Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y Tercer Programa de Corto Plazo o Papel Comercial - Fabrica de Envases S.A. FADESA

Comité No. 151.152-2020	
Informe con EEFF no auditados al 31 de mayo de 2020	**Fecha de comité: 10 de julio de 2020**
Periodicidad de actualización: Semestral	Mercado de Valores/Ecuador

Equipo de Análisis		
José Matías Velastegui	jvelastegui@ratingspcr.com	(593) 2 323-0490

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - FABRICA DE ENVASES S.A. FADESA	AAA	Primera	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002693 (16 de Marzo de 2020)
Tercer Programa de Papel Comercial - FABRICA DE ENVASES S.A. FADESA	AAA	Primera	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002700 (16 de Marzo de 2020)

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 vería 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

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la calificación de **"AAA"** a la **Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y al Tercer Programa de Papel Comercial** de **Fabrica de Envases S.A. FADESA.** La calificación se sustenta en el posicionamiento del emisor como líder en la fabricación de envases metálicos y plásticos, que le permiten gozar de buena aceptación en un mercado que no ha sido golpeado en gran magnitud por la pandemia del COVID-19. De esta forma, se destaca que la empresa ha podido incrementar sus ventas a nivel interanual, lo que le permite generar flujos suficientes para cumplir en tiempo y forma con todas sus obligaciones. La calificación también considera los buenos niveles de liquidez y solvencia de la empresa, así como que la empresa pertenece al grupo Vilaseca, el cual cuenta con una amplia trayectoria nacional e internacional. Por otro lado, las proyecciones se muestran razonables al comportamiento histórico del emisor y se ha verificado que los flujos proyectados cumplen con las características de las emisiones.

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.

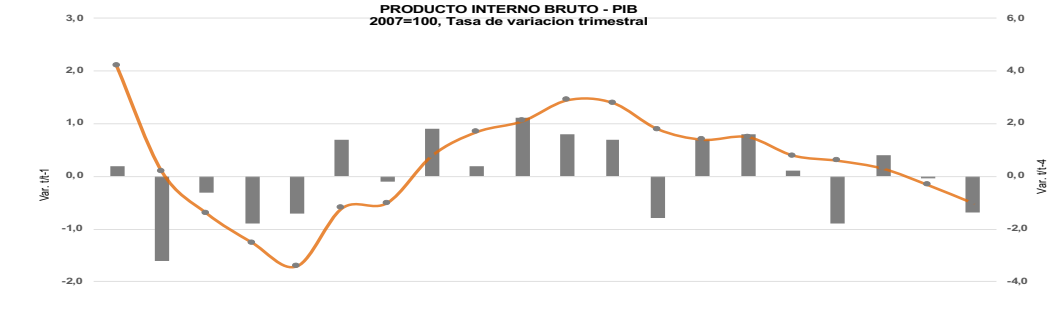
Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

El 11 de marzo de 2020 la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró a la propagación del virus COVID-19 como una pandemia de escala global. La incertidumbre y desconocimiento de los mecanismos de contagio del nuevo virus limitan las opciones de control y respuesta para la prevención. Por esto, además de fuertes medidas de control sanitario e higiene, la OMS y demás epidemiólogos consideran el distanciamiento social como la única alternativa viable para reducir la curva de transmisión del virus y, de esta manera, disminuir la presión sobre los sistemas de salud alrededor del mundo. El distanciamiento social se ha traducido en cuarentenas generalizadas en todos los continentes, por lo que la actividad económica se ha reducido dramáticamente en todo el mundo. La prioridad de lideres y profesionales a nivel global es evitar la irreparable perdida de vidas, tanto por la pandemia como por los efectos económicos de esta.

Frente a la coyuntura económica mundial desatada por la pandemia del COVID-19, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugiere a los gobiernos implementar políticas fuertes durante el proceso de respuesta a la crisis para salvaguardar los eslabones productivos de la economía. Para América Latina en particular, se recomienda la utilización de mecanismo de transparencia en el uso de los recursos, lo cual ha sido acatado por el gobierno ecuatoriano mediante la creación de la Cuenta de Asistencia Humanitaria en su plan económico de emergencia por el COVID-19. Este mismo organismo prevé una contracción de 6,3% del PIB real de Ecuador para el 2020, mientras que el promedio de contracción para Sudamérica sería de 5,0%. La severidad del declive económico del país se fundamenta en la débil posición en la que se encontraba previo a la pandemia: el 2019 mostró un crecimiento mínimo (0,05%) entrando en recesión durante los dos últimos trimestres del año, con una variación interanual de -0,3% para el tercer trimestre y de -1,0% para el cuarto trimestre. Si bien la economía había mostrado indicios de un proceso de desaceleración a principios de año, la coyuntura política y social de la segunda mitad del 2019 agudizaron los obstáculos para el crecimiento. No solo se evidencia un debilitamiento productivo, sino también social: la pobreza a nivel nacional alcanzó 25,0% a diciembre de 2019 (+1,8 p.p. var. Interanual) con un incremento de 0,5 p.p. de pobreza extrema, mientras que el empleo adecuado disminuyo en 1,8 p.p. a nivel interanual.

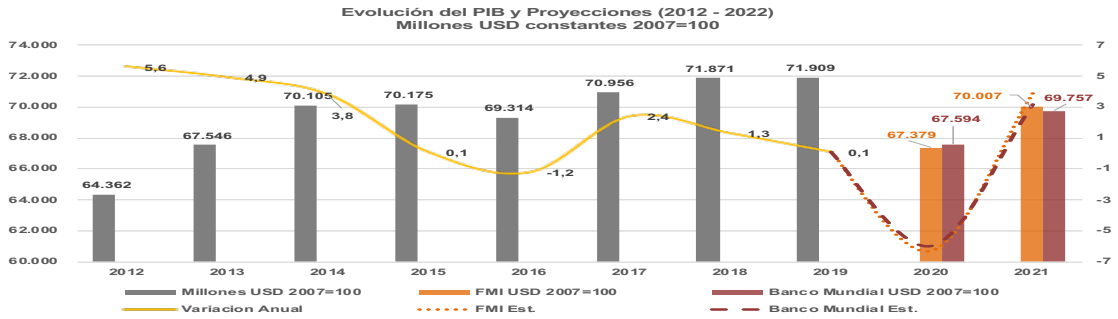


	t1-15	t2-15	t3-15	t4-15	t1-16	t2-16	t3-16	t4-16	t1-17	t2-17	t3-17	t4-17	t1-18	t2-18	t3-18	t4-18	t1-19	t2-19	t3-19	t4-19
Var. t/t-1	0,2	-1,6	-0,3	-0,9	-0,7	0,7	-0,1	0,9	0,2	1,1	0,8	0,7	-0,8	0,7	0,8	0,1	-0,9	0,4	0,0	-0,7
Var. t/t-4	4,2	0,2	-1,4	-2,5	-3,4	-1,2	-1,0	0,8	1,7	2,1	2,9	2,8	1,8	1,4	1,5	0,8	0,6	0,3	-0,3	-1,0

Fuente: Banco Central del Ecuador / **Elaboración:** BCE

A esto debe sumarse la caída de los precios del petróleo y la ruptura de dos oleoductos que transportan el crudo para su exportación. Esto no solo genera un impacto negativo para los ingresos fiscales, sino que también genera distorsión en la cadena productiva debido a la dependencia de la economía al sector petrolero, fenómeno evidente en el periodo de contracción 2014-2016. Si bien las exportaciones petroleras y no petroleras se han visto afectadas por la pandemia, las importaciones también muestran debilitamientos, incluso en mayor proporción a las exportaciones, por lo que el efecto sobre la balanza comercial ha sido marginal a febrero 2020. La disminución de la actividad económica del país tendrá también repercusiones para el sistema financiero nacional al reducirse sus niveles de intermediación financiera, en parte por la desaceleración de la demanda de crédito y por el incremento del riesgo asociado y los niveles de liquidez.

La evolución anual del PIB en el acumulado de 2019 muestra una contracción del gasto de consumo final del gobierno en 2,4% y una expansión del gasto consumo final de los hogares en 1,5%. El gasto del consumo final del gobierno revierte la expansión experimentada durante 2017 (+3,2%) y 2018 (+3,5%), mientras que el gasto de consumo final de los hogares ha desacelerado su crecimiento en comparación a 2017 (+3,7%) y 2018 (+2,1%). Ambas variables son de particular importancia para la economía nacional ya que generan la mayor cantidad de transacciones, donde observamos que una velocidad de circulación del dinero de aproximadamente 4,03 a diciembre de 2019 (4,15 para 2017 y 4,14 para 2018).[1] El incremento de tasas pasivas en el sistema financiero pudo haber ralentizado la velocidad de circulación, además de la débil inflación que reduce los estímulos para incrementar la circulación del dinero.



Fuente: Banco Central del Ecuador – FMI – Banco Mundial / **Elaboración:** BCE

El Banco Central del Ecuador (BCE) realizó una operación de corto plazo en el mercado internacional por US$ 300,00 millones respaldada con sus reservas de oro, para así garantizar la disponibilidad de las reservas bancarias y resguardar la liquidez del sistema financiero. De igual forma, la Corporación de Seguro de Depósitos emitió un informe técnico (CTRE-FSL-2020-02) mediante el cual se estima un requerimiento de liquidez del sistema financiero de US$ 200,00 millones (aproximadamente el 7% del Fideicomiso del Fondo de Liquidez), en base al riesgo de interconexión del sistema de bancos. No obstante, el BCE no tiene la capacidad de emisión de moneda, por lo que programas de estimulo monetario no son factible en el contexto ecuatoriano. Si bien se observa un incremento del crédito al gobierno central en el balance del BCE (+US$ 574,00 millones entre enero y marzo 2020), este comportamiento se registra desde mediados del 2019 y no necesariamente incrementa la liquidez de la economía ya que reduce las reservas del BCE. Una verdadera inyección de liquidez al sistema monetario dolarizado del país se espera mediante la captación de recursos del exterior, tanto por parte del gobierno central como por entidades del sistema financiero nacional con capacidad de gestionar líneas de crédito en el exterior.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONOMICO (PIB) DEL BANCO MUNDIAL Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL						
	Banco Mundial			FMI		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Latinoamerica y el Caribe	0,1%	-4,6%	2,6%	0,1%	-5,2%	3,4%
Ecuador	0,1%	-6,0%	3,2%	0,1%	-6,3%	3,9%
Colombia	3,3%	-2,0%	3,4%	3,3%	-2,4%	3,7%
Peru	2,2%	-4,7%	6,6%	2,2%	-4,5%	5,2%
Brasil	1,1%	-5,0%	1,5%	1,1%	-5,3%	2,9%
Argentina	-2,2%	-5,2%	2,2%	-2,2%	-5,7%	4,4%
Chile	1,1%	-3,0%	4,8%	1,1%	-4,5%	5,3%

El panorama macroeconómico de Ecuador se ve fuertemente limitado por las condiciones previas a la propagación de la pandemia declarada por el COVID-19. La crisis de salud pública requiere una respuesta contundente del gobierno central y sus escasos recursos; al mismo tiempo que paraliza la actividad económica de manera drástica a funciones netamente esenciales. Bajo estas premisas, la prioridad para el manejo económico del país será la captación de recursos que permitan fortalecer el sistema de salud publica para incrementar su capacidad de respuesta en el corto y mediano plazo; así como, fondos para la implementación de programas sociales que brinden ingresos vitales a los sectores mas vulnerables de la sociedad.

