

## Segunda Emisión de Obligaciones Fábrica de Envases S.A. FADESA

<b>Comité No. 016-2020</b>			
<b>Informe con EEFF no auditados al 30 de noviembre de 2019</b>		<b>Fecha de comité: 29 de enero de 2020</b>	
Periodicidad de actualización: Semestral		Mercado de Valores/Ecuador	
<b>Equipo de Análisis</b>			
Yoel Acosta	<a href="mailto:yacosta@ratingspcr.com">yacosta@ratingspcr.com</a>	(593) 2 323-0490	
<b>Instrumento Calificado</b>	<b>Calificación</b>	<b>Revisión</b>	<b>Resolución SCVS</b>
Segunda Emisión de Obligaciones de Fábrica de Envases S.A. FADESA	AAA	Nueva	Pendiente

### Significado de la Calificación

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

*“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”*

### Racionalidad

El Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad otorgar la calificación de “AAA” a la **Segunda Emisión de Obligaciones de Fábrica de Envases S.A. FADESA**. La calificación se sustenta en la experiencia y trayectoria del emisor en el sector de fabricación de envases metálicos y plásticos, que le ha permitido mantener una posición de líder. Asimismo, se observa que la empresa tiene como línea principal el segmento de envase de alimentos lo que lo hace menos sensible al comportamiento de la economía al tratarse de bienes de primera necesidad; igualmente, la calificadora de riesgos considera positivo los niveles liquidez y solvencia que le permiten cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones. La calificación también considera que la empresa pertenece al grupo Vilaseca, el cual cuenta con una amplia trayectoria nacional e internacional. Por otro lado, en lo referente a las proyecciones se pudo observar que se realizan de acuerdo con el comportamiento de la empresa y de la economía ecuatoriana.

### Riesgos Previsibles

- Por el tipo de negocio en el que se desenvuelve, la entidad es sensible a los precios internacionales de la materia prima como aluminio y acero; no obstante, la institución utiliza para la producción de envases diversos productos como hojalata y cobre; por lo que no dependen únicamente del precio de un solo componente.
- La empresa es sensible a decisiones gubernamentales respecto a aranceles de importación, FADESA compra materia prima en el exterior, por lo que se podría ver afectada si se incrementan dichos aranceles; para mitigar el riesgo la empresa mantiene proveedores tanto nacionales como internacionales.
- El riesgo de concentración de la empresa es importante, para la fecha tienen un total aproximado de 600 clientes de los cuales los primeros 20 representan aproximadamente el 85% de la cartera, por lo que, si alguno de los primeros 20 clientes caen en mora, la institución podría verse afectada, para mitigar este riesgo, la compañía mantiene una muy buena relación con sus clientes que le permite tener una cartera de calidad.
- El negocio de la producción de envases requiere mantener un elevado nivel de activos fijos e inventarios los cuales están expuestos a calamidades naturales, incendios, robos, etc., para ello cuentan con pólizas de seguro que cubren cualquier incidente que pueda presentarse.

- La deuda total que mantiene la empresa está concentrada principalmente en el corto plazo, lo que suprime el flujo de la empresa y su capital de trabajo; para corregir esta situación, la institución se encuentra en proceso de emisión de deuda a largo plazo.

