

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

NOVENO PROGRAMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO O PAPEL COMERCIAL - IPAC S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 191/2023, del 30 de agosto de 2023

Información Financiera cortada al 30 de junio de 2023

Analista: Econ. Jeams Castillo

jeams.castillo@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

IPAC S.A. es una compañía que nace con el objetivo de producir perfiles abiertos de acero, no obstante, conforme trascurrieron los años, fue incrementando sus líneas de productos (tuberías y planchas). Actualmente cuentan con más de 30 productos que satisfacen al mercado nacional y también al mercado extranjero y para su distribución cuenta con varios puntos de venta.

Primera Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00037773 emitida el 21 de abril de 2023

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 191/2023 del 30 de agosto de 2023 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** al Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. por un monto de hasta veinte millones de dólares (USD 20'000.000,00).

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 menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto en el Libro II, Mercado de Valores, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, publicada en el Registro Oficial, Edición Especial No. 44, de 24 de julio de 2017, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- IPAC S.A. es una empresa de reconocido prestigio en el mercado nacional e internacional, que forma parte del Grupo Duferco, quienes mantienen una red de empresas internacionales que trabajan el acero, desde su elaboración hasta el producto final.
- La compañía cuenta con amplia gama de productos y servicios relacionados que responden a las necesidades de sus clientes, tanto a nivel nacional como internacional. Mantiene, además, personal altamente calificado,

que, en conjunto con una planta productora moderna y una amplia red de distribución, conforman una organización de alto nivel.

- Registra una cartera de productos referentes al tratamiento del acero como son: Perfiles (especiales y estándar), láminas y hojas de acero, tubos (tubería), flejes, laminados, rollos, entre otros.
- Según lo reportado por la administración de la compañía, IPAC S.A. no posee lineamientos formales de Gobierno Corporativo, no obstante, cuenta con una adecuada planificación en su organización, que le permite identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar la magnitud de cada uno de estos.
- El principal proveedor de IPAC S.A. es DUFERCO S.A. (empresa relacionada del Grupo Duferco) el cual es el mayor trader de acero a nivel mundial.
- En diciembre de 2022, los ingresos disminuyen en 9,20% en comparación al cierre del año 2021, registrando una suma de USD 226,83 millones, debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos dos meses del año. Para los periodos interanuales, los ingresos de la compañía mantuvieron la tendencia decreciente registrada en el último año 2022, es así que pasaron de USD 125,81 millones en junio de 2022 a USD 98,57 millones en junio de 2023, este comportamiento se presenta debido a la disminución en ventas en sus líneas de Disensa (-67,12% frente a junio 2022), exportaciones (-61,13%), y ventanilla (-47,35%), principalmente.
- Los costos y gastos fueron cubiertos en su totalidad por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar el 6,62% de los ingresos en 2019 a un 8,21% de los ingresos en el 2020; mientras que para el 2021 el margen creció de manera significativa a 20,76% de los ingresos, como efecto del crecimiento de sus ventas y un manejo adecuado de sus recursos. No obstante, para diciembre de 2022, la utilidad operacional disminuye notablemente hasta representar el 8,51% de los ingresos, debido a la contracción de sus ventas y el incremento de sus costos. Para junio de 2023 el margen operacional representó un 8,56% de los ingresos (10,90% de los ingresos en junio de 2022), el crecimiento de los gastos operativos en el período fue el determinante en dicho comportamiento.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente entre los años 2019 - 2021; pues pasó de representar 4,32% de los ingresos a 13,98% de los ingresos respectivamente, como efecto de la mejoría registrada en su utilidad operativa; sin embargo, para diciembre de 2022 este rubro representó el 4,14% de los ingresos evidenciando una notable reducción, no obstante, estos resultados fueron suficientes para generar rentabilidad para la empresa. Para junio de 2023, la utilidad antes de participación e impuestos representó el 6,45% de los ingresos, representación inferior a la reportada en su similar de 2022, 9,42% de los ingresos. En términos nominales el margen antes de participación e impuestos cerró en USD 6,36 millones en junio 2023, -46,36% si se compara con el corte interanual junio de 2022
- El EBITDA (acumulado) de IPAC S.A. fluctuó acorde al desempeño de su margen operativo, es así que pasó de representar un 11,57% de los ingresos en diciembre de 2020 a un 23,49% en 2021, un 10,97% de los ingresos al cierre de 2022 y un 12,47% de los ingresos en junio 2023. Estos resultados demostraron que la compañía registró un flujo suficiente para cubrir de manera adecuada sus gastos financieros.
- Los activos de IPAC S.A. se mostraron crecientes hasta diciembre de 2021 pasaron de USD 193,70 millones en el año 2019 a USD 245,42 millones en diciembre de 2021, lo cual significó un incremento global de 26,70%. Con corte a diciembre de 2022, el comportamiento se revierte, el total de activos cerró en USD 211,35 millones (-13,88%, variación anual) y para junio de 2023, el saldo desciende a USD 205,22 millones, en estos dos últimos cortes los movimientos en inventarios fueron los determinantes en dicho comportamiento.
- Al 30 de junio de 2023, la cartera por vencer concentró el 84,91% sobre la cartera total y el restante 15,09% fue cartera vencida, teniendo el rango de 0 a 30 días mayor representatividad. Lo mencionado evidencia una aceptable gestión de cobranza por parte de la compañía, lo que permite catalogar como una cartera relativamente sana.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de un 54,85% en el año 2021 a un 42,99% en diciembre de 2022 y un 38,99% en junio de 2023, en este último el comportamiento obedece a una reducción en sus cuentas por pagar comerciales y otras y la deuda financiera con el mercado de valores principalmente.
- El patrimonio de la compañía registró un comportamiento fluctuante a lo largo de los años, pasando de USD 111,17 millones (56,93% de los activos) en diciembre de 2020 a USD 110,81 millones (45,15% de los activos) en diciembre de 2021, USD 120,49 millones (57,01% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 125,20