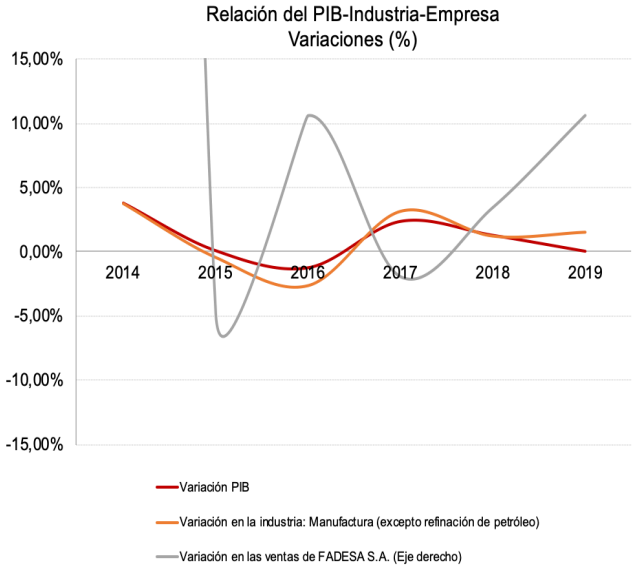
Para este propósito, la reestructuración de las obligaciones del estado es fundamental para liberar recursos de la caja fiscal y minimizar los requerimientos de acciones tributarias extraordinarias que pudieren restringir la liquidez de los hogares. El aporte tributario incluido en las medidas económicas planteadas por el gobierno muestra progresividad al apelar a la solidaridad de todos los sectores. Los organismos multilaterales han realizado un llamado a la solidaridad entre deudores y acreedores en todo nivel, por lo que se espera facilidades para la renegociación de deuda y gestión de nuevas líneas de crédito; sin

[1] Velocidad de circulación del dinero: ingreso nacional bruto / oferta monetaria (M1). Para el calculo de 2019 se estimo el ingreso nacional bruto en base al promedio de la relacion entre el PIB y el ingreso nacional bruto entre 2009 y 2018.

embargo, una dinámica similar será necesaria al interior del país para soportar el periodo de iliquidez generado por la crisis sanitaria. Al igual que el FMI y otros organismos internacionales, PCR considera que las acciones de respuesta tanto en el frente económico, como el social y sanitario, serán de vital importancia para la recuperación y reconstrucción de los entramados sociales y productivos posterior a la crisis.

Análisis de la Industria:

Para analizar el comportamiento ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este sentido, FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA ha tenido comportamientos distintos a los presentados por la industria manufacturera, donde el PIB y la industria comienzan a caer desde el año 2015, mientras que emisor presenta recuperación, igualmente ocurre en el año 2016, donde la industria se contrae y el emisor crece. Para el año 2017 se observa una recuperación del PIB y la industria, mientras que el emisor presenta un decrecimiento de sus ventas para consolidar un rebote en los años 208 y 2019, con una variación positiva mucho mayor a la mostrada por la industria de manufactura y el agregada de producción nacional. PCR considera que el emisor mantiene una correlación negativa con la industria y manteniendo una baja sensibilidad ante el comportamiento de la economía del país.



Fuente: FADESA S.A. / Elaboración: PCR

Las actividades del emisor corresponden a forja, prensado, estampado y laminados de metales; pulvimetalurgia, producción de objetos de metal directamente a partir de polvos de metal que se someten a tratamiento calorífico (sintonización) o de compresión. El sector manufactura es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas. A diciembre 2019, el sector representó un 11,81% del total del PIB ocupando el primer lugar en cuanto a aportación al PIB del país.

La industria metal mecánica conlleva una gama de procesos productivos, tanto en el trabajo de aceros, como en los de hierro, y derivados de minerales no ferrosos. Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, en la última encuesta publicada en el 2015 el consumo de materiales metálicos y derivados nacional fue de US$ 345 millones y US$ 400 millones extranjeros. Las barreras de entrada de la industria son las economías de escala, la alta especialización y alto nivel de inversión.

De acuerdo con ALACERO[2], la producción de acero crudo en Latinoamérica durante el año 2019 fue de 61,59 millones de toneladas, mientras que para el año 2018 fue de 65,10 millones de toneladas infiriendo así, un decremento de 5,39% para el último año, debido a la contracción demanda de esta materia prima. Ecuador representa apenas el 4% del total de producción de Latinoamérica, con un estimado de 607 mil toneladas en 2019 (+4,12% var. interanual). Con respecto a la producción de acero laminado, para el año 2019 se estima un decrecimiento del 1,5% con respecto al año anterior para alcanzar una producción total a nivel Latinoamericano de 65,93 millones de toneladas.

Por otra parte, la industria del aluminio utiliza la alúmina como materia prima para la producción del aluminio. Con ello, el principal productor mundial en el 2019 fue China con aproximadamente 36 millones de toneladas métricas seguido por India y Rusia. Las importaciones a Ecuador de "Productos Mineros para la Industria", donde se encuentra la alúmina, provienen principalmente de China (33,5%), Japón (10,1%), Estados Unidos (9,5%), Brasil (7,9%), y Colombia (7,5%), durante los dos primeros meses del 2020.

Durante los dos primeros meses del 2020 (enero-febrero) las exportaciones clasificadas como "Otras Manufacturas de Metal" tuvieron un 2,2% de participación sobre el total de exportaciones y una variación interanual 2,1% en el valor FOB exportado. Sin embargo, las toneladas métricas exportadas decrecieron en 3,8%. De tal manera, las exportaciones del sector se ubicaron en un valor FOB de US$ 57,7 millones durante los dos primeros del año, siendo el principal destino de las mismas Colombia (26,7%), Estados Unidos (17,7%), Perú (17,3%), Brasil (11,1%), y China (7,0%).

[2] Asociación Latinoamericana del Acero – Estimaciones basadas en 8 primeros meses del 2019.

Se espera que el impacto al sector exportador de manufacturas por la pandemia del COVID-19 se exprese mediante una contracción de la demanda en mercados tradicionales, por lo que las empresas se verán obligadas a buscar mercados alternativos. Ante la contracción económica prevista para el país durante el 2020 (-6,3%), el consumo de productos industriales experimentará una disminución a medida que las inversiones se detienen. Por esto, es primordial la búsqueda de nuevos mercados tanto en la región como en otros continentes.

Respecto con las expectativas del sector, en Ecuador se busca impulsar el uso de aluminio, acero y otros en el metal mecánico, cubrir la demanda insatisfecha local y aprovechar la suficiencia energética del País, ya que los costos de energía constituyen una de las principales debilidades en otros países productores y en Ecuador se ha generado esta ventaja competitiva. En este sentido, la industria ha contribuido con el desarrollo y ejecución de los más importantes proyectos de construcción pública y privada, realizando inversiones que le han permitido proveer todos los productos necesarios para la construcción de los proyectos hidroeléctricos, infraestructura civil, petrolera y telecomunicaciones.

Dentro de la industria metalmecánica los principales productos son los relacionados a la fabricación de laminados en caliente, conformados planos y conformados largos; es por esta razón que las actividades económicas en las que el sector influye, son las relacionadas a la fabricación de productos de hierro y acero, laminados metálicos, alambres, rejillas, redes, fabricación de semiconductores y resistores eléctricos y productos para la construcción como estructuras metálicas, marcos o armazones metálicos.

Perfil y Posicionamiento del Emisor:
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.

FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA forma parte del grupo Vilaseca, que cuenta con una amplia experiencia en el sector manufacturero y está conformado por un conglomerado de aproximadamente 115 empresas. Cabe indicar que, en noviembre de 2016, FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA se fusionó con Latienvases S.A., ampliando su volumen de fabricación e incrementando sus líneas de productos con soluciones de envases plásticos para productos industriales, farmacéuticos, alimenticios y cosméticos.

El Emisor cuenta con una planta de más de 42.000 metros cuadrados en la ciudad de Guayaquil, donde se elaboran envases metálicos de dos y tres piezas, principalmente para uso de la industria de conservas, alimentos y bebidas. Adicionalmente, cuenta con una planta industrial de 10.000 metros cuadrados para la fabricación de plásticos, con una capacidad de 5.770 toneladas de resina plástica anual.

Competencia
En base al nivel de ingresos durante el 2018, FABRICA 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%, dicho código contempla 14 empresas. En el siguiente cuadro se detallan las principales empresas.

EMPRESA	TOTAL INGRESOS	% DE PARTICIPACIÓN
FABRICA DE ENVASES S.A. FADESA	11.259.792.100,00	89,15%
INDALUM INDUSTRIAL DE ALUMINIO SA	616.035.006,00	4,88%
FILARET S.A.	314.499.367,00	2,49%
INDUSTRIAS CLAVEC C LTDA	237.106.663,00	1,88%
ALETEL ELECTRONICA S.A.	102.512.348,00	0,81%
UNIWELD ANDINA SA	25.177.245,00	0,20%
ESTRUCTURAS Y CUBIERTAS METALICAS STRUCTECH S.A.	20.518.319,00	0,16%
PROVEEDORES MECANICOS Y CONSTRUCTORES PROMECON S.A.	19.237.151,00	0,15%
DIRECICLA S.A.	15.873.994,00	0,13%
COMERCIAL ACEROSGAMA CIA. LTDA.	12.548.703,00	0,10%
AUSTROFESA S.A.	2.892.838,00	0,02%
GRIFERIAS DEL ECUADOR GRIDEEC C.L.	2.041.724,00	0,02%
FUNDICIÓN & MAQUINADO INDUSTRIAL FMI S.A.	1.978.220,00	0,02%
TOTAL GENERAL	12.630.213.709,00	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros **/ Elaboración:** PCR

Dentro de este sector operan un gran número de compañías, y dentro de éstas, solamente 3 empresas cuentan con alrededor del 87% de participación del mercado nacional de envases metálicos. Fábrica de Envases S.A. FADESA, se encuentra en el 1er lugar dentro de la industria que tienen mayores ingresos.

Compañía	Participación
Fábrica de Envases S.A. FADESA	45%
Envases del Litoral S.A.	31%
Seatech International Inc.	11%
Envases Metalúrgicos Envament S.A.	3%
Gloria y Mar S.A. Glorimarsa	3%
Metalpren S.A.	1%
Otros	6%

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Estrategias

Entre las principales estrategias que adoptó la empresa están: disminución de espesores (los mismos formatos con menor espesor), optimización en compras de materia prima, búsqueda de costos ocultos, reducción de costos de no calidad y plan agresivo de ventas con el cual en el 2019 se logró recuperar al cliente Cervecería Nacional.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA., tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría GC3, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Según la estructura organizacional, FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA cuenta con un Directorio y un Presidente Ejecutivo, que se encargan del buen desempeño de la compañía. Por otra parte, la empresa cuenta con dos divisiones de producción el de envases metálicos el cual tiene un director un gerente de operaciones, un gerente comercial y un gerente de calidad; igualmente el segmento de envases plásticos cuenta con un gerente y un gerente de operaciones, los cuales cuentan con experiencia en el mercado y tiene distribuidas sus funciones y atribuciones, de forma que las operaciones de la compañía se realicen de forma eficiente.

FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA tiene una paridad de trato en lo referente a los accionistas, ya que tienen los mismos derechos; además la compañía cuenta con un área encargada para mantener una comunicación con los accionistas y cuentan con un reglamento de junta de accionistas, en donde se establece que la convocatoria de JGA debe realizarse cumpliendo el plazo estipulado, en dicho reglamento también se permite a los accionistas incorporar los puntos a debatir en las juntas; así como delegar el voto; el directorio de la empresa cuenta con personas con una experiencia promedio de 5 años .

El capital social de la compañía está constituido por US$ 24,36 millones, el 75,26% pertenecen a Grupo Vilaseca pte. Ltd., el 20,00% a la empresa Haymarket & Uk Capital Limited y la diferencia le corresponde a Cía. Kastel S.A.., accionistas que gozan de los mismos derechos y obligaciones definidos en el Estatuto Social y Reglamento Interno.

Evaluación de Desempeño y Sistemas Contables

La compañía cuanta con 810 empleados y realiza Evaluaciones de desempeño semestrales al personal a través del sistema evolution; la misma que es efectuada por el jefe inmediato en base a factores cualitativos y cuantitativos. Este método se aplica a los niveles operativos, administrativos de soporte y mandos medios.