## Instrumento Calificado

### Segunda Emisión de Obligaciones de Fábrica de Envases S.A. FADESA

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Fábrica de Envases S.A. FADESA, celebrada el 17 de diciembre de 2019 resolvió aprobar la segunda emisión de obligaciones de largo plazo por USD 20,00 millones, según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Cuadro 1: Características de la Emisión Obligaciones				
<b>Emisor:</b>	Fábrica de Envases S.A. FADESA			
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 20.000.000			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América			
<b>Características</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto (US\$)</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa</b>
	E	10.000.000	1800	7,50%
	F	10.000.000	1800	7,50%
<b>Valor nominal</b>	Los títulos son desmaterializados y negociados por cualquier valor nominal desde US\$ 1.000			
<b>Base de Cálculo</b>	Se consideró años comerciales de 360 días.			
<b>Fecha de Emisión:</b>	El plazo del título correrá a partir de la fecha de negociación de estos en las Bolsas de Valores, entendiéndose como fecha inicial de cálculo la fecha de la primera colocación primaria de la clase.			
<b>Modalidad de pago de Intereses</b>	Las dos clases de la emisión pagarán una tasa de interés del 7,50% anual, los cuales serán pagados cada 90 días			
<b>Amortización de Capital</b>	El pago de capital se efectuará cada noventa días contados a partir de la fecha de emisión de cada una de las Clases de la obligación hasta la redención total de capital.			
<b>Destino de los recursos:</b>	100% Reestructuración de pasivos con costo.			
<b>Garantía:</b>	Garantía General en los términos establecidos en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
<b>Resguardos de Ley</b>	<p>La compañía Fabrica de Envases S.A. FADESA, mientras se encuentren en circulación las obligaciones, establece los siguientes compromisos y resguardos:</p> <p>a) 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.</p> <p>b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p> <p>c) 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</p>			
<b>Sistema de Colocación:</b>	Bursátil y no contempla contrato underwriting. Tampoco contempla sorteos ni rescates anticipados.			
<b>Agente Colocador:</b>	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV			
<b>Agente Pagador:</b>	Esta función la desarrolla el emisor a través del DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
<b>Representante Obligacionistas:</b>	AVAL CONSULTING Cia. Ltda.			
<b>Límite de Endeudamiento:</b>	Pasivos con costo de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

