada al cierre de 2019 redujo estos días a 166. No obstante, la caída en las ventas durante los meses de marzo y abril redujo la rotación de las existencias, elevando los días de inventario a un promedio de 272. Esto sugiere que, bajo las condiciones registradas hasta abril, la compañía mantuvo inventario para un promedio aproximado de nueve meses. No obstante, se estima que la reactivación gradual en la actividad de la compañía permitirá reducir los días de inventario durante el periodo de vigencia de la Emisión.

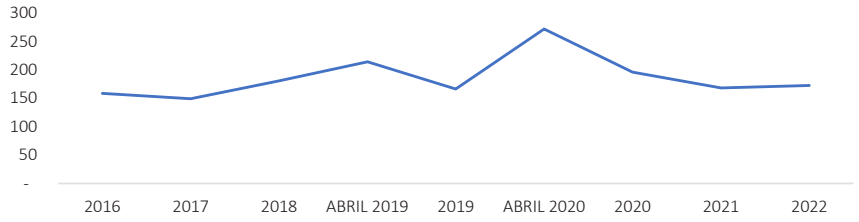

Gráfico 22: Días de inventario.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

Durante el periodo analizado, la compañía realizó inversiones constantes en activos fijos para incrementar la capacidad productiva y mejorar los niveles de eficiencia en la planta de producción. En el año 2017, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA concluyó la construcción y el montaje de la sección de la nueva planta de laminados ubicada en Milagro, la cual fue activada en julio del mismo año. Durante 2018 la compañía continuó con el proceso de construcción de la planta de fundición, que fue activada en enero de 2019. Esto le permitió a la compañía duplicar su capacidad productiva, reducir la importación de alambrón y satisfacer la demanda local. La construcción de la planta de producción se realizó mediante una combinación de inversión privada y recursos otorgados por el Banco Interamericano de Desarrollo, a un plazo y una tasa convenientes. Se estima que la mejora en la eficiencia de los procesos productivos de la nueva planta permita incrementar los niveles de rotación del activo fijo, potenciando las ventas de la compañía durante periodos futuros.

Las proyecciones del Estado de Situación Financiera realizadas para el periodo de vigencia de la Emisión contemplan una inversión creciente en propiedad, planta y equipo, que alcanzará un monto cercano a los USD 10 millones en el año 2022.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

La actividad creciente de la compañía y la inversión constante en edificios y maquinaria ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA ha fondeado sus operaciones mediante recursos propios y recursos de terceros de manera equitativa, con una participación promedio de 55% del pasivo sobre el activo total. Dentro de la estructura del pasivo, los dos rubros más representativos son la deuda bancaria y el crédito de proveedores, que juntos representan cerca del 90% del pasivo total de la compañía. Por su parte, el capital social y las ganancias acumuladas constituyen una importante fuente de fondeo, y representaron el 89% del patrimonio de la compañía durante el periodo analizado.

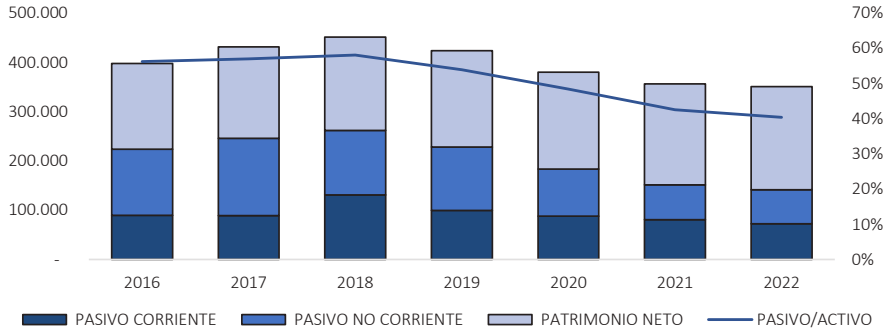

Gráfico 23: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

El pasivo total mantuvo una tendencia creciente entre 2016 y 2018, con un crecimiento de 17% impulsado por la adquisición de cartas de crédito y préstamos bancarios de corto y largo plazo para financiar actividades operativas, así como de inversión, relacionadas principalmente con la construcción y puesta en marcha de la

nueva planta de producción. Al cierre de 2019 el pasivo total se redujo en 12,99% (-USD 34,03 millones), impulsado, por un lado, por la cancelación de obligaciones bancarias de corto plazo, y, por otro lado, por la disminución de los saldos pendientes de pago a proveedores, en función del menor aprovisionamiento de inventario durante el periodo. De esta manera, el pasivo pasó a financiar el 53% del activo al cierre de 2019. Entre diciembre de 2019 y abril de 2020 el pasivo total se mantuvo estable, con una disminución marginal de 1,45% (-USD 3,30 millones).