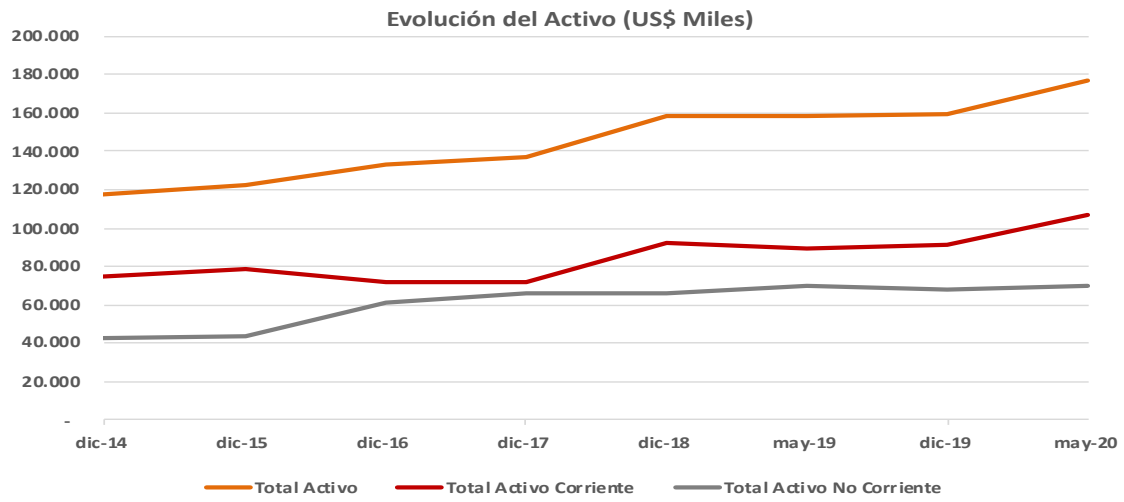
La compañía cuenta con el sistema Sinple que es un sistema contable desarrollado in house y el sistema de producción (SP). Para el manejo de nómina contamos con el sistema Evolution. Es importante indicar que para el año 2020 se encuentra en implementación en la compañía el sistema SAP.

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA., con un nivel de desempeño Bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

Con relación a responsabilidad social, FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA no ha identificado sus grupos de interés y no ha definido estrategias de participación de dichos grupos; sin embargo, realiza acciones que promueven la eficiencia energética, así mismo, impulsa la actividad de reciclaje y también ha implementado técnica de ahorro del consumo del agua, por este motivo mantiene políticas y programas para la reducción y mitigación de los impactos y aspectos ambientales, en el caso de eficiencia energética han implementado las siguientes acciones: mantenimiento preventivo mecánico y eléctrico a todos los equipos para asegurar máxima eficiencia y menos consumo de energía; así como el reemplazo de luces convencionales por luces tipo LED; en lo que respecta al reciclaje la empresa recolecta por separado el desperdicio metálico, plástico y papel para su reciclaje, y en relación al ahorro de agua se instaló un sistema de suministro de agua con sensores en lavamanos urinarios e inodoros.

Calidad de Activos:
Los activos totales de FADESA S.A. ha mostrado un importante y sostenido crecimiento en los últimos años, con un promedio de variación interanual entre 2014 y 2019 de 6,39%. Dicho dinamismo se ha visto impulsado principalmente por el incremento de capacidades productivas del emisor a través del crecimiento del activo fijo (promedio de variación de 10,26%), así como de las cuentas por cobrar comerciales e inventarios, dado su giro del negocio. Si bien el activo corriente de la empresa es considerable por la importancia del inventario y las cuentas por cobrar, la empresa ha logrado incrementar en similar medida su activo fijo y de esta forma consolidad el activo no corriente total. De tal forma, el activo total de la empresa se encuentra en US$ 176,53 millones a la fecha de corte, donde el activo corriente representa el 60,30% del activo total mientras que el activo no corriente mantiene una ponderación del 39,70%.



Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

A nivel interanual, se observa que los activos de la empresa ese incrementaron en 11,17% que representa una variación nominal de US$ 17,73 millones. Dicho crecimiento se fundamenta en la expansión de los activos corrientes por US$ 17,20 millones y de los activos no corrientes por US$ 0,54 millones, donde las cuentas de mayor dinamismo fueron las de efectivo y equivalentes al efectivo (+US$ 8,58 millones), inventarios (+US$ 5,41 millones), y cuentas por cobrar comerciales (+US$ 3,18 millones).

Debido a su giro del negocio, la empresa requiere gran acumulación de materia prima. Por tal razón, el inventario de la compañía es la principal cuenta del activo corriente, por lo que a la fecha de corte alcanza un total de US$ 46,33 millones, experimentando un crecimiento interanual del 13,23% y un promedio de variación interanual entre 2014 y 2019 de 6,77%. Con este rubro, la cuenta de inventarios mantiene una representatividad de 26,25% del activo total del emisor y en promedio en el periodo analizado, el inventario presenta una rotación de aproximadamente 148 días.

La segunda cuenta más representativa del activo corriente es la de Cuentas por Cobrar Comerciales, que a mayo de 2020 se ubicó en US$ 37,06 millones, experimentando un incremento de 9,39% interanual. Es importante mencionar que estos registros equivalen a una ponderación de 20,99% del total de los activos de la empresa. Las cuentas por cobrar a empresas relacionadas son mucho menores al mantener una ponderación de 0,63% del activo total con US$ 1,12 millones a la fecha de corte.

Al analizar la concentración de la cartera del emisor, se puede verificar que la misma está compuesta mayoritariamente por operaciones con valores corrientes (66,07%), seguida de cuentas con un vencimiento entre 1 y 60 días (16,52%), y sobre los 240 días (9,37%). Si bien existe un riesgo de impago en las operaciones de mayores días de vencimiento, este es un comportamiento usual en empresas de manufactura y el riesgo es mitigado en parte por el gran posicionamiento del emisor que ocupa aproximadamente el 65% del mercado de envases; así como, la diversificación de sus ventas tantos nacionales, como extranjeras mediante exportaciones directas e indirectas.

La cartera presenta una morosidad del 14,34% tomando en cuenta la cartera vencida mayor a 90 días (US$ 5,52 millones). Si bien este nivel de morosidad es considerable, es un desenvolvimiento propio del sector y se observa que la morosidad incluso se ha reducido con relación al mismo periodo del año anterior (14,61%). Es importante destacar que la mora proviene mayormente de un cliente, el cual presenta saldo vencido del 50% aproximadamente y, además, es el segundo principal cliente para el emisor, lo que puede representar un riesgo de crédito importante para la institución. En este caso, la institución ha activado los mecanismos necesarios para recuperar dicho monto y mantener un aliado comercial estratégico. Con todo,

la rotación de las cuentas por cobrar a clientes comerciales se ubicó en 111 días, presentando un deterioro frente a mayo de 2019 (104 días), mientras que la rotación de las cuentas por cobrar totales se ubicó en 123 días.

Con relación a los activos no corrientes, se observa que estos se encuentran conformados en su mayoría por la cuenta propiedad, planta y equipos con un total de US$ 67,81 millones, por lo que es también la cuenta de mayor ponderación del activo total con una participación de 38,41%. Mientras que otros activos no corrientes suman US$ 2,27 millones, por lo que los activos no corrientes total suman US$ 70,08 millones al experimentar un crecimiento moderado (0,77%).

Al tratarse de una empresa de manufactura, el principal activo fijo está compuesto por maquinarias y equipos para la transformación de la materia prima. En esta cuenta es importante destacar el gran crecimiento experimentado durante el 2016, donde pasó de tener un saldo de US$ 43,64 millones en el año 2015 a US$ 61,57 millones para 2016. La causa de este comportamiento fue la fusión por absorción con la empresa Latienvases S.A., la cual presentaba un importante saldo en plantas y equipos para la fabricación de envases y tapas de plástico. Adicionalmente, FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA se encuentra en proceso de apertura de una planta de metal en la ciudad de Manta donde esperan incrementar su posicionamiento en el mercado y demuestra la constante expansión de las capacidades productivas del emisor.

Finalmente, es importante mencionar que el financiamiento de los activos se encuentra distribuido en pasivos con el 54,48% y recursos propios con el 40,38% restante.

Pasivos:
A la fecha de corte el pasivo total de Fabrica de Envases S.A. FADESA totalizó US$ 103,20 millones al experimentar un dinamismo de 16,95% a nivel interanual. Dicho comportamiento corresponde a un valor nominal de variación de US$ 14,95 millones provenientes principalmente del incremento de las obligaciones financieras de corto plazo por + US$ 11,01 millones. A nivel histórico (2014-2019), se evidencia que los pasivos de la empresa han incremente de manera importante con un promedio de variación interanual de 12,00%.

La empresa ha concentrado sus pasivos mayoritariamente en el corto plazo, por lo que a la fecha de corte los pasivos corrientes suman US$ 80,85 millones y mantienen una ponderación de 78,34% del total de pasivos. Dichos pasivos están compuestos principalmente por obligaciones financieras (43,62% de los pasivos totales) y las cuentas por pagar a proveedores (26,85% del pasivo total). Si bien las obligaciones financieras son la principal fuente de financiamiento a la fecha de corte, la empresa en años anteriores se apalancó con sus proveedores, lo que demuestra buena capacidad de negociación y una buena relación con sus proveedores. Por su parte, los pasivos no corrientes representan el 21,66% restante y se concentran particularmente en beneficios a empleados a largo plazo. 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.

Acorde a lo observado a nivel histórico, las cuentas por pagar a proveedores han mostrado un dinamismo menor al de las obligaciones financieras. De esta manera, a la fecha de corte las cuentas por pagar a proveedores se contrajeron a nivel interanual en un 2,72%. Sin embargo, en los últimos 5 años estas han crecido en promedio 16,03% a nivel interanual, por lo que suman US$ 27,71 millones. Si bien las cuentas por pagar a empresas relacionadas se incrementaron a nivel interanual, estas suman apenas US$ 1,94 millones, por lo que el total de cuentas por pagar se mantuvo marginalmente inmóvil y los días de rotación de las cuentas por pagar permaneció en 111 días al igual que el mismo mes del año pasado. Es importante mencionar que las cuentas por pagar a relacionadas se concentran principalmente en dos empresas: Ecuabarnices S.A. con un 46,97% y Fabrica de Envases S.A. Perú con el 44,60%.

A medida que las cuentas por pagar a proveedores reducen su ponderación dentro de los pasivos totales, las obligaciones financieras se han incrementado de manera importante. A nivel interanual, estas tuvieron un dinamismo de 37,04% y se ubican en US$ 50,12 millones. Dicho monto esta compuesto principalmente por deuda de corto plazo en un 89,82% (US$ 45,02 millones) y en menor medida por deuda de largo plazo con el 10,18% restante (US$ 5,10 millones). Es importante mencionar que la empresa se encuentra con una calificaciones de AAA en el buro de Precalificación R&FCO y goza de un riesgo comercial catalogado como Pre Calificado.

Si bien la composición de la deuda corresponde a las necesidades de empresa de capital de trabajo en el corto plazo, al ser mayoritariamente deuda corriente se presionan los flujos y genera dificultad en el manejo de capital de trabajo. Ante esto, y los proyectos de inversión que mantiene la empresa, el emisor ha optado por incrementar su deuda de largo plazo por lo que la segunda emisión de obligaciones de largo plazo por US$ 20,00 millones pretende reestructurar las obligaciones financieras del emisor.

Soporte Patrimonial:
El patrimonio de Fábrica de Envases S.A. FADESA suma US$ 73,33 millones a la fecha de corte al experimentar un crecimiento interanual de 3,94%. Este dinamismo es superior al promedio de variación interanual entre 2014 y 2019 (2,77%), y se fundamenta en las utilidades generadas en el periodo de estudio. De tal forma, la composición del patrimonio a la fecha de corte corresponde en un 59,31% (US$ 43,49 millones) a utilidades retenidas, el 33,22% (US$ 24,36 millones) a capital social, y 7,47% (US$ 5,47 millones) a reservas.

El capital social para el año 2015 bajó de US$ 31,00 millones a US$ 16,00 millones por decisión de los accionistas. Sin embargo, para el 2016 a raíz de la fusión con Latienvases S.A. el capital aumentó a US$ 24,36 millones, nivel de capital que se ha mantenido constante desde el año 2016. De este capital el grupo Vilaseca Pte. Ltd posee el 75,26% de la participación accionaria seguido de la empresa Haymarket & UK Capital Limited con un 18,48% y finalmente la compañía Cia. Kastel S.A. con el restante 4,72%.

A nivel histórico, el patrimonio ha mostrado una mayor concentración sobre las utilidades retenidas y el capital social. Si bien el capital social ha fluctuado como se describe anteriormente, las utilidades retenidas han mostrado un promedio de variación positivo de 6,20%, por lo que se distingue un importante compromiso de los socios y la capacidad del emisor para genera rentabilidad que se traduce en soporte patrimonial.