millones (61,01% de los activos) en junio 2023. Dichas variaciones obedecen principalmente al comportamiento fluctuante registrado en sus resultados acumulados¹, siendo esta cuenta la más representativa dentro del financiamiento de los activos, pues a junio de 2023 representó el 25,79% y el 20,46% en diciembre de 2022

- IPAC S.A. para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo, así mismo se evidenció la inexistencia de recursos ociosos.
- El indicador de apalancamiento que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo relativamente estable y por debajo de la unidad durante el periodo analizado (excepto en el año 2021), lo que evidencia que la compañía financia sus operaciones principalmente con recursos propios.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 14 de diciembre de 2022, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de IPAC S.A., misma que decidió por unanimidad aprobar el Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. con garantía general por un monto de hasta USD 20.000.000,00.
- Posteriormente con fecha 11 de enero de 2023, IPAC S.A. como Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., como Representante de los Obligacionistas y MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA como Agente Estructurador y Colocador, suscribieron el contrato del Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A.
- Con fecha 11 de mayo de 2023, MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA, inició la colocación de los valores. Cabe resaltar que en esa fecha se realizó la única colocación y representó el 25,00% del programa autorizado (USD 20,00 millones).
- El Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A., se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con cada uno de los resguardos enlistados anteriormente.
- Con fecha 30 de junio de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 191,50 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 153,20 millones, cifra que genera una cobertura de 7,66 veces sobre el monto del programa de Papel Comercial, determinando de esta manera que el Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de IPAC S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- El emisor mantendrá durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a pasivos financieros sobre patrimonio de hasta el 1,5 veces
 - Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con el límite establecido.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron, según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. De acuerdo al periodo transcurrido, se observa que el emisor alcanzó lo establecido en un inicio.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