La composición del pasivo fluctuará durante el periodo de vigencia de la Emisión en función del monto colocado de la presente emisión de papel comercial, que permitiría reestructurar la deuda con costo. Se prevé que el pasivo represente cerca del 50% del activo total al cierre de 2020, porcentaje que disminuirá para periodos posteriores en función de la amortización de préstamos bancarios de largo plazo y la mejora en los resultados netos, que impulsarán al alza el patrimonio.

Durante el periodo analizado, la deuda con costo se concentró en entidades financieras locales y del exterior, lo que le ha permitido a la compañía disponer de recursos oportunos. Históricamente la deuda bancaria de la compañía se concentró siempre en el largo plazo, lo cual representa una menor presión sobre los flujos y es coherente con la estructura de los activos de la compañía. En octubre de 2015, ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA firmó un contrato de préstamo con la Corporación Interamericana de Inversiones y el Banco Interamericano de Desarrollo para financiar la construcción de la planta de Milagro, por un monto total de USD 79 millones. El préstamo se recibió en su totalidad hasta el cierre de 2017, con un periodo de gracia de un año y medio, un plazo de 10 años, y un tipo de interés variable atado a la tasa libor. Esta transacción impulsó al alza el pasivo bancario de la compañía, que alcanzó los USD 176,11 millones al cierre de 2017. Para 2019, el saldo pendiente de pago por esta transacción fue de USD 60,25 millones. Adicionalmente, la compañía financia la compra de materia prima mediante cartas de crédito de corto plazo; se evidenció un incremento de USD 30,32 millones en estas operaciones al cierre de 2018 en función del mayor stock de materia prima, situación que se revirtió al cierre de 2019, producto de la menor compra de inventario para incrementar la eficiencia en los procesos de almacenamiento. Durante 2019 la compañía inscribió facturas comerciales negociables en el Mercado de Valores, para cuidar la liquidez de la cartera.

Para abril de 2020, la deuda bancaria de corto plazo incrementó en aproximadamente USD 3 millones, en respuesta a la paralización de actividades y las medidas adoptadas por la compañía para disponer de liquidez en caso de ser necesario. La deuda bancaria se concentra en diversas entidades financieras locales y del exterior, evidenciando una adecuada diversificación de las fuentes de financiamiento.

La colocación de la presente Emisión de Papel Comercial representa una nueva alternativa de financiamiento para la compañía, que podría permitir reestructurar la deuda financiera de corto plazo, considerando que podría tener un costo más bajo. Esta restructura se dará, en mayor o menor medida, dependiendo del monto que se coloque durante el periodo de vigencia de la Emisión.

El nivel de apalancamiento operativo mantuvo un comportamiento decreciente durante el periodo, con una disminución de 59% en las cuentas por pagar a proveedores entre 2016 y 2019. El exceso de inventario registrado al cierre de 2018 y su posterior consumo durante 2019 se tradujo en una menor compra de materia prima durante el año, y, por lo tanto, un menor saldo pendiente de pago a proveedores. La compañía considera que su crecimiento va de la mano del crecimiento de los proveedores, por lo cual mantiene un sistema de pagos justo y a tiempo, que se adapta al ciclo de negocio. Entre 2016 y 2019, el plazo promedio de pago a los proveedores se redujo de 86 a 27 días, generando una mayor presión en el calce de los flujos operativos, considerando que los días promedio de recuperación de cartera se encontraron por encima de este periodo al cierre de 2019 y para marzo de 2020.