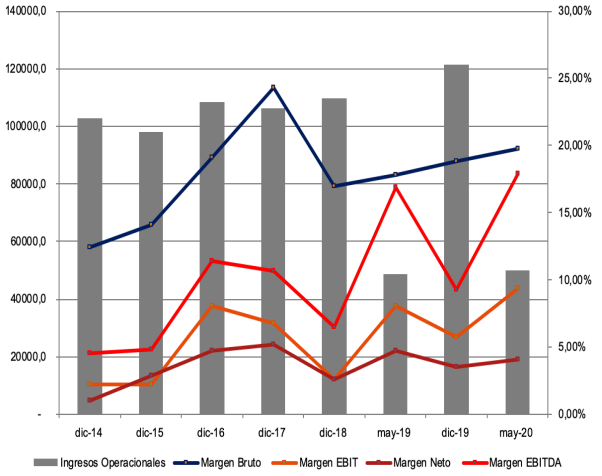
Con respecto a la solvencia de la compañía, al mes de mayo de 2020 se pueden observar sólidos indicadores; en lo referente al apalancamiento (Pasivo / Patrimonio) se ubicó en 1,35 veces mostrando que la empresa presenta un endeudamiento bajo, observándose su gran fortaleza patrimonial.

Desempeño Operativo:
FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA se dedica a la fabricación y comercialización de envases metálicos y plásticos principalmente, teniendo un alto posicionamiento que le permite ser líder en el sector. Los envases de su fabricación son de alta calidad y elaborados bajo estándares internacionales.

FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA ha manejado históricamente principalmente 2 líneas de negocio, las cuales corresponden a la fabricación de envases metálicos y envases de plástico. Dichos segmentos de negocio abarcan el grueso de los ingresos percibidos por la empresa en el último año. La composición de los ingresos al mes de mayo de 2020 se conformó mayormente por la línea de negocios de envases metálicos, principalmente en lo que se refiere a envases embutidos sanitarios (56,59% del total de ventas), y envases soldados para alimentos (22,21% del total de ventas).

Gráfico No. 1

Ingresos y Márgenes (US$, %)



Fuente: FADESA S.A. / Elaboración: PCR

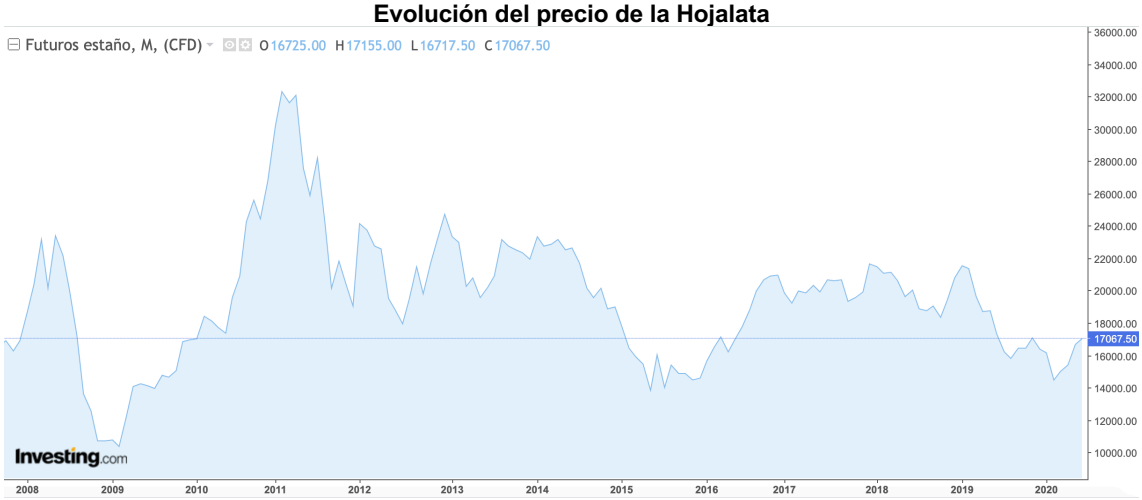
Los ingresos del emisor no presentan una fuerte sensibilidad a la coyuntura económica del país, ni al sector en el que se desenvuelve; por lo que se observa que durante los primeros meses del 2020 sus ventas crecieron un 2,56% incluso a pesar de la pandemia del COVID-19, al incrementarse en 8,10% las toneladas métricas vendidas. Sin embargo, si es sensible al comportamiento de su principal materia prima (Hojalata). En este sentido, los mayores ingresos de la empresa fueron al cierre del 2019 con un valor de US$ 121,48 millones y para el mes de mayo de 2020 los ingresos de la compañía continúan en ascenso alcanzando un saldo de US$ 50,10 millones. La diversificación de las líneas de negocio del emisor y el dinamismo del los sectores a los que atiende, han permitido que la empresa no sufra los efectos adversos que muchas otras empresas de manufactura han soportado a causa de la pandemia del COVID-19.

VENTAS 2019 Y 2020 POR LINEA - FADESA S.A. - US$ MILES						
Línea de Venta	TM	VENTAS MAYO 2019	TM	VENTAS MAYO 2020	VARIACION TM (%)	VARIACION VENTAS (%)
Atomizadores	7	105	3	41	-61,12%	-60,94%
Baldes	686	2.275	518	1.590	-24,56%	-30,13%
Compresión	245	715	226	687	-8,00%	-3,85%
Inyección	53	510	41	372	-22,20%	-27,16%
Inyecto - Soplado	230	1.144	354	1.631	53,85%	42,61%
Servicios	132	107	56	32	-57,33%	-69,78%
Soplado	320	1.351	331	1.268	3,66%	-6,13%
Tapa Garra	-	69	-	57	0,00%	-16,58%
Ventas Aluminio -Quito	24	440	19	352	-19,80%	-20,02%
Ventas Linea General - Guayaquil	688	2.785	436	1.786	-36,70%	-35,90%
Ventas Linea General -Quito	283	882	166	524	-41,33%	-40,61%
Ventas Sanitarios Embutidos	9.979	25.433	11.491	28.339	15,16%	11,43%
Ventas Sanitarios Soldadura	3.448	11.269	3.427	11.120	-0,62%	-1,32%
Ventas Servicios	22	1.278	17	1.173	-23,01%	-8,22%
Ventas Tapas Bebidas	129	461	478	1.104	269,84%	139,28%
Total general	**16.248**	**48.825**	**17.564**	**50.077**	**8,10%**	**2,56%**

Fuente: FADESA / **Elaboración:** PCR

Con relación a los costos de la empresa, se observa que al mes de mayo de 2020 alcanzan un monto de US$ 40,20 millones al incrementarse interanualmente en apenas 0,12% respecto al mes de mayo de 2019 (US$ 40,14 millones). Este comportamiento demuestra la buena capacidad de la empresa para contener el incremento de costos de producción y su búsqueda de eficiencia. Esto permitió incrementar de manera importante el Margen Bruto, el cual se expandió anualmente en 13,85% (US$ +1,20 millones). Al observa los gastos operacionales, que se incrementaron en 9,45% a nivel interanual al ubicarse en US$ 5,21 millones a la fecha de corte, se distingue que la utilidad operativa se incremento en 19,20% para encontrarse en US$ 4,67 millones. El incremento de los ingresos, así como el control de costos de producción, tiene implicaciones positivas en el margen EBITDA el cual crece en 1,06 p.p. para cerrar mayo 2020 en 17,93%. Es importante destacar el incremento en los costos durante el año 2018 fue producto del incremento de los precios internacionales de la hojalata, el cual no pudo ser trasladado al precio debido a la competencia.

Evolución del precio de la Hojalata



Fuente: Investment / **Elaboración:** Investment

Por otra parte, los gastos Financieros de FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA al mes de mayo de 2020, presentaron un saldo de US$ 1,68 millones, experimentando un crecimiento importante del 63,03% a nivel anual al compararlo con el mismo mes del año 2019 (US$ 1,01 millones). Este comportamiento se sustenta en el incremento del financiamiento bancario que presenta la institución y las emisiones del mercado de valores. Si bien existe un destacable crecimiento de la utilidad operativa, el incremento de los gastos financieros y la reducción de otros ingresos, generan una contracción de la utilidad neta en lo que va del año al situarse en US$ 2,04 millones, mostrando así una disminución de 12,41% respecto a mayo del 2019.

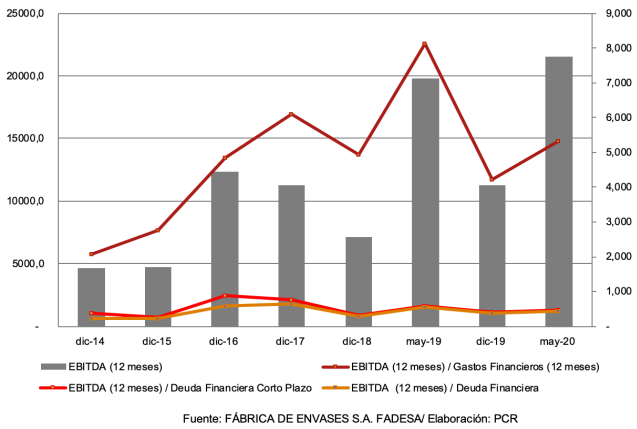
La disminución interanual experimentada por la utilidad neta de la empresa tiene efectos negativos en los indicadores de rentabilidad. En lo referente a la rentabilidad del activo (ROA), al cierre del mes de mayo de 2020 presentó un porcentaje de 2,77% que representa una disminución anualmente en 0,75 p.p. en comparación con el mismo mes del año anterior (3,52%); igualmente, el indicador de rentabilidad del patrimonio (ROE), presentó a mayo de 2020 un porcentaje de 6,86% cifra inferior en 1,32 p.p. si se lo compara con el mes de mayo de 2019 (8,18%). Si bien se distingue una leve contracción de los indicadores de rentabilidad, PCR opina que la empresa produce un margen bruto holgado que le permite cubrir con amplia diferencia sus gastos operativos y financieros.

Cobertura con EBITDA:

La generación EBITDA depende tanto de los gastos, costos como de sus ingresos. El emisor en los últimos cinco años ha presentado un comportamiento volátil en el EBITDA, destacándose las caídas en el EBITDA de los años 2017 y 2018 como consecuencias de las caídas en las ventas y el incremento en los costos de la materia prima; sin embargo, para la fecha de corte se puede evidenciar una recuperación importante del indicador.

Gráfico No. 2

Cobertura (veces)



Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA/ Elaboración: PCR

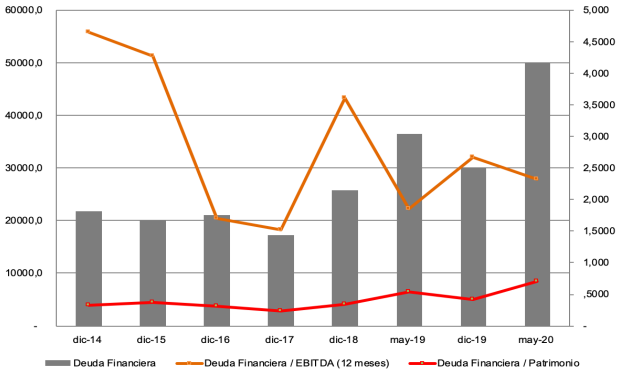
En este sentido, los indicadores de cobertura de EBITDA aumentaron de manera interanual, a la fecha de corte, la relación con gastos financieros fue de 5,33 veces (mayo 2019: 8,12 veces); por otra parte, la cobertura de la deuda total se ubicó en 0,43 veces (mayo 2019: 0,54 veces) y, la cobertura del total de pasivos se estableció en 0,22 veces mientras que en su periodo similar anterior cubrió en 0,24 veces, presentando un incremento de las coberturas en el último año.

Endeudamiento:

La estructura de financiamiento de FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA es baja, durante el periodo de análisis de puede observar que la entidad apalanca sus operaciones principalmente con recursos propios, seguido por deuda financiera y finalmente por las cuentas por pagar. Al mes de mayo de 2020, la empresa presenta un apalancamiento (pasivo total / patrimonio) de 1,1,35 veces, cifra que se encuentra por encima del promedio histórico (1,06 veces), esto indica que en el ultimo año el pasivo esta creciendo a mayor velocidad que el patrimonio; no obstante, el nivel de apalancamiento se considera bajo.