¹Según el informe de los auditores externos del año 2021, mediante Acta de Junta General de Accionistas de fecha 01 de marzo de 2021, se decidió repartir dividendos por USD 15 millones proveniente de utilidades acumulados de años 2014, 2016 y 2017; los cuales al 31 de diciembre de 2021 han sido cancelados a los accionistas y mediante Acta de Junta General de Accionistas de fecha 20 de septiembre de 2021, se decidió repartir dividendos por USD 20 millones proveniente de utilidades acumulados de años 2017, 2018, 2019 y 2020; los cuales al 31 de diciembre de 2021 han sido cancelados a los accionistas.

y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Una posible disminución en la actividad del sector de la construcción y desarrollo urbanístico de las principales ciudades del país y de otras ciudades, en donde se encuentran presentes los productos elaborados por el Emisor podrían repercutir sobre los resultados de la compañía
- La volatilidad en el precio internacional del acero (commodity), podría generar un incremento considerable en sus costos de producción, lo cual podría disminuir la capacidad para generar recursos, no obstante este riesgo es controlado por la gerencia general de IPAC S.A. en base a un análisis de stocks y estimados de ventas, puesto que los pedidos de materia prima y producto terminado son realizados a su compañía relacionada (DUFERCO S.A.), así también tiene la posibilidad de transferir dicho impacto en el precio de venta de los productos.
- Incrementos en los precios de la materia prima o variabilidad pronunciada de los mismos, podría afectar los márgenes de la compañía.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis, las personas podrían prescindir de este tipo de artículos.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con IPAC S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial, incluyendo el petróleo.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan al Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A., son Cuentas por Cobrar Clientes libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar clientes, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión, se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 30 de junio de 2023, la compañía registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

No obstante, conforme certificado emitido por la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de IPAC S.A. que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Papel Comercial de IPAC S.A. es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía IPAC S.A., del 14 de diciembre de 2022.
- Contrato de la Emisión de Papel Comercial de IPAC S.A. del 11 de enero de 2023.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de IPAC S.A., así como los Estados de Situación Financiera y los Estados de Resultados Integrales, internos no auditados, sin notas, al 30 de junio de 2022 y al 30 de junio de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de Obligacionistas.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCION

Aspectos Generales de la Emisión

Con fecha 14 de diciembre de 2022, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de IPAC S.A., misma que decidió por unanimidad aprobar el Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. con garantía general por un monto de hasta USD 20.000.000,00.

Posteriormente con fecha 11 de enero de 2023, IPAC S.A. como Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., como Representante de los Obligacionistas y MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA como Agente Estructurador y Colocador, suscribieron el contrato del Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – IPAC S.A.	
Emisor	IPAC S.A.
Monto del Programa a Emitir	Hasta USD 20'000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Títulos de las obligaciones	Desmaterializados
Sorteos y rescates Anticipadas	La presente emisión no contempla sorteos ni rescates anticipados.
Contrato de Underwriting	No contempla.
Tipo de Oferta	Pública
Plazo del Programa	Hasta 720 días.
Plazo de los Valores	Será hasta 359 días contados a partir de la fecha valor en que las obligaciones de corto plazo sean negociadas de forma primaria en los mercados bursátil
Clases, montos y plazo	Clase L
Agente Colocador y Estructurador	MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.
Amortización Capital	Al vencimiento.
Pago de Intereses	Cero cupón
Destino de los recursos	100% a capital de trabajo
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ❖ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Resguardo adicional	Se obliga a mantener los niveles de calidad y la excelencia en los procesos que la caracterizan con la finalidad de preservar el cumplimiento del objeto social y finalidad de las actividades de la compañía.
Límite de Endeudamiento	Mientras se encuentre en circulación los valores de la emisión, IPAC S.A. limitará su endeudamiento al índice de 1,5 veces respecto a los pasivos financieros sobre patrimonio.

Fuente: Contrato de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial / Elaboración: Class International Rating

Situación del Noveno Programa de Papel Comercial (30 de junio de 2023)

Con fecha 21 de abril de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar el Noveno Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 20,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00037773, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 03 de mayo de 2023, determinando además que el plazo de vigencia de la oferta pública fue hasta el 10 de abril del 2025.