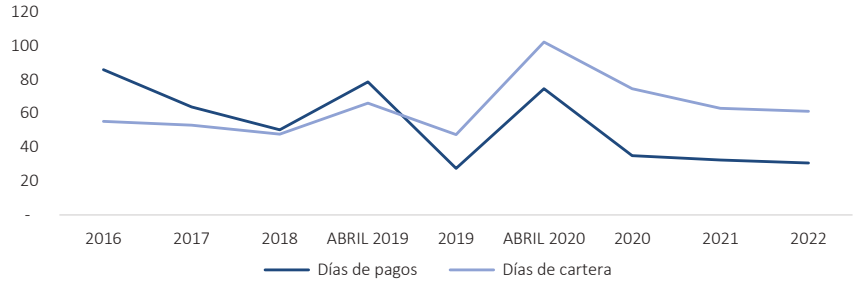

Gráfico 24: Días de cartera vs. días de pago.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 43,81% de los activos en 2016 a financiar el 46,14% de los activos en 2019 y el 46,21% de los activos en abril de 2020. Durante el periodo analizado, el patrimonio se vio fortalecido mediante la generación de utilidades, que se han reinvertido en su totalidad en el desarrollo y crecimiento de la compañía. Las ganancias acumuladas representaron el 51,45% del patrimonio de la compañía, alcanzando un monto de USD 99,30 millones. El capital social se mantuvo estable en un monto de USD 72,50 millones, que representó el 37,12% del patrimonio al cierre de 2019 (37,56% para abril de 2020). Juntos, estos dos rubros le permiten a la compañía financiar cerca del 41% del activo total.

Para periodos futuros, se estima que el patrimonio se fortalecerá mediante los resultados del ejercicio que se proyectan crecientes de 2020 a 2022. La compañía mantiene una estrategia de alcanzar un nivel de apalancamiento cercano a 1, por lo que se estima que la participación del patrimonio sobre los activos totales incrementará en periodos futuros. Se considera el pago de USD 5,03 millones de dividendos al término de 2022, de acuerdo con las estimaciones de la compañía.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA mantiene en el Mercado de Valores una inscripción genérica correspondiente a Facturas Comerciales Negociables, inscrita bajo el No. 2019.Q.02.002744 y aprobada mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2019-00035545 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del 24 de octubre de 2019.

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. da cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

En la ciudad de Quito, a los 13 días del mes de mayo de 2020, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA con la presencia del 75,80% del capital suscrito y pagado, en la que se aprobó la Primera Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 25.000.000, de acuerdo con el siguiente detalle:

240

PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL				
Monto de la emisión	USD 25.000.000			
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América			
Características	MONTO USD 25.000.000,00	PLAZO 720 días	TASA FIJA ANUAL Cero cupón	PAGO DE CAPITAL Al vencimiento
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados			
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.			
Garantía específica	No			
Destino de los recursos	Los recursos de la presente emisión se destinarán en 100% para capital de trabajo (pago a proveedores de bienes y servicios para la producción, la distribución y la comercialización de productos terminados).			

PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL

Valor nominal	USD 1.000,00
Sistema de colocación	Bursátil
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla sorteos ni rescates anticipados.
Underwriting	La presente emisión de Obligaciones no contempla contrato de underwriting.
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.
Representantes de obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.
Resguardos	▪ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Compromisos adicionales	▪ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial se compromete a mantener adicionalmente un límite de endeudamiento de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil.
Limitaciones de endeudamiento	▪ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento financiero de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil.

Tabla 10: Características del instrumento
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA.; **Elaboración:** GlobalRatings

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos y compromisos adicionales se verificará en revisiones posteriores, al igual que la liquidez de los títulos. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal.

MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 30 de abril de 2020, la compañía posee un total de activos de USD 417,68 millones, de los cuales USD 119,76 millones son activos depurados.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 30 de marzo de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, 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 para emisiones de papel comercial amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: 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 emisor; 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".

MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN		30 DE ABRIL DE 2020
Activo Total (USD)		**417.681.923**
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos		912.895
(-) Activos gravados.		155.998.097
Activos corrientes	52.099.930	
Activos no corrientes	103.898.168	
(-) Activos en litigio		-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.		1.984.000
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.		138.980.665
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.		-
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores.		-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.		-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.		50.792
Total activos depurados		**119.755.473**
Monto máximo a emitir		**95.804.378**
Cumplimiento resguardo ≥ 1,25		**4,79**

Tabla 11: Monto Máximo de la Emisión (USD).
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de abril de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 119,76 millones, siendo el monto máximo permitido de emisión la suma de USD 95,80 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de abril de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 0,53 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