Gráfico No. 3

Endeudamiento (US$, Años))



Fuente: FADESA S.A. / Elaboración: PCR

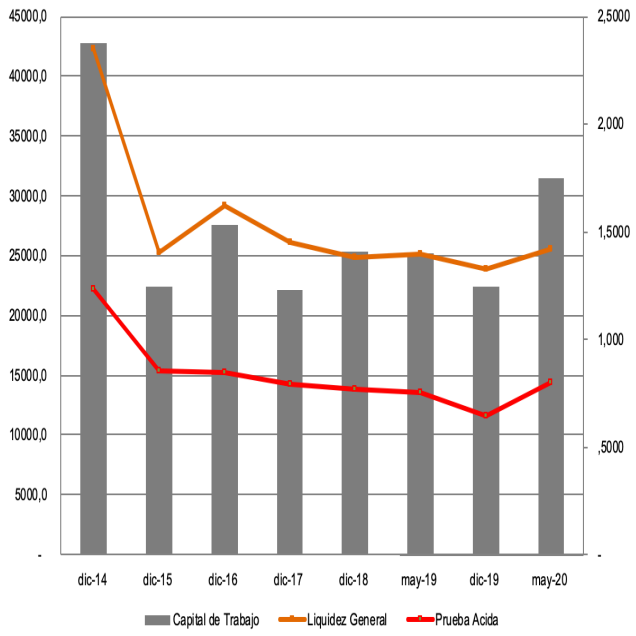
FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA presenta un alto nivel de generación de flujos que le permite cubrir en gran medida a su deuda financiera en corto tiempo, al mes de mayo de 2020 la compañía puede cancelar la totalidad del pasivo financiero en un promedio de 2,33 años, lo que denota un comportamiento adecuado en la relación de generación operativa de la deuda.

Liquidez:

El indicador de liquidez de FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA históricamente se ha mantenido por encima de la unidad (1,00). Para el mes de mayo de 2020, el incremento del pasivo corriente fue proporcionalmente inferior al dinamismo mostrado por al activo corriente, lo que influye positivamente en la liquidez general de la compañía, por lo que este indicador se ubicó a la fecha en 1,42 veces, 0,03 p.p. por encima que el mostrado durante el mes de mayo de 2019 (1,39 veces). Por otro lado, realizando una prueba más acida, al retirar los inventarios del activo corriente, se puede observar que los activos más líquidos cubren en 0,80 veces al pasivo a corto plazo, cobertura que se encuentra levemente por debajo del promedio de los últimos cinco años (0,86 veces). Sin embargo, se puede observar que la entidad mantiene niveles adecuados de liquidez, lo que demuestra una buena gestión de recursos por parte de la empresa.

Gráfico No. 4

Capital de Trabajo y Liquidez (US$, N° veces)



Fuente: FADESA S.A. / Elaboración: PCR

El capital de trabajo presenta un nivel óptimo y a la fecha de corte presenta una incremento del 25,28% producto del incremento del efectivo y el inventarios, generando un dinamismo mayor del activo corriente que del pasivo corriente. Además, la entidad posee una óptima fuente de recursos propios, destinada para la explotación del negocio, al mes de mayo de 2019 el capital de trabajo registró un monto total de US$ 31,53 millones.

En cuanto al flujo de efectivo al mes de mayo del 2020, las actividades operativas netas presentaron un saldo negativo de US$ 0,39 millones; por su parte, el flujo de efectivo en actividades de inversión se ubicó en US$ 0,39 millones causado principalmente por las adquisiciones de activo fijo. Seguidamente, el flujo de financiamiento neto registró un saldo de US$ 4,50 miles explicado por el incremento de préstamos bancarios recibidos y la colocación del papel comercial. Todo esto, junto al saldo inicial de periodo (US$ 9,31 millones) reflejan un saldo a final del periodo de US$ 13,04 millones.

La estructura de la deuda de la entidad es particularmente incisiva sobre la liquidez de la empresa, ya que la gran mayoría se ubica en el corto plazo (89,82%), incidiendo esta situación negativamente en los niveles de liquidez de la empresa y desfavoreciendo el manejo del capital.

Instrumentos Calificados

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:

Características de la Emisión Obligaciones				
Emisor:	Fábrica de Envases S.A. FADESA			
Monto de la Emisión:	US$ 20.000.000			
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América			
Características	**Clase**	**Monto (US$)**	**Plazo**	**Tasa**
	E	10.000.000	1800	7,50%
	F	10.000.000	1080	7,50%
Valor nominal	Los títulos son desmaterializados y negociados por cualquier valor nominal desde US$ 1.000			
Base de Cálculo	Se consideró años comerciales de 360 días.			
Fecha de Emisión:	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.			
Modalidad de pago de Intereses	Las dos clases de la emisión pagarán una tasa de interés del 7,50% anual, los cuales serán pagados cada 90 días			
Amortización de Capital	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.			
Destino de los recursos:	100% Reestructuración de pasivos con costo.			
Garantía:	Garantía General en los términos establecidos en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Resguardos de Ley	La compañía Fabrica de Envases S.A. FADESA, mientras se encuentren en circulación las obligaciones, establece los siguientes compromisos y resguardos: 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. b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 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			
Sistema de Colocación:	Bursátil y no contempla contrato underwritting. Tampoco contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Agente Colocador:	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV			
Agente Pagador:	Esta función la desarrolla el emisor a través del DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
Representante Obligacionistas:	AVAL CONSULTING Cia. Ltda.			
Límite de Endeudamiento:	Pasivos con costo de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.			
Fecha de Colocación:	25 de marzo de 2020			
Fecha de Finalización:	25 de marzo de 2025			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Mediante Reforma Notariada del 11 de junio de 2020, se modificó el plazo para la clase F, pasando de 1800 días a 1080 días como se distingue en la tabla precedente. Dicho reforma se encuentra en proceso de aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores, y Seguros. A la fecha de corte se han colocado valores por un monto total de US$ 1,46 millones correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones de Fabrica de Envases S.A. FADESA. La colocación de valores del instrumento comenzó el 25 de marzo de 2020, por lo que los cupones colocados hasta la fecha mantienen un vencimiento real el 25 de marzo de 2025 y el primer pago de dividendos se estuvo previsto para el 25 junio del 2020.

Destino de recursos

El objeto de la emisión es la captación de recursos, para destinarlos 100% para reestructuración de pasivos con costo.

DESTINO	MONTO US$
Reestructuración de Pasivos con Costo	20.000.000,00
TOTAL	**20.000.000,00**

Provisiones de recursos
De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores, el emisor considera en el flujo de caja el pago de la presente emisión de obligaciones, a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley:
FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA., se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión, según Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 17 de diciembre de 2019:

1. 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.

Activos Reales / Pasivos exigibles*		
Descripción	**may-20**	**Límite ≥ 1**
Activos reales/ Pasivos ≥ 1	1,59	Cumple

Fuente: FADESA S.A. / **Elaboración:** PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1. A la fecha de corte esta relación se ubico en 1,59 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora

A la fecha de corte no se han repartido dividendos mientras existan obligaciones en mora, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. 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. Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Activos Depurados / Emisiones en Circulación (US$ miles)		
Descripción	may-20	
Activos Depurados	155.757,22	Límite ≥ 1,25
Emisiones en Circulación	21.459,00	
Activos Depurados / Emisiones en Circulación	**7,26 veces**	**Cumple**

El emisor cumple con los resguardos establecidos por Ley al mantener una amplia cobertura de 7,26 veces.

Límite de endeudamiento:
De conformidad con lo dispuesto por el artículo dos de la sección primera, del capítulo cuarto, del Título segundo, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, se establece que el monto máximo para las emisiones de papel comercial amparadas con garantía general que podrá realizar el EMISOR, no podrá exceder del ochenta por ciento (80%) del total de activos del emisor; restando los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Las obligaciones en mercado de valores emitidas del emisor representan el 14,04% de los activos libres de gravamen, dentro del límite permitido.

Resguardo Adicional
Adicionalmente, como limitación al endeudamiento el emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial se compromete a mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2.5 veces el patrimonio de la compañía.

Pasivos con Costo / Patrimonio		
Descripción	may-20	Límite 2.5
Deuda Financiera	50.118,17	
Patrimonio	73.326,33	
Pasivos con Costo / Patrimonio	**0,68 veces**	**Cumple**

El emisor cumple con el resguardo establecido al mantener un indicador de 0,68 veces.

.

Tercer Programa de Papel Comercial Fabrica 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 el tercer programa de papel comercial por USD 20,00 millones, según el siguiente detalle que consta en la Circular de Oferta Pública:

Características del Tercer Papel Comercial			
Emisor:	Fábrica de Envases S.A. FADESA		
Monto de la Emisión:	US$ 20.000.000		
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América		
Características	**Monto (US$)**	**Plazo programa**	**Tasa**
	20.000.000	720	Cero Cupón
Valor nominal	Los títulos son desmaterializados y negociados por cualquier valor nominal desde US$ 1.000		
Base de Cálculo	Se consideró años comerciales de 360 días.		
Fecha de Emisión:	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.		
Modalidad de pago de Intereses	No se pagarán intereses la emisión es con cupón cero		
Amortización de Capital	Se realizará al vencimiento		
Destino de los recursos:	100% Capital de Trabajo (compra de materia prima y pago a proveedores)		
Garantía:	Garantía General en los términos establecidos en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.		
Resguardos de Ley	La compañía Fabrica de Envases S.A. FADESA mientras se encuentren en circulación las obligaciones establece los siguientes compromisos y resguardos: 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. b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 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		
Sistema de Colocación:	Bursátil y no contempla contrato underwritting. Tampoco contempla sorteos ni rescates anticipados.		
Agente Colocador:	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV		
Agente Pagador:	Esta función la desarrolla el emisor a través del DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.		
Representante Obligacionistas:	AVAL CONSULTING Cia. Ltda.		
Límite de endeudamiento:	Pasivos con costo de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.		
Fecha de Inicio de Colocación:	25 de marzo de 2020		

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

A la fecha de corte se han colocado la totalidad del monto aprobado por US$ 20,00 millones en una primera etapa con un plazo de 360 días. La colocación del instrumento comenzó el 25 de marzo de 2020 y culmino el 14 de abril del 2020 al colocar al 100% del monto aprobado, demostrando una buena aceptación en el mercado.

FECHA DE INICIO	FECHA DE VENCIMIENTO	PLAZO EN DIAS	CAPITAL	INTERES PAGADO
25/03/2020	19/03/2021	359,00	$ 2.099.000,00	$ 99.687,92
26/03/2020	06/10/2020	194,00	$ 250.000,00	$ 5.918,97
27/03/2020	06/10/2020	193,00	$ 2.000.000,00	$ 47.113,39
30/03/2020	26/09/2020	180,00	$ 48.000,00	$ 1.067,71
30/03/2020	06/10/2020	190,00	$ 500.000,00	$ 11.599,51
31/03/2020	28/09/2020	181,00	$ 1.500.000,00	$ 33.186,65
31/03/2020	28/09/2020	181,00	$ 500.000,00	$ 11.062,22
13/04/2020	31/08/2020	140,00	$ 5.000.000,00	$ 85.995,09
13/04/2020	10/09/2020	150,00	$ 5.000.000,00	$ 92.024,54
13/04/2020	25/09/2020	165,00	$ 3.103.000,00	$ 62.706,06
TOTAL			$ 20.000.000,00	$ 450.362,06

Destino de recursos
Los recursos provenientes de la colocación de los valores de la emisión del tercer programa de papel comercial serán utilizados en un 100 % para capital de trabajo, específicamente en adquisición de materia prima y pago a proveedores.

DESTINO	MONTO US$
Capital de Trabajo	20.000.000,00
TOTAL	**20.000.000,00**

Provisiones de recursos
De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores, el emisor considera en el flujo de caja el pago del presente papel comercial, a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley:
Fábrica de Envases S.A. FADESA., se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión, según Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 17 de diciembre de 2019:

1. 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.