Colocación de los Valores

Con fecha 11 de mayo de 2023, MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA, inició la colocación de los valores. Cabe resaltar que en esa fecha se realizó la única colocación y representó el 25,00% del programa autorizado (USD 20,00 millones).

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo

órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

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 concepto ajeno 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.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Resguardo Adicional

Se obliga a mantener los niveles de calidad y la excelencia en los procesos que la caracterizan con la finalidad de preservar el cumplimiento del objeto social y finalidad de las actividades de la compañía.

❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

Límite de Endeudamiento

Mientras se encuentre en circulación los valores de la emisión, IPAC S.A. limitará su endeudamiento al índice de 1,5 veces respecto a los pasivos financieros sobre patrimonio.

❖ Al 30 de junio de 2023, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente.

En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 2: RESGUARDOS

Indicador	Límite establecido	jun-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a (1)	2,49	Sí
Activos depurados / Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	9,58	Sí
Pasivos financieros / Patrimonio	No mayor a 1,5 veces	0,23	SI

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

El Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. está respaldado por una Garantía General otorgada por IPAC S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que, al 30 de junio de 2023, IPAC S.A. alcanzó un total de activos de USD 205,22 millones, de los cuales USD 193,08 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 3: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (JUNIO 2023)

Concepto	Libres (USD)	%
Disponible	6.652.254	3,45%
Exigible	37.948.998	19,65%
Realizable	101.088.609	52,36%
Activo fijo	23.985.886	12,42%
Otros Activos	23.401.330	12,12%
TOTAL	193.077.077	100,00%

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de junio de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; 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; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; 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 complementarias².

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de junio de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 191,50 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 153,20 millones, cifra que genera una cobertura de 7,66 veces sobre el monto del programa de Papel Comercial, determinando de esta manera que el Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de IPAC S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 30 de junio de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 9,65 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (JUNIO 2023)

Descripción	USD
Total Activos	205.218.593
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	786.957
(-) Activos Intangibles / Activos con derecho de uso (USD)	-
(-) Activos Gravados	12.141.516
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	789.395
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁵	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-

² “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁵ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	191.500.725
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	153.200.580
Capital Emisión de IX Papel Comercial	20.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	9,58
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	7,66

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de junio de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en el Mercado de Valores ocupan un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 2,29 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de junio de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 12,14 millones lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 193,08 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores emitidos representan el 7,99% del 200% del patrimonio al 30 de junio de 2023 y el 15,97% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (JUNIO 2023)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	125.196.979
200% del Patrimonio (USD)	250.393.959
9no Papel Comercial	20.000.000
Total Emisiones/200% del Patrimonio	7,99%
Total Emisiones/Patrimonio	15,97%

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Rubro	2023	2024	2025
Ventas netas	193.690	173.196	176.686
Costo de ventas	156.076	138.538	141.330
Utilidad bruta	37.614	34.658	35.356
Gastos operativos	22.661	21.315	21.491
Utilidad operativa	14.953	13.343	13.865
Gastos financieros	2.283	1.889	1.870
Otros ingresos / egresos	52	68	80
Utilidad antes de impuestos	12.618	11.386	11.915
Impuestos	1.893	1.708	1.787
Participación	2.806	2.545	2.658
Utilidad neta	7.919	7.133	7.470

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

⁶ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁷ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

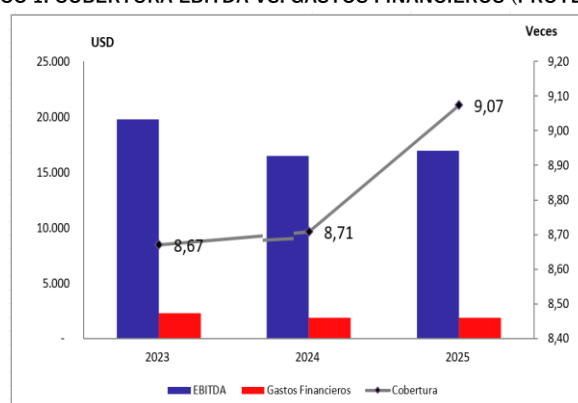
Las proyecciones consideran un decrecimiento en las ventas del 14,63% para el año 2023 frente a lo registrado en su similar de 2022, mientras que para diciembre de 2024, las ventas disminuirían en un 10,58%. Finalmente, para el año 2025, estas registrarían un incremento de 2,02%. Por otro lado, los costos de ventas significarían el 80,58% de los ingresos en diciembre de 2023 y el 79,99% para los años 2024 y 2025, mientras que los gastos operativos representarían en promedio (2023-2025) el 12,06% de los ingresos.