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 de la Primera Emisión de Papel Comercial de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA, representa el 6,48% del 200% del patrimonio al 30 de abril de 2020 y el 12,95% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	30 DE ABRIL DE 2020
Patrimonio	193.021.488,00
200% patrimonio	386.042.976,00
Primera Emisión de Papel Comercial por aprobar	25.000.000,00
Total emisiones	25.000.000,00
Total emisiones/200% patrimonio	**6,48%**

Tabla 12: 200% patrimonio (USD)
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA.; **Elaboración:** GlobalRatings

242

PERFIL FINANCIERO

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

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

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

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Los ingresos de la compañía se detuvieron a partir de la segunda semana de marzo y durante el mes de abril de 2020, generando una disminución de 44% con respecto a los ingresos registrados en abril de 2019. La compañía estima que los niveles de ventas se recuperarán gradualmente durante el segundo semestre del año, alcanzando entre los meses de octubre y diciembre un 85% del monto presupuestado inicialmente. Por lo tanto, en un escenario conservador, se proyecta una baja de 33% en las ventas al cierre de 2020, que será revertida a partir de 2021 en función del incremento en la capacidad productiva y en los niveles de eficiencia en los procesos de producción, así como de la recuperación en la economía y en el sector de la construcción. El avance en la curva de aprendizaje de los procesos en la nueva planta productiva de la compañía repercutirá en menores costos en el futuro cercano, por lo cual se estima una participación de 82% del costo de ventas sobre los ingresos al cierre de 2020, que disminuirá a niveles cercanos a 80% para 2021 y 2022. Se estima una reducción en los gastos operativos en función del esquema de remuneración variable y del proceso de optimización integral que se encuentra en etapa de implementación, mientras que los gastos financieros responderán a la adquisición y cancelación de obligaciones bancarias, con tasas similares al promedio histórico, así como a la colocación de la presente Emisión de Obligaciones.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, en un escenario conservador se estima que la cartera incrementará para 2020 a pesar de la disminución de las ventas, para considerar la menor liquidez circulante y su efecto sobre los niveles de recuperación. Este comportamiento tenderá a normalizarse a partir de 2021. Se estima que el nivel de inventarios disminuirá al cierre de 2020 en función de la estrategia implementada a partir del último año, y que se mantendrá en niveles cercanos a los USD 90 millones durante el periodo de vigencia de la Emisión. De igual manera, se supone una inversión creciente en activos fijos hasta 2022, que permitirá incrementar los niveles de eficiencia. Las proyecciones consideran la colocación total de la Primera Emisión de Obligaciones, para analizar el efecto sobre la estructura del balance y la capacidad de generación de flujos y de pago de obligaciones en un escenario estresado. La colocación del papel comercial podría reemplazar a las obligaciones bancarias de corto plazo, diversificando la estructura de financiamiento. No obstante, las proyecciones evidencian que la compañía cuenta con una óptima capacidad de generación de flujo mediante recursos operativos y de financiamiento externo, aún sin considerar la colocación completa del Papel Comercial. En cuanto al patrimonio, se estima que este se verá fortalecido por las utilidades generadas entre 2020 y 2022.

PREMISAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CRITERIO
	Actual				Proyectado			
Ingresos de actividades ordinarias	247.923	285.145	315.669	284.367	-33%	20%	4%	
Costo de ventas y producción	74%	81%	85%	83%	82%	80%	80%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	-7%	-7%	-6%	-5%	-6%	-6%	-6%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	15%	15%	13%	13%	21%	18%	17%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (LP)	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	5%	5%	6%	6%	7%	7%	7%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	44%	41%	50%	46%	54%	47%	48%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	24%	18%	14%	8%	10%	9%	9%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (LP)	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre Costo Ventas

Tabla 13: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA.; **Elaboración:** GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

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

ÍNDICES		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Tipo	Actual			Proyectado		
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	2,04	1,55	1,81	1,76	1,81	2,06
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,36	0,50	0,44	0,48	0,53	0,51
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,57	0,58	0,54	0,48	0,43	0,40
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,72	0,76	0,80	0,78	0,71	0,67
Deuda LP / Activos Totales	S	0,32	0,25	0,28	0,22	0,16	0,15
EBITDA / Gastos Financieros	S	4,82	3,29	2,83	2,27	4,59	4,92
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,08	0,05	0,07	0,06	0,09	0,09
Margen Bruto / Ventas	R	0,19	0,15	0,17	0,18	0,20	0,20
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,05	0,02	0,03	0,00	0,04	0,05