Activos Reales / Pasivos exigibles		
Descripción	**may-20**	**Límite ≥ 1**
Activos reales/ Pasivos ≥ 1	1,59	Cumple

Fuente: FADESA S.A. / **Elaboración:** PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1. A la fecha de corte esta relación se ubico en 1,59 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora

A la fecha de corte no se han repartido dividendos mientras existan obligaciones en mora, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. 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. Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Activos Depurados / Emisiones en Circulación (US$ miles)		
Descripción	may-20	
Activos Depurados	155.757,22	Límite ≥ 1,25
Emisiones en Circulación	21.459,00	
Activos Depurados / Emisiones en Circulación	**7,26 veces**	**Cumple**

El emisor cumple con los resguardos establecidos por Ley al mantener una amplia cobertura de 7,26 veces.

Límite de endeudamiento:
De conformidad con lo dispuesto por el artículo dos de la sección primera, del capítulo cuarto, del Título segundo, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, se establece que el monto máximo para las emisiones de papel comercial amparadas con garantía general que podrá realizar el EMISOR, no podrá exceder del ochenta por ciento (80%) del total de activos del emisor; restando los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías

nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Las obligaciones en mercado de valores emitidas del emisor representan el 14,04% de los activos libres de gravamen, dentro del límite permitido.

Resguardo Adicional
Adicionalmente, como limitación al endeudamiento el emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial se compromete a mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2.5 veces el patrimonio de la compañía.

Pasivos con Costo / Patrimonio		
Descripción	may-20	Límite 2.5
Deuda Financiera	50.118,17	
Patrimonio	73.326,33	
Pasivos con Costo / Patrimonio	**0,68 veces**	**Cumple**

El emisor cumple con el resguardo establecido al mantener un indicador de 0,68 veces.

Proyecciones de la Emisión:
Estado de Resultados
A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados de Fábrica de Envases S.A. FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA tomadas del Prospecto de Oferta Pública de la Segunda Emisión de Obligaciones, en un escenario conservador que corresponden al período 2020-2024.

Los ingresos del emisor no presentan una fuerte sensibilidad a la coyuntura económica del país, ni al sector en el que se desenvuelve; por lo que se observa que durante los primeros meses del 2020 sus ventas crecieron un 2,56% incluso a pesar de la pandemia del COVID-19, al incrementarse en 8,10% las toneladas métricas vendidas. Sin embargo, si es sensible al comportamiento de su principal materia prima (Hojalata). En este sentido, los mayores ingresos de la empresa fueron al cierre del 2019 con un valor de US$ 121,48 millones y para el mes de mayo de 2020 los ingresos de la compañía continúan en ascenso alcanzando un saldo de US$ 50,10 millones. La diversificación de las líneas de negocio del emisor y el dinamismo del los sectores a los que atiende, han permitido que la empresa no sufra los efectos adversos que muchas otras empresas de manufactura han soportado a causa de la pandemia del COVID-19.

Para el año 2020, la empresa estima que sus ingresos totalizarían un valor de US$ 125,94 millones, existiendo un crecimiento interanual de 3,67% frente a diciembre de 2019. Dicho escenario se cumplido parcialmente a mayo de 2020 con un crecimiento interanual en ventas de 2,56% que se traduce en un valor nominal de US$ 50,08 millones y genera un cumplimiento de 39,76% de la meta del 2020. Para los años posteriores proyectan un crecimiento conservador de ventas (2,00%) que se muestra acorde al comportamiento a mayo de 2020. Dado que los costos presentan un cumplimiento de 41,35% en lo que va del año, la utilidad bruta evidencia un cumplimiento menor de 34,39% a mayo de 2020. Con todo, la utilidad neta se ha cumplido apenas parcialmente puesto que alcanza US$ 2,04 millones de los US$ 6,41 a los que espera llegar el emisor al cierre del 2020. Este comportamiento puede tener relación con la estacionalidad de las ventas y las expectativas de una recuperación económica para la segunda mitad del 2020.

Los gastos operacionales se han desempeñado de igual forma que los ingresos y los egresos, con un cumplimiento 35,70% de lo proyectado para 2020, por lo que la utilidad operacional alcanzo un tercio (33,03%) aproximadamente de lo estimado para el año. En años posteriores al 2020, se distingue que las proyecciones de los gastos y los ingresos son conservadoras al mostrar variaciones cercanas al 2,00%; no obstante, los gastos financieros se han proyectado con una tendencia decreciente a partir del 2021, lo que ayuda a que la utilidad neta exhiba un dinamismo superior al 8,00% en 2021 y sobre 3,70% en años posteriores. Es importante mencionar que, para el tiempo que dure la emisión, se proyecta que el margen de costos se mantendrá entre un 77% y un 79%, lo que concuerda con el promedio histórico presentado por la empresa.

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADO 2020 A 2024 – FADESA S.A.							
DESCRIPCIÓN	**AÑO 2020**	**MAY-20**	**CUMPLIMIENTO**	**AÑO 2021**	**AÑO 2022**	**AÑO 2023**	**AÑO 2024**
VENTAS	125.942	50.077	39,76%	128.461	131.030	133.651	136.324
COSTO DE VENTA	97.207	40.195	41,35%	99.146	101.129	103.152	105.215
UTILIDAD BRUTA	**28.735**	**9.882**	34,39%	**29.315**	**29.901**	**30.499**	**31.109**
GASTOS ADMINISTRATIVOS Y DE VENTAS	14.581	5.206	35,70%	14.837	15.134	15.437	15.745
UTILIDAD OPERACIONAL	**14.154**	**4.675**	33,03%	**14.478**	**14.767**	**15.062**	**15.364**
OTROS EGRESOS	806	211	26,15%	822	839	855	872
GASTOS FINANCIEROS	3.298	1.685	51,10%	2.769	2.619	2.469	2.319
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	**10.050**	**3.201**	31,86%	**10.887**	**11.310**	**11.738**	**12.172**
15% PARTICIPACIÓN TRABAJADORES	1.507			1.633	1.696	1.761	1.826
IMPUESTO A LA RENTA	2.136	1.164	54,52%	2.313	2.403	2.494	2.587
UTILIDAD NETA	**6.407**	**2.037**	**31,80%**	**6.940**	**7.210**	**7.483**	**7.760**

Fuente: Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV/ Elaboración: PCR

Adicionalmente, PCR ha podido verificar que la modificación de los plazos de una de las clases de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo plazo ha sido considerada dentro la actualización de las proyecciones, particularmente dentro del flujo de efectivo. De tal forma, la clase E del instrumento prevé un pago hasta año 2024, mientras que la clase F que fue modificada para una duración de 1080 días, mantiene una cancelación hasta el año 2023 con importes mayores en los años precedentes. Además, se observa un flujo operativo positivo en todos los años proyectados, por lo que se distingue una buena capacidad de generar los flujos necesarios para cumplir en tiempo y forma con las obligaciones mantenidas en el marcado de valores.

DESCRIPCIÓN	AÑO 2020	AÑO 2021	AÑO 2022	AÑO 2023	AÑO 2024
Flujo de Efectivo de Actividades de Operación:					
Efectivo recibido de clientes	125.942	128.461	131.030	133.651	136.324
Efectivo Pagado a proveedores y empleados	(113.296)	(115.529)	(117.895)	(120.307)	(122.766)
Intereses Pagados	(3.298)	(3.350)	(3.050)	(2.750)	(2.450)
Impuestos por pagar	(2.136)	(2.190)	(2.312)	(2.435)	(2.559)
Otros Ingresos y Egresos	(806)	(822)	(839)	(855)	(872)
Depreciación y amortización	4.904	5.002	5.102	5.204	5.308
Cambios en cuentas por cobrar	(4.288)	(720)	(734)	(749)	(764)
Cambios en Inventarios	1.345	(4.950)	(800)	(816)	(833)
Cambios Proveedores	6.970	738	755	770	785
Cambios Otras cuentas Operativas	1.070	3.843	(213)	(209)	(204)
FLUJO NETO UTILIZADOS EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	**16.407**	**10.483**	**11.045**	**11.504**	**11.969**
Flujo de efectivo en Actividades de Inversión:					
Inversión en Propiedad, Planta y Equipo	(10.986)	(8.063)	(8.286)	(8.515)	(8.752)
FLUJO NETO UTILIZADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	**(10.986)**	**(8.063)**	**(8.286)**	**(8.515)**	**(8.752)**
Flujo de efectivo en Actividades de financiamiento:					
Obligaciones Financieras	(4.196)	(185)	18.185	2.000	5.000
Pago Programa de Papel comercial vigente	(20.000)	-	-	-	-
Colocación Emisión de Obligaciones	**20.000**	**-**			
Segunda Emisión de Obligaciones Clase E	(1.073)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Segunda Emisión de Obligaciones Clase F	(833)	(3.332)	(3.332)	(2.503)	-
Colocación Tercer Programa de Papel Comercial	20.000	20.000	-	-	-
Pago Tercer Programa de Papel comercial	-	(20.000)	(20.000)	-	-
Pago accionistas	-	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
FLUJO DE EFECTIVO UTILIZADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	**13.899**	**(7.517)**	**(9.147)**	**(4.503)**	**1.000**
Aumento o disminución neto de Efectivo	**19.320**	**(5.098)**	**(6.388)**	**(1.514)**	**4.217**
Efectivo al Inicio del periodo	**2.936**	**22.256**	**17.158**	**10.770**	**9.256**
EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	**22.256**	**17.158**	**10.770**	**9.256**	**13.473**

Fuente: Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV/ Elaboración: PCR

Por lo antes mencionado, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posición de líder en la industria de envases metálicos y plásticos, la adecuada administración de capital de trabajo y fuertes niveles de solvencia. Todo ello, permitirían al emisor cumplir en tiempo y forma con las obligaciones tanto con el mercado de valores como con las instituciones financieras. Las proyecciones del año 2020 consideran la tendencia positiva observada en el 2019 y el desempeño del sector al que atiende el emisor; mientras que en los años siguientes los crecimientos son más conservadores.

Garantía de las Emisiones

PCR ha recibido por parte del emisor el detalle de activos libres de gravamen al corte del 31 de mayo de 2020, es así como el monto máximo a emitir es de US$ 107,44 millones, por lo que los instrumentos emitidos y el saldo que resta por emitirse se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

ANEXO 3: CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
Detalle	**Monto (US$)**
Total Activos	176.525.172,06
(-) Activos Diferidos e Intangibles	1.446.321,40
(-) Impuestos Diferidos	780.635,45
(-) Activos Gravados	21.459.000,00
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	18.541.000,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
Total de Activos Libres de Gravamen	**134.298.215,21**
80% Activos Libres de Gravamen	**107.438.572,17**
Monto Aprobado	**40.000.000,00**
Cobertura Activos Libres de Gravamen / Monto Aprobado	**3,36**

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Activos en litigio:
La empresa, a la fecha, no cuenta con valores de activos en litigio según el detalle de activos libres de gravamen remitido. PCR no ha encontrado procesos legales vigentes en los expedientes virtuales del consejo de Judicatura, por lo que el riesgo legal se evidencia como bajo.

Adicionalmente, FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA a la fecha de corte mantiene valores en circulación por un monto de US$ 21,46 millones; así mismo, mantiene un monto por emitir de US$ 18,54 millones, lo que daría un resultado de US$ 40,00 millones; dicho monto es inferior al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa, con un total de 54,55%.