Después de descontar los costos de ventas y gastos operativos, la compañía generaría un margen operativo positivo durante el periodo proyectado, el mismo que pasaría de representar el 7,72% de los ingresos en 2023, 7,70% en 2024 y el 7,85% de los ingresos en 2025.

Los gastos financieros, por su parte significarían en promedio (2023-2025) el 1,11% de los ingresos, mismos que consideran las necesidades de financiamiento actuales y futuras de la compañía. Finalmente, después de deducir los gastos mencionados anteriormente, los ingresos no operacionales y los respectivos impuestos, se proyectó que IPAC S.A. obtendría resultados netos positivos durante la vigencia del papel comercial, mismos que alcanzarían un 4,09% de los ingresos en 2023; 4,12% en 2024 y 4,23% de los ingresos en el año 2025.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 8,67 veces en el año 2023 a 9,07 veces en el año 2025.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia considera las actividades de operación, misma que parte del cobro procedente de ventas, y sigue con los pagos a proveedores, empleados y otras entradas y salidas de efectivo. Posteriormente está el flujo correspondiente a actividades de inversión, en donde se aprecia una salida en todos los años proyectados (adquisiciones de propiedades, planta y equipo). Finalmente está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de las emisiones y sus respectivas cancelaciones, además de préstamos bancarios y sus correspondientes pagos. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones.

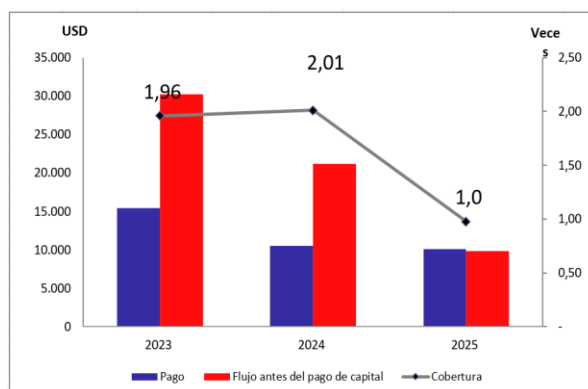
Por lo expuesto, la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, sin embargo, para 2025 se proyecta un flujo de efectivo negativo de USD 0,24 millones, resultado distinto a los anteriores años proyectados; tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (miles USD)

Descripción	2023	2024	2025
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	17.599	27.188	9.987
Efectivo recibido de clientes (cobros procedentes de la venta de bienes y prestaciones de servicios)	193.938	176.070	175.985
Otros pagos por actividades de operación	742	837	(1.153)
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(165.273)	(149.310)	(156.335)
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagadas)	(7.632)	3.189	(4.852)
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	(1.893)	(1.708)	(1.787)
Gastos financieros (intereses pagados)	(2.283)	(1.889)	(1.870)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(800)	(800)	(800)
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(800)	(800)	(800)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	(10.405)	(30.517)	(20.080)
Otras entradas, salidas de efectivo	22	22	-
Pago Final VIII Programa Emisión de Papel Comercial			
Emisión del IX Programa Papel Comercial	(14.800)	(10.000)	(10.000)
Pago IX Programa Emisión de Papel Comercial	10.000	10.000	10.000
Emisión del X Programa Papel Comercial			
Financiación por préstamos a largo plazo	(539)	(539)	(80)
Pago préstamos	(88)	-	-
Dividendos Pagados	(5.000)	(30.000)	(20.000)
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO			
Variación del efectivo y equivalentes	6.393	(4.129)	(10.893)
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	8.390	14.783	10.654
FLUJO DE EFECTIVO NETO FINAL	14.783	10.654	(238)