Tabla 14: Índices financieros reales y proyectados.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

LIQUIDEZ

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado, favorecido por los elevados niveles de inventario producto del giro propio de negocio, así como por el monto de efectivo y equivalentes, que es superior al nivel necesario para su operación. Al término de 2019 el coeficiente de liquidez presentó una mejora, al pasar de 1,55 a 1,81, debido, por un lado, al pago de saldos a proveedores, y, por otro lado, a la cancelación de obligaciones bancarias de corto plazo. Para abril de 2020 la razón corriente fue de 1,89, evidenciando la capacidad de la compañía de mantener liquidez aún en escenarios de estrés. Para el periodo proyectado, de acuerdo con la estrategia de la compañía, se generará una menor necesidad de recursos externos para financiar la compra de materia prima, en función del menor aprovisionamiento, lo que permitirá mantener el índice de liquidez en niveles similares a los históricos. Se debe considerar que la colocación de la presente Emisión de Papel Comercial se destinará en su totalidad al financiamiento de capital de trabajo, por lo cual los niveles de liquidez no se verían afectados.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró en el largo plazo, impulsado por la deuda con el Banco Interamericano de Desarrollo que otorgó un periodo de amortización de 10 años, y que constituye el monto más representativo dentro del pasivo bancario. Para 2018 la participación del pasivo corriente incrementó al 50%, en función de la amortización de obligaciones bancarias de largo plazo y del aumento en las cartas de crédito, pero esta participación se redujo nuevamente al cierre de 2019 producto del pago de cuentas a proveedores y de menores operaciones bancarias de corto plazo. La amortización de las obligaciones bancarias de largo plazo impulsará al alza la participación del pasivo corriente durante periodos futuros, considerando la colocación de la Primera Emisión de Papel Comercial que se concentrará en el corto plazo. Otra alternativa incluye la reestructuración de los vencimientos de la deuda bancaria considerando la buena relación que mantiene la compañía con entidades financieras locales y del exterior, lo cual volvería a estas proyecciones muy conservadoras.

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

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada; el total de pasivos representa cerca del 53% de los activos, lo que señala que existe una autonomía financiera y una estructura de financiamiento de bajo riesgo, que permite un amplio margen de maniobra en el caso de ser necesario, para poder cubrir las obligaciones. El índice de apalancamiento alcanzó un mínimo de 1,16 veces en abril de 2020, en función de la estrategia adoptada por la compañía de reducir los niveles de deuda neta y consecuentemente la relación entre pasivo y patrimonio, por lo que se estima que el peso del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento será creciente entre 2020 y 2022.

La deuda financiera fue el pasivo más representativo durante el periodo analizado, con una participación de 80% sobre el pasivo total al cierre de 2019 y en abril de 2020, situación que genera un mayor gasto financiero. La deuda con costo, correspondiente fundamentalmente a préstamos bancarios, se concentra en el largo plazo, generando una menor presión sobre los flujos de la compañía. La estrategia de disminución de la deuda neta permitirá reducir el peso del pasivo financiero durante el periodo de vigencia de la Emisión, y consecuentemente, generar un gasto financiero más bajo.

Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA presentó una cobertura adecuada sobre el gasto financiero; no obstante, el gasto financiero mantuvo una tendencia creciente en función del incremento de la deuda bancaria, lo cual, a su vez, generó una tendencia decreciente en la cobertura del EBITDA. Para 2019 la relación entre el EBITDA y el gasto financiero fue de 2,83 veces, la cual se estima se mantendrá durante 2020 y que mejorará en periodos futuros en función de la menor deuda financiera y de la mejora en los resultados operativos de la compañía.

Lo anterior evidencia que ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA está en capacidad de hacer frente a sus obligaciones tanto de corto como de largo plazo.

RENTABILIDAD

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos. Los niveles de margen bruto fluctuaron en función de los precios de la materia prima y de los costos asociados a los procesos productivos en la nueva planta de producción, que todavía no alcanzan los niveles máximos de eficiencia. En este sentido, se estima que la tecnología implementada en la planta de producción de Milagro y el avance en la curva de aprendizaje de los procesos de producción permitirán reducir los costos y, consecuentemente, incrementar el margen bruto durante el periodo de vigencia de la Emisión, lo que le permitirá a la compañía retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación.