## Resumen Ejecutivo

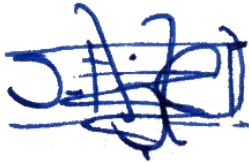
---

- La empresa Fábrica de Envases S.A. FADESA se constituye el 19 de agosto de 1981 y pertenece al sector de manufactura del Ecuador. La empresa tiene como objeto la elaboración, fabricación y el montaje de toda clase de envases, tubos y tapas de hojalata, aluminio, plásticos o cualquier otro material, entre los principales productos que produce se encuentran tapas corona para botellas, tapas de rosca de aluminio, baldes de polietileno, botellas PET, botellas y frascos de PVC, accesorios metálicos para oficinas y el hogar; así como, tubos de aluminio para productos farmacéuticos y de belleza.
- Para diciembre 2018, Fábrica de Envases S.A. FADESA se ubica en primer lugar en su sector económico según el CIIU C2591.00 con una participación de 89,15%, seguido de Indalum con el 4,88%, Filaret con el 2,49% e Industrias CLAVEC con el 1,88%. Igualmente, en cuanto a su posicionamiento del sector de metales, FABRICA DE ENVASES S.A. FADESA se encuentra en el primer lugar con el 45% seguido de Envases del Litoral S.A. 31% y Seatech International Inc. con el 11%.
- El total de activos de Fábrica de Envases S.A. FADESA, ha presentado una tendencia creciente durante los últimos cinco años (2014-2018) el cual se ha visto impulsado principalmente por el incremento de las cuentas por cobrar comerciales e inventarios, dado su giro del negocio. Al tratarse de una empresa transformadora de materia prima, posee un balance entre activos corrientes (Cuentas por Cobrar e Inventarios) y activos no corrientes (Activos Fijos) teniendo una composición al cierre del mes de noviembre de 2019 de 57,47% y 42,52% respectivamente.
- El total de pasivos del emisor totalizó un saldo de US\$ 90,75 millones a la fecha de corte con lo que se incrementó en 8,58% con respecto al mismo mes del periodo anterior (US\$ 83,58 millones), producto principalmente del incremento del fondeo a corto plazo con instituciones financieras (+US\$ 10,16 millones). Este comportamiento difiere de lo mostrado en los últimos cinco años en donde se observa que la empresa se apalancaba principalmente en proveedores (cuentas por pagar). Históricamente el total de los pasivos se ha concentrado en el corto plazo con una representación promedio del 79,48%, quedando el apalancamiento en el largo plazo en un porcentaje promedio del 20%; es importante mencionar que la entidad quiere aplicar la estrategia de migrar pasivo hacia el largo plazo, por tal razón está en proceso de emitir deuda a largo plazo. El total de pasivos se encuentra conformado principalmente por cuentas por pagar (35,11%) y obligaciones bancarias (34,81%).
- En lo concerniente al patrimonio de la institución, se puede observar que presenta una tendencia positiva en el tiempo de estudio, a excepción del último año (nov18 a nov19) en donde experimenta una caída marginal. Por tal razón, a la fecha de corte el patrimonio alcanza un monto de US\$ 74,02 millones, decreciendo anualmente en 0,26% en comparación con el mes de noviembre de 2018 (US\$ 74,26 millones); está compuesto principalmente en un 59,72% por los resultados acumulados, 32,89% por el capital social y el resto de porcentaje (7,39%) en reservas legales.
- Se evidencia que los ingresos de Fábrica de Envases S.A. FADESA no presentan una fuerte sensibilidad a la coyuntura económica del país, ni al sector en el que se desenvuelve; sin embargo, si es sensible al comportamiento de su principal materia prima (Hojalata). En este sentido, los mayores ingresos de la empresa fueron en el año 2018 con un valor de US\$ 109,84 millones y para el mes de noviembre de 2019 los ingresos de la compañía continúan en ascenso hasta presentar un saldo de US\$ 113,82 millones creciendo anualmente en 11,41% con respecto al mismo mes del año anterior (US\$ 102,12 millones). La causa de este crecimiento en el aumento de los pedidos de los clientes y la diversificación de las líneas de negocios.
- La evolución experimentada por la utilidad neta de la empresa tiene efectos muy positivos en los indicadores de rentabilidad; en lo concerniente a la rentabilidad del activo (ROA), al cierre del mes de noviembre de 2019 presentó un porcentaje de 3,87% aumentando anualmente en 1,74 pp en comparación con el mismo mes del año anterior (2,13%); igualmente, el indicador de rentabilidad del patrimonio (ROE), presentó a noviembre de 2019 un porcentaje de 8,62% cifra superior en 4,08pp si lo comparamos con el mes de noviembre de 2018 (4,54%). PCR opina que la empresa produce un margen bruto holgado que le permite cubrir con amplia diferencia sus gastos operativos y financieros.
- Para el año 2020, la empresa estima un crecimiento del 2,17% en sus ingresos y totalizaría un valor de US\$ 125,94 millones, existiendo una desaceleración frente al año anterior (+12,22% en 2019). No obstante, para los años posteriores proyectan un crecimiento conservador de ventas (2,00%). Igualmente ocurre con los costos, los cuales presentan crecimiento de 7,49% hasta 2019, y a partir del 2020 un crecimiento del 2%; la utilidad bruta al mes de noviembre de 2019 se ubica en 22,89 millones, presentando un crecimiento de 24,40% anual, en las proyecciones realizadas se prevé un crecimiento

de la utilidad bruta para el 2020 de 13,98% y a partir de allí un crecimiento del 2,00% en concordancia con lo proyectado en ventas y costos.

- Referente a los flujos EBIT del emisor, según lo proyectado, se espera que culmine el 2020 en US\$ 14,15 millones, cifra conservadora tomando en cuenta que para el año 2019 crecería en aproximadamente el 300%; posteriormente, las tasas de crecimiento son aún más conservadores fluctuando entre 2% y 5%. En el mismo orden de ideas, se tiene estimado que la deuda financiera luego de las emisiones del 2020 vaya decreciendo en el tiempo hasta llegar hasta los US\$ 27,59 millones en el 2024. Afectando positivamente al indicador Deuda Financiera / EBIT, el cual se expandiría y terminaría en una relación de 2,73 veces (2021), luego, en los siguientes años se iría reduciendo hasta cerrar el año 2024 en 1,80 veces, puesto que se contempla que la deuda disminuya en los siguientes años.
- La Junta General de Accionistas determina que los recursos provenientes de la segunda emisión de obligaciones a largo plazo serán destinados en un 100% a la reestructuración de pasivos.
- La presente emisión está respaldada con garantía general y resguardos de ley previstos en la ley de mercados de valores y sus normas complementarias.

Atentamente,



Econ. Santiago Coello  
**Gerente General**  
**Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.**