Monto Máximo de Valores en Circulación (Miles US$) – Al 31 de mayo de 2020	
Detalle	**Valor**
Patrimonio	**73.326**
200% Patrimonio	**146.653**
Emisiones en Circulación	21.459
Monto por emitir II Emisión de Obligaciones	18.541
Total Valores en Circulación	**40.000**
Total Valores en Circulación / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	**54,55%**

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado ampliamente por la garantía general en 4,55 veces, como se describe a continuación:

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA GENERAL				
Orden de Prelación de Pagos	**Primera**	**Segunda**	**Tercera**	**Cuarta**
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable US$ a la fecha de corte	3.350.915,36	21.459.000,00	28.659.171,93	29.895.587,55
Pasivo Acumulado	3.350.915	24.809.915	53.469.087	83.364.675
Fondos Liquidos (Caja y Bancos)	13.036,17			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo de emisiones en circulación)	112.839.215			
Cobertura de Fondos Líquidos	0,39%	0,05%	0,02%	0,02%
Cobertura ALG (veces)	33,67	4,55	2,11	1,35

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Activos que Respaldan las Emisiones

Activos	Valor en Libros (US$)	Monto Tercer Papel Comercial (US$)	Monto Segunda Emisión de Obligaciones (US$)	Monto Total Comprometido	Cobertura
Cuentas por Cobrar	41.166.443,00	15.000.000		15.000.000	2,74
Inventarios	46.331.671,00	5.000.000	20.000.000	25.000.000	1,85
Total	87.498.114,00	20.000.000	20.000.000	40.000.000	2,19

Fuente: FADESA / Elaboración: PCR

Debido a su giro del negocio, la empresa requiere gran acumulación de materia prima. Por tal razón, el inventario de la compañía es la principal cuenta del activo corriente, por lo que a la fecha de corte alcanza un total de US$ 46,33 millones, experimentando un crecimiento interanual del 13,23% y un promedio de variación interanual entre 2014 y 2019 de 6,77%. Con este rubro, la cuenta de inventarios mantiene una representatividad de 26,25% del activo total del emisor y en promedio en el periodo analizado, el inventario presenta una rotación de aproximadamente 148 días.

La segunda cuenta mas representativa del activo corriente es la de Cuentas por Cobrar Comerciales, que a mayo de 2020 se ubicó en US$ 37,06 millones, experimentando un incremento de 9,39% interanual. Es importante mencionar que estos registros equivalen a una ponderación de 20,99% del total de los activos de la empresa. Las cuentas por cobrar a empresas relacionadas son mucho menores al mantener una ponderación de 0,63% del activo total con US$ 1,12 millones a la fecha de corte.

Al analizar la concentración de la cartera del emisor, se puede verificar que la misma está compuesta mayoritariamente por operaciones con valores corrientes (66,07%), seguida de cuentas con un vencimiento entre 1 y 60 días (16,52%), y sobre los 240 días (9,37%). Si bien existe un riesgo de impago en las operaciones de mayores días de vencimiento, este es un comportamiento usual en empresas de manufactura y el riesgo es mitigado en parte por el gran posicionamiento del emisor que ocupa aproximadamente el 65% del mercado de envases; así como, la diversificación de sus ventas tantos nacionales, como extranjeras mediante exportaciones directas e indirectas.

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados de los años 2014 al 2016, por la firma auditora Ernest and Young Ecuador E&Y Cía. Ltda.; así como, 2017, 2018, y 2019 por la firma BDO Ecuador S.A.,

los cuales se presentan sin salvedades. Adicionalmente, se utilizaron estados financieros internos con corte a mayo 2019 y 2020.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 17 de diciembre de 2019.
- Prospecto de Oferta Pública de Segunda Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial.
- Escritura de Segunda Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial.
- Escritura de Reforma a la Segunda Emisión de Obligaciones.
- Declaración Juramentada de Activos que respaldan la Segunda Emisión de Obligaciones y el Tercer Papel Comercial al corte de abril de 2020.
- Detalle de Activos Libres de Gravamen con corte a mayo 2020.
- Otros papeles de trabajo

Limitaciones

- Durante la revisión el emisor facilitó toda la información solicitada, por lo que no existen limitaciones a la calificación.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Este, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas. Entre las principales ventajas del mercado de valores esta, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y a febrero 2020 un 9%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2019, el monto bursátil nacional negociado fue de US$ 11.797 millones lo que representa un 10,98% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 57,82% en comparación con su similar periodo anterior. A enero 2020 el monto negociado es de US$ 1.632 millones.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 38,03%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 61,97%. Por su parte, los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (30,15%), seguido del Industrial (26,46%), Servicios (13,85%), Agrícola (11,69%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior al 10%. De todos estos emisores, aproximadamente el 85% corresponden a Guayas y Pichincha. Como es de esperar, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El hito más importante durante el 2019 fue la emisión de US$ 150 millones en bonos verdes. Ecuador es uno de los primeros países en Iberoamérica en lanzar bonos verdes del sector financiero, cuyo propósito es financiar líneas de crédito para proyectos que tienen un componente ambiental. En 2020 se espera que se coloquen los US$ 100 millones restantes que son parte de la operación inicial. Si bien, hay varios emisores que están en proceso debido a que como primer requisito los proyectos deben contar con una certificación verde; entre los interesados se encuentran instituciones financieras, sectores productivos como el maderero, pesquero, textil y de alimentos. Otro hecho relevante, es la obtención de liquidez a través de la venta de facturas comerciales negociables; este es un producto, bien controlado y estructurado con perspectivas de crecimiento para el mercado de valores.

Si bien se observó un gran dinamismo en el monto negociado, aún persisten varias reformas pendientes para que el mercado de valores repunte en el país, reformas que pueden tardar debido a la priorización de sectores que se experimentará en el transcurso del 2020 tras presenciar varios factores macroeconómicos que afectan la economía ecuatoriana, como la baja en el precio del petróleo, caída en valor y volumen de las exportaciones por una menor demanda a nivel internacional tras la pandemia mundial de Covid-19 que ha paralizado la actividad económica. Adicional, la falta de liquidez podría impactar en el monto de negociación durante el 2020, si bien, varios emisores de deuda recurrirán al mercado de valores por las ventajas que este ofrece, se espera que los inversionistas en el mercado de valores sean más cautelosos con los títulos que adquieran.

Indicador de Presencia Bursátil
La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable[3]. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$Indicador\ presencia\ bursátil = \frac{Nº\ de\ días\ negociados\ mes}{Nº\ de\ ruedas\ mes}$$

Para los valores que FÁBRICA DE ENVASES S.A. FADESA mantiene en el mercado de valores (Segunda Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial), el indicador de liquidez se ubicó en 0 veces durante los meses negociados en la Bolsa de Quito, lo que significaría una liquidez nula del valor. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

A mayo de 2020, el emisor mantiene vigente en el mercado de valores la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y el Tercer Programa de Papel Comercial. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que la Segunda Emisión de Obligaciones empezó su colocación el 25 de marzo de 2020 y a la fecha de corte se ha colocado solo un 7,29% (US$ 1,46 millones) del monto aprobado puesto que se realizó la modificación de plazos antes mencionada; mientras que la colocación del Tercer Programa de Papel Comercial comenzó el 25 de marzo de 2020 y fue exitosa con una aceptación del 100% del valor aprobado (US$ 20,00 millones) hasta el 14 de abril del 2020.

Presencia Bursátil - Fabrica De Envases S.A. FADESA (US$ Miles) - Al 31 de mayo de 2020					
Instrumento	**Resolución Aprobatoria**	**Monto Autorizado**	**Saldo de Capital**	**Ultima Calificación**	**Calificadora de Riesgos**
Segunda Emisión de Obligaciones - Fabrica de Papeles S.A. FADESA	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002693	20.000,00	1.459	AAA	PCR (Ene - 20)
Tercer Programa de Papel Comercial - Fabrica de Papeles S.A. FADESA	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002700	20.000,00	20.000	AAA	PCR (Ene - 20)
Total		**40.000**	**21.459**		

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Hechos de importancia

- En noviembre de 2016, el emisor tuvo una fusión por absorción con la compañía Latienvases S.A. ampliando sus líneas de productos y su volumen de fabricación.
- Con fecha 11 de junio de 2020, se reformó, mediante escritura publica, el plazo de clase F de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo al pasar de 1800 días en el prospecto de oferta publica a 1080 días posterior a la modificación.
- A la fecha de corte, se ha cancelado el Segundo Programa de Corto Plazo o Papel Comercial, por lo que el emisor mantiene vigente únicamente la Segunda Emisión de Obligaciones y el Tercer Programa de Papel Comercial.

[3] Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: *"Conformación Accionaria y Presencia Bursátil"* Art. 10, numerales 2 y 5

Relación con Empresas Vinculadas

Fábrica de Envases S.A. FADESA mantiene cuentas por cobrar y cuentas por pagar con relacionadas por el monto de US$ 1,12 millones y US$ 1,94 millones respectivamente, dichos montos son bajos y no comprometen la generación de flujos del emisor; en lo concernientes a cuentas por pagar relacionadas, únicamente tiene cuentas por pagar con su relacionada Ecuabarnices S.A. y Fabrica de Envases S.A. (Perú), la primera de es su proveedor de barnices para la producción de envases metálicos; ; igualmente, la compañía mantiene cuentas por cobrar a relacionadas principalmente con dos relacionadas: Fadesa de Colombia S.A.S., Veconsa S.A. que es una fábrica de alimentos congelados y CHIVERIA que es una empresa productora de yogurt y lácteos.

Fábrica de Envases S.A. FADESA. mantiene vinculación de tipo administrativa con varias empresas, las mismas que se detallan a continuación:

No.	Nombre o razón social de la compañía	Apellidos y Nombres	Función en la compañía
1	Comercial Ginatta S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
2	La Llave Sociedad Anónima de Comercio	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
3	Ecuabarnices S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
4	Ecuaimco S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
5	Empresarios y Asesores Empase C.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
6	Inmoderna S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
7	Agrícola Oficial S.A. (Agroficial)	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
8	Veconsa S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
9	Chiveria S.A	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
10	Tropicalimentos S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
11	Dalkasa S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
12	Fadesa-Manta S.A.	Grupo Vilaseca Pte. Ltd	Accionista
13	Ecuabarnices S.A.	Cia. Kastel S.A.	Accionista
14	Veconsa S.A.	Cia. Kastel S.A.	Accionista
15	Islandcorp S.A.	Cia. Kastel S.A.	Accionista
16	Multiplintec S.A.	Cia. Kastel S.A.	Accionista
17	Fadesa-Manta S.A.	Cia. Kastel S.A.	Accionista
18	Offsetec Sa	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
19	Qc Terminales Ecuador S.A. Qcte	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
20	Ecuabarnices S.A.	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
21	Edificios Edidesa Sa	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
22	Veconsa S.A.	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
23	Islandcorp S.A.	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
24	Multiplintec S.A.	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
25	Fadesa-Manta S.A.	Haymarket & Uk Capital Limited	Accionista
26	Fadesa-Manta S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Presidente Ejecutivo y RL
27	Ecuabarnices S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Presidente Ejecutivo y RL
28	Amcor Rigid Plastics Ecuador S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Presidente del Directorio y RL
29	Probemconsa S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Presidente
30	Predial e Inversionista Inverpredialsa Sa	Procel Marchelle Juan Carlos	Accionista
31	Probemconsa S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Accionista
32	Pbh Mundo S.A.	Procel Marchelle Juan Carlos	Accionista
33	Fadesa-Manta S.A.	Lam Pizarro Max Leonardo	Gerente General y RL
34	Ecuabarnices S.A.	Lam Pizarro Max Leonardo	Segundo Vicepresidente Principal
35	Mimapoint S.A.	Lam Pizarro Max Leonardo	Accionista

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Miembros de Comité

Econ. Karla Torres **Econ. Yoel Acosta** **Econ. Juan S. Galarraga**

Anexos

Anexo: Estructura Accionaria (miles US$)		
Accionista	**Valor**	**(%)**
Grupo Vilaseca Pte. Ltd	18.335	75%
Hay Market UK Capital Limited	4.872	20%
Cia Kastel S.A.	1.153	5%
Total	**24.360**	**100,00%**

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Cartera Comercial (miles US$) Mayo 2019		
Plazo	**Total general**	**%**
Vigente	25.474.936	66,07%
1 - 30 días	4.380.111	11,36%
31 - 60 días	1.991.420	5,16%
61 - 90 días	1.182.883	3,07%
91 - 180 días	1.615.908	4,19%
181 - en adelante	3.913.980	10,15%
Suma de Total general	38.559.238	100,00%

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Ingresos por Tipo de Ventas (US$)					
Tipo de Venta (US$)	**2015**	**2016**	**2017**	**nov-18**	**nov-19**
Venta Exportación Directa	21.255.118,64	16.570.504,26	16.137.898,90	15.653.996,59	19.196.417,50
Venta Exportación Indirecta	36.796.760,21	37.085.856,00	33.006.494,83	30.758.458,75	36.952.115,58
Venta Local	39.883.941,18	54.644.457,94	57.051.707,36	55.705.389,98	57.666.153,00
Total	97.935.820,03	108.300.818,20	106.196.101,09	102.117.845,32	113.814.686,08