El margen operacional revela que la compañía ha sido eficiente para generar ganancias a partir de las operaciones ordinarias. Al cierre de 2019 el margen operativo fue de 7%, frente al 5% en 2018, lo que señala una mejora en la eficiencia operativa en función de la implementación del programa integral de optimización, que le ha permitido a la compañía reducir gastos de personal y de locales comerciales. Se prevé que esta estrategia continuará para periodos futuros, lo cual permitirá incrementar el margen operativo a niveles cercanos al 9% en 2022.

El rendimiento sobre el patrimonio mantuvo niveles positivos durante el periodo analizado, con excepción de abril de 2020 cuando se registró una pérdida neta producto de la paralización económica y su efecto sobre las ventas. Al cierre de 2019, el rendimiento sobre el patrimonio alcanzó un nivel de 3%, con un incremento de 1 punto porcentual con respecto a 2018 en función de la mejora en la utilidad neta registrada. La rentabilidad sobre el patrimonio se deteriorará al cierre de 2020 en función de la caída en la actividad de la compañía, pero incrementará para 2021 y 2022, lo cual refleja la capacidad de la compañía de generar retornos para los inversionistas.

245

CUANTIFICACIÓN CONJUNTA DE LOS ÍNDICES

En el caso de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA, los índices calculados alcanzan en todos los años valores que se encuentran en las categorías más altas dentro de la escala de calificación. Debe considerarse que los

indicadores calculados se ponderan con diversos factores cualitativos para determinar la calificación final de la entidad.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
RESULTADOS MODELO	10,00	9,49	10,00	10,00	10,00	10,00

Tabla 15: Índices de calificación.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

INDICADORES PROYECTADOS

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

DEUDA NETA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado			Interanual	
Obligaciones con entidades financieras CP	34.839	36.135	83.679	61.565	36.981	26.221	41.421	86.033	64.537
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	2.493	23.563	23.563	-	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	117.048	139.972	114.910	117.389	83.457	57.236	53.815	125.286	115.343
Obligaciones emitidas LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	30.980	24.002	10.658	19.063	19.780	9.883	8.043	22.792	22.117
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	120.907	152.105	187.931	162.384	124.221	97.136	87.193	188.527	157.762

Tabla 16: Evolución deuda neta (miles USD).
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que los valores de deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo presentaron un incremento entre 2016 y 2018, producto de la mayor deuda bancaria registrada en el corto plazo, así como un manejo eficiente de los niveles de efectivo. A partir de 2019 la compañía implementó una estrategia de disminución de la deuda neta, que se mantuvo para abril de 2020 debido al incremento en los niveles de efectivo como estrategia para disponer de liquidez ante la crisis actual; se debe considerar que la compañía suprimió y renegoció pagos pendientes y adoptó medidas para cuidar la caja. Se estima que la estrategia de disminución de la deuda neta se mantendrá durante el periodo de vigencia de la Emisión, evidenciando una menor necesidad de recursos externos para financiar las actividades de la compañía, incluso considerando la inversión en infraestructura.

INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado			Interanual	
Deuda Neta	120.907	152.105	187.931	162.384	124.221	97.136	87.193	188.527	157.762
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	46.304	7.370	(16.768)	34.252	40.641	34.096	24.579	1.941	4.184
Necesidad Operativa de Fondos	75.060	95.606	138.060	127.874	109.196	108.991	115.422	147.035	123.219
Años de Pago con EBITDA (APE)	2,6	4,2	5,3	4,0	4,5	2,4	2,1	5,0	9,2
Años de Pago con FLE (APF)	2,6	20,6	-	4,7	3,1	2,8	3,5	97,1	37,7
Servicio de Deuda (SD)	9.982	19.663	83.730	59.428	53.008	48.557	41.671	77.894	56.221
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,75	1,85	0,42	0,69	0,53	0,82	0,98	0,16	0,10

Tabla 17: Evolución de indicadores.
Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados. Los años de pago, tanto con EBITDA como con flujo libre de efectivo, son coherentes con los vencimientos de la deuda, lo cual resalta la capacidad de la compañía de cubrir sus obligaciones a tiempo. Se evidencia una disminución significativa en la necesidad operativa de fondos al cierre de 2020, en función de la estrategia de reducción de inventarios.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro demuestra que, durante los últimos años y la cobertura del servicio de la deuda ha sido inferior a uno, por lo cual la compañía ha recurrido al financiamiento de terceros para cubrir los vencimientos de corto plazo.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AAA

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

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

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

El Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Papel Comercial ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA, 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

247

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016 Actual	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	ABRIL 2019 Interanual	ABRIL 2020 Interanual
ACTIVO	397.761	431.292	451.288	423.245	379.707	356.150	350.818	475.925	417.682
ACTIVO CORRIENTE	171.148	182.016	202.491	179.889	155.014	146.094	149.822	233.010	184.237
Efectivo y equivalentes al efectivo	30.980	24.002	10.658	19.063	19.780	9.883	8.043	22.792	22.117
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	38.052	42.018	41.820	37.446	39.527	40.148	40.561	53.515	46.605
Inventarios	80.720	95.896	134.522	108.935	85.435	85.893	91.620	147.538	105.496
Anticipos a proveedores	3.075	3.234	3.758	3.319	3.817	4.199	4.157	-	-
ACTIVO NO CORRIENTE	226.613	249.276	248.797	243.356	224.693	210.056	200.996	242.915	233.445
Propiedades, planta y equipo	285.627	316.943	333.895	339.345	325.087	312.622	303.563	235.956	224.422
Terrenos	14.736	14.736	14.736	14.736	14.736	14.736	14.736	-	-
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(76.905)	(89.331)	(107.040)	(126.042)	(126.042)	(126.042)	(126.042)	-	-
Propiedad de inversión	124	2.843	2.843	2.843	2.843	2.843	2.843	2.843	2.885
PASIVO	223.490	245.667	261.985	227.955	183.633	151.403	141.618	285.897	224.660
PASIVO CORRIENTE	89.635	89.272	131.012	99.567	88.028	80.520	72.653	144.026	97.307
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	43.573	40.894	37.338	17.977	15.233	16.518	16.224	54.017	28.883
Obligaciones con entidades financieras CP	34.839	36.135	83.679	61.565	36.981	26.221	41.421	86.033	64.537
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	2.493	23.563	23.563	-	-	-
Anticipo de clientes CP	2.577	2.987	1.672	3.536	1.768	1.856	1.875	-	-
PASIVO NO CORRIENTE	133.855	156.395	130.973	128.388	95.605	70.883	68.965	141.871	127.353
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas LP	139	1.414	944	530	533	532	534	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	117.048	139.972	114.910	117.389	83.457	57.236	53.815	125.286	115.343
Provisiones por beneficios a empleados LP	15.750	14.235	15.119	10.469	11.615	13.115	14.616	14.880	10.700
Pasivo por impuestos no corrientes	918	774	-	-	-	-	-	781	795
PATRIMONIO NETO	174.271	185.625	189.303	195.290	196.075	204.747	209.200	190.028	193.021
Capital suscrito o asignado	72.500	72.500	72.500	72.500	72.500	72.500	72.500	72.500	72.500
Reserva legal	16.956	18.605	19.583	19.943	19.943	19.943	19.943	19.943	19.943
Ganancias o pérdidas acumuladas	64.772	81.193	90.076	93.509	99.300	100.085	103.721	93.313	99.300
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	3.547	3.547	3.547	3.547	3.547	3.547	3.547	3.546	3.546
Ganancia o pérdida neta del periodo	16.496	9.780	3.597	5.791	785	8.672	9.489	725	(2.268)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2016 Actual	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	ABRIL 2019 Interanual	ABRIL 2020 Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	247.923	285.145	315.669	284.367	191.180	229.416	238.593	97.339	54.805
Costo de ventas y producción	182.988	231.125	267.554	235.637	156.768	183.533	190.874	82.526	46.492
Margen bruto	64.935	54.020	48.115	48.730	34.412	45.883	47.719	14.813	8.313
(-) Gastos de administración	(14.010)	(13.687)	(12.971)	(12.721)	(10.813)	(11.137)	(11.583)	(3.966)	(3.423)
(-) Gastos de ventas	(17.506)	(18.832)	(18.241)	(15.412)	(11.224)	(13.468)	(14.007)	(5.325)	(3.166)
(+) Otros ingresos operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-)Otros gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	33.419	21.501	16.903	20.597	12.376	21.278	22.129	5.522	1.724
(-) Gastos financieros	(6.123)	(7.530)	(10.709)	(14.433)	(12.244)	(8.657)	(8.293)	(4.884)	(4.601)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	(885)	216	612	234	1.051	459	477	205	608
Utilidad antes de participación e impuestos	26.411	14.187	6.806	6.398	1.183	13.080	14.313	844	(2.268)
(-) Participación trabajadores	(3.962)	(2.128)	(1.021)	(960)	(178)	(1.962)	(2.147)	(116)	-
Utilidad antes de impuestos	22.449	12.059	5.785	5.438	1.006	11.118	12.166	728	(2.268)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(5.953)	(2.279)	(2.188)	353	(221)	(2.446)	(2.676)	(2)	-
Utilidad neta	16.496	9.780	3.597	5.791	785	8.672	9.489	725	(2.268)
EBITDA	47.409	36.326	35.274	40.873	27.847	39.742	40.788	12.462	5.713