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Flujo de Efectivo Mayo-19 (US$)	
Descripción	**Valores**
Disponible Inicial	9.307
	-
Flujo de Operaciones	
Resultado del Período	796
	-
Cambios en Activos y Pasivos	-
Cuentas por Cobrar	-1.869
Inventarios	1.370
Proveedores	-624
Otras Cuentas Operativas	-60
Total	-387
	-
Flujo de Inversión	-385
	-
Flujo de Financiamiento	4.501
	-
Flujo de Accionistas	0
	-
Disponible Final	**13.036**

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

CUADRO DE PAGOS TERCER PAPEL COMERCIAL – FADESA S.A.				
FECHA DE INICIO	**FECHA DE VENCIMIENTO**	**PLAZO EN DIAS**	**CAPITAL**	**INTERES PAGADO**
25/03/2020	19/03/2021	359,00	$ 2.099.000,00	$ 99.687,92
26/03/2020	06/10/2020	194,00	$ 250.000,00	$ 5.918,97
27/03/2020	06/10/2020	193,00	$ 2.000.000,00	$ 47.113,39
30/03/2020	26/09/2020	180,00	$ 48.000,00	$ 1.067,71
30/03/2020	06/10/2020	190,00	$ 500.000,00	$ 11.599,51
31/03/2020	28/09/2020	181,00	$ 1.500.000,00	$ 33.186,65
31/03/2020	28/09/2020	181,00	$ 500.000,00	$ 11.062,22
13/04/2020	31/08/2020	140,00	$ 5.000.000,00	$ 85.995,09
13/04/2020	10/09/2020	150,00	$ 5.000.000,00	$ 92.024,54
13/04/2020	25/09/2020	165,00	$ 3.103.000,00	$ 62.706,06
TOTAL			$ 20.000.000,00	$ 450.362,06

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

CUADRO DE PAGOS SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES - FADESA S.A.						
FECHA INICIO	**FECHA VENCIMIENTO**	**CAPITAL**	**TASA DE INTERES (%)**	**INTERES POR PAGAR**	**CAPITAL PAGADO**	**INTERES PAGADO**
25/3/20	25/3/25	1.006.000,00	7,50	198.056,25	-	-
6/4/20	25/3/25	180.000,00	7,50	35.437,50	-	-
29/4/20	25/3/25	100.000,00	7,50	19.687,50	-	-
5/5/20	25/3/25	173.000,00	7,50	34.059,38	-	-
TOTAL		1.459.000,00		287.240,63	-	-

Fuente: FÁBRICA DE ENVASES S.A FADESA / **Elaboración:** PCR

Balance General y Estado de Resultados (Miles US$)								
FADESA								
Estados Financieros Individuales	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**dic-18**	**may-19**	**dic-19**	**may-20**
Balance General								
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.862	8.972	4.884	3.475	6.740	4.455	2.936	13.036
Cuentas por cobrar comerciales	30.465	28.978	25.431	27.256	33.640	33.875	34.098	37.056
Otras cuentas por cobrar	272	2.126	251	1.751	2.997	2.930	3.099	2.992
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	132	4.021	3.399	3.682	3.543	605	1.615	1.118
Inventarios	35.456	30.771	34.513	32.519	40.773	40.918	47.015	46.332
Impuestos por recuperar	2.285	3.307	3.100	2.515	3.423	4.826	2.356	4.376
Otros activos	83	116	701	227	1.004	1.640	461	1.535
Activo Corriente prueba ácida	**39.099**	**47.520**	**37.766**	**38.906**	**51.347**	**48.331**	**44.565**	**60.113**
Total Activo Corriente	**74.555**	**78.291**	**72.279**	**71.425**	**92.120**	**89.249**	**91.580**	**106.445**
Cuentas por cobrar comerciales	584	-	-	-	-	-	-	-
Propiedad, equipos, muebles y vehículos	42.403	43.649	61.157	65.426	66.075	67.232	66.254	67.808
Otros activos	50	40	65	366	195	2.313	1.481	2.272
Total Activo No Corriente	**43.037**	**43.689**	**61.222**	**65.792**	**66.270**	**69.544**	**67.735**	**70.080**
Total Activo	**117.592**	**121.980**	**133.501**	**137.217**	**158.390**	**158.793**	**159.315**	**176.525**
Obligaciones Financieras	12.180	18.629	13.862	14.549	22.432	34.013	28.071	45.018
Proveedores y otras cuentas por pagar	18.314	25.075	28.009	30.426	41.631	28.482	35.839	27.707
Impuestos por pagar	115	238	336	362	261	235	309	247
Cuentas por pagar a partes relacionadas	56	10.455	27	1.811	521	1.351	1.998	1.941
Beneficios a empleados	1.085	1.423	2.437	2.171	1.900	-	2.959	-
Otros pasivos						5.420	570	5.936
Total Pasivo Corriente	**31.750**	**55.820**	**44.671**	**49.319**	**66.745**	**69.501**	**69.746**	**80.849**
Obligaciones financieras y emitidas	9.541	1.415	7.269	2.638	3.299	2.561	2.142	5.100
Beneficios a empleados a largo plazo	9.149	9.865	12.248	12.357	13.158	13.082	14.418	14.545
Pasivos por impuestos diferidos	1.697	1.618	1.840	1.726	1.197	1.797	826	1.607
Otros pasivos no corrientes						1.304	894	1.098
Total Pasivo No Corriente	**20.387**	**12.898**	**21.357**	**16.721**	**17.654**	**18.744**	**18.280**	**22.350**
Total Pasivo	**52.137**	**68.718**	**66.028**	**66.040**	**84.399**	**88.245**	**88.026**	**103.198**
Capital Social	31.000	16.000	24.360	24.360	24.360	24.360	24.360	24.360
Reservas	3.401	3.500	4.146	4.655	5.187	5.476	5.477	5.476
Utilidades retenidas	31.054	33.762	38.967	42.162	44.444	40.712	41.452	43.490
Total Patrimonio	**65.455**	**53.262**	**67.473**	**71.177**	**73.991**	**70.549**	**71.289**	**73.326**
Deuda Financiera	**21.721**	**20.044**	**21.131**	**17.187**	**25.731**	**36.573**	**30.213**	**50.118**
Corto Plazo	12.180	18.629	13.862	14.549	22.432	34.013	28.071	45.018
Largo Plazo	9.541	1.415	7.269	2.638	3.299	2.561	2.142	5.100
Estado de Ganancia y Pérdidas								
Ingresos Operacionales	102.770	97.936	108.301	106.196	109.842	48.825	121.482	50.077
(-) Costos de ventas	90.046	84.175	87.656	80.429	91.216	40.146	98.664	40.195
Utilidad Bruta	**12.724**	**13.761**	**20.645**	**25.767**	**18.626**	**8.679**	**22.818**	**9.882**
(-) Gastos operacionales	10.448	11.573	11.903	18.537	15.823	4.757	15.827	5.206
Utilidad Operativa	**2.276**	**2.188**	**8.742**	**7.230**	**2.803**	**3.922**	**6.991**	**4.675**
(-) Gastos Financieros	2.257	1.693	2.548	1.847	1.441	1.015	2.668	1.685
Otros Ingresos	1.986	3.362	1.157	1.941	2.628	741	2.737	211
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	**2.005**	**3.857**	**7.351**	**7.324**	**3.990**	**3.648**	**7.060**	**3.201**
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	1.010	1.013	2.260	2.008	1.096	1.322	1.681	1.164
Utilidad (Perdida) del Ejercicio	**995**	**2.844**	**5.091**	**5.316**	**2.894**	**2.326**	**5.379**	**2.037**
(-) Otros Resultados Integrales	-	-	-	217	-	-	-1.090	-
Total Resultado Integral del Período	**995**	**2.844**	**5.091**	**5.533**	**2.894**	**2.326**	**4.289**	**2.037**

Fuente: FADESA S.A. / **Elaboración:** PCR

Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US$)								
FADESA								
Márgenes e Indicadores Financieros	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**dic-18**	**may-19**	**dic-19**	**may-20**
Márgenes								
Costos de Venta / Ingresos	87,62%	85,95%	80,94%	75,74%	83,04%	82,22%	81,22%	80,27%
Margen Bruto	12,38%	14,05%	19,06%	24,26%	16,96%	17,78%	18,78%	19,73%
Gastos Operacionales / Ingresos	10,17%	11,82%	10,99%	17,46%	14,41%	9,74%	13,03%	10,40%
Margen EBIT	2,21%	2,23%	8,07%	6,81%	2,55%	8,03%	5,75%	9,34%
Gastos Financieros / Ingresos	2,20%	1,73%	2,35%	1,74%	1,31%	2,08%	2,20%	3,36%
Margen Neto	0,97%	2,90%	4,70%	5,21%	2,63%	4,76%	3,53%	4,07%
Margen EBITDA	4,55%	4,79%	11,41%	10,64%	6,48%	16,87%	9,30%	17,93%
EBITDA y Cobertura								
Depreciación y Amortización	2.399	2.503	3.613	4.064	4.313	4.314	4.304	4.305
EBITDA (12 meses)	4.675	4.691	12.355	11.294	7.116	19.767	11.295	21.553
EBITDA (acumulado)	4.675	4.691	12.355	11.294	7.116	8.236	11.295	8.980
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	2,07	2,77	4,85	6,11	4,94	8,12	4,23	5,33
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,38	0,25	0,89	0,78	0,32	0,58	0,40	0,48
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,22	0,23	0,58	0,66	0,28	0,54	0,37	0,43
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,09	0,07	0,19	0,17	0,08	0,22	0,13	0,21
Solvencia								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,61	0,81	0,68	0,75	0,79	0,79	0,79	0,78
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,39	0,19	0,32	0,25	0,21	0,21	0,21	0,22
Deuda Financiera / Patrimonio	0,33	0,38	0,31	0,24	0,35	0,52	0,42	0,68
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,42	0,29	0,32	0,26	0,30	0,41	0,34	0,49
Pasivo Total / Capital Social	1,68	4,29	2,71	2,71	3,46	3,62	3,61	4,24
Pasivo Total / Patrimonio	0,80	1,29	0,98	0,93	1,14	1,25	1,23	1,41
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	4,65	4,27	1,71	1,52	3,62	1,85	2,67	2,33
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	11,15	14,65	5,34	5,85	11,86	4,46	7,79	4,79
Rentabilidad								
ROA (12 meses)	0,85%	2,33%	3,81%	4,03%	1,83%	3,52%	2,69%	2,77%
ROE (12 meses)	1,52%	5,34%	7,55%	7,77%	3,91%	7,91%	6,02%	6,67%
Utilidad por Acción	0,03	0,18	0,21	0,22	0,12	0,10	0,22	0,08
Liquidez								
Liquidez General	2,35	1,40	1,62	1,45	1,38	1,28	1,31	1,32
Prueba Acida	1,23	0,85	0,85	0,79	0,77	0,70	0,64	0,74
Capital de Trabajo	42.805	22.471	27.608	22.106	25.375	19.748	21.834	25.596
Rotación								
Días de Cuentas por Cobrar	108	129	97	111	132	115	115	123
Dias de Cuentas por Cobrar Comerciales	107	107	85	92	110	104	101	111
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	73	152	115	144	166	111	138	111
Días de Inventarios	142	132	142	146	161	153	172	173
Ciclo de conversión de efectivo	176	109	123	112	126	156	149	186
Flujo de Efectivo								
Flujo Operativo	1.729	5.702	11.887	12.664	(536)	(7.821)	3.237	(387)
Flujo de Inversión	(4.204)	(3.555)	(6.893)	(8.295)	(4.786)	(1.729)	(5.704)	(385)
Flujo de Financiamiento	(2.156)	963	(9.085)	(5.778)	8.587	7.181	(1.337)	4.501
Saldo al inicio del período	10.493	5.862	8.972	4.884	3.475	6.824	6.740	9.307
Saldo al final del período	5.862	8.972	4.881	3.475	6.740	4.455	2.936	13.036

Fuente: FADESA S.A. / **Elaboración:** PCR

Atentamente,

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

Econ. José Matías Velastegui
Analista