248

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2016 Actual	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	ABRIL 2019 Interanual	ABRIL 2020 Interanual
Flujo Actividades de Operación	46.304	7.370	(16.768)	34.252	40.641	34.096	24.579	1.941	4.184
Flujo Actividades de Inversión	(53.631)	(36.038)	(18.089)	(8.128)	(1.213)	(6.000)	(9.600)	(1.896)	(230)
Flujo Actividades de Financiamiento	1.552	21.689	21.513	(17.719)	(38.711)	(37.993)	(16.819)	12.088	(899)
Saldo Inicial de Efectivo	36.755	30.980	24.002	10.658	19.063	19.780	9.883	10.658	19.063
Flujo del período	(5.775)	(6.979)	(13.344)	8.405	717	(9.897)	(1.840)	12.134	3.054
Saldo Final de efectivo	30.980	24.002	10.658	19.063	19.780	9.883	8.043	22.792	22.117

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

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

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

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

249

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

GLOBALRATINGS
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

CALIFICACIÓN PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA

Corporativos
29 de junio de 2020

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

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

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Papel Comercial de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA en comité No.188-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de junio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha abril de 2020. (Aprobada por la Junta General de Accionistas el 13 de mayo de 2020 por un monto de hasta USD 25.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región, y la industria de acero se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la paralización económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se posiciona como líder en la producción y comercialización de productos largos, y como un importante actor en el desarrollo de la industria siderúrgica a nivel nacional, con participaciones de mercado que oscilan entre 28% y 50% para los diversos productos que comercializa.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es pionera en el reciclaje y fabricación de acero y cuenta con casi 60 años de experiencia y trayectoria. Sus operaciones se realizan bajo estrictas normas técnicas y de seguridad, acompañadas de un eficiente programa integral en protección ambiental.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, y que está conformado por el Presidente del Directorio, seis Directores Principales, un Director Alterno y un Secretario Corporativo. El Directorio se reúne cada dos meses para establecer políticas y procesos que permitan ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la compañía, así como otras disposiciones que garanticen la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas.
- ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con más de 280 proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración y garantiza el aprovisionamiento oportuno de materia prima. La compañía creó la iniciativa "Club de Recicladores", con el objetivo de formalizar y fidelizar a los proveedores de chatarra y generar una red de recolección a nivel nacional.
- Entre 2017 y 2018 la compañía culminó el montaje y activación de la segunda planta de producción con tecnología de vanguardia, ubicada en el cantón Milagro, provincia del Guayas, que le permitió incrementar su capacidad productiva, diversificar su producción y reducir el volumen de importaciones. El proyecto constituyó la inversión privada más grande en el país, financiada mediante recursos del Banco Interamericano de Desarrollo.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se encuentra inmersa en un programa de optimización integral, para incrementar la eficiencia en todos los niveles de la organización, tanto operativos como administrativos.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece adicionalmente un límite de endeudamiento que restringe la relación entre el pasivo financiero y el patrimonio a un máximo de 3 veces.

250

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA provienen de la venta de productos metálicos, laminados y trefilados de elaboración propia, así como de la comercialización de cemento de la marca Selvalegre, lo que le permite tener un portafolio de ventas diversificado y que atiende a diversas necesidades y sectores de la economía. Entre 2017 y 2019, los ingresos mantuvieron una tendencia creciente en función del incremento en la capacidad productiva de la compañía. El montaje de la segunda planta de producción en Milagro en 2017 permitió consolidar los procesos de fundición y laminación, lo que dio paso a la producción de una mayor variedad de productos destinados a diversos