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE DEUDA CON COSTO



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago Deuda Total, significaría 1,96 veces en 2023 y el 1,00 veces en diciembre de 2025. Además, la compañía generaría una rentabilidad esperada positiva para todos los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando variables clave dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 6,00% para los años 2023, 2024 y 2025, con lo cual la compañía generaría una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados. De mismo modo, al afectar la cuenta de efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios) en el estado de flujo de efectivo el modelo soportaría un incremento del 1,00% para los años proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos acumulados de efectivo negativos.

⁸ (**) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de las emisiones de papel comercial.

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

Para determinar el cumplimiento del emisor al 30 de junio de 2023, se comparó los resultados reales con lo proyectado al mismo periodo, es así que las ventas alcanzaron un cumplimiento de 99,71%, los costos de ventas tuvieron un cumplimiento superior al proyectado con el 100,58%, y en consecuencia la utilidad bruta registró un cumplimiento del 96,12%. Por su parte, los gastos operacionales registraron un cumplimiento inferior al proyectado en un inicio y como consecuencia el resultado operacional tuvo un cumplimiento de 108,59%. Por último, después de deducir gastos financieros, otros ingresos y participación e impuestos la compañía arrojó una utilidad neta con un cumplimiento del 113,88%.

CUADRO 8: RESULTADOS PROYECTADOS VS. REALES (Miles USD)

Cuenta	Junio 2023		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ingresos	98.857	98.573	99,71%
Costo de Ventas	79.577	80.041	100,58%
Utilidad Bruta	19.280	18.532	96,12%
Gastos Operacionales	11.512	10.097	87,71%
Utilidad Operacional	7.768	8.435	108,59%
Gastos Financieros	1.162	1.218	104,80%
Otros ingresos/egresos neto	26	858	3301,61%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	6.580	6.359	96,64%
Participación de trabajadores	987	1.652	167,42%
Impuesto a la renta	1.460		
Utilidad (Pérdida) Neta	4.133	4.707	113,88%

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de junio de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 12,78 millones, por otro lado su flujo de procedente de actividades de financiamiento fue de USD -10,95 millones y su flujo de actividades de inversión negativo con USD 3,00 millones, lo que generó un flujo final de USD 6,65 millones, valor que representó el 3,24% de los activos y el 6,75% de los ingresos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados y estado de flujo de efectivo, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024⁹. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 2,6% en el 2023 y un 2,8% en 2024¹⁰. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas¹¹.

⁹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.ashx>

¹⁰ <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

¹¹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios¹³.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3% en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024¹⁴.

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral¹⁵.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a junio de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (abr 2023)	51,46%	Inflación mensual (jun 2023)	0,37%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-may 2023	873,0 (Superávit)	Inflación anual (jun 2023)	1,69%
Reservas Internacionales (millones USD 07-jul-2023)	7.051,62	Inflación acumulada (jun 2023)	0,87%
Riesgo país (18 de jul 2023) ¹⁶	1.799 puntos	Remesas (millones USD) I-T 2023	1.191,99
Precio Barril Petróleo WTI (USD 18 jul 2023)	75,75	Tasa de Desempleo urbano (may 2023)	4,1%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el primer trimestre del 2023 el PIB creció en 0,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de -3,4% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el primer trimestre de 2023 en la industria refinación de petróleo (+16,6% en comparación a su similar de 2022), seguida de acuicultura y pesca de camarón (+6,4% respecto al primer trimestre de 2022), correo y comunicaciones (+6,2% respecto a su similar de 2022), y, alojamiento y servicios de comida (+3,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del consumo final de los hogares, gasto del gobierno y las exportaciones de bienes y

¹² Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

¹⁴ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

¹⁵ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

servicios.¹⁷

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones¹⁸.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

El **Riesgo País** registró 1.799 puntos al 18 de julio de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁹.

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana²⁰.

Para mayo de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.755,20 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 12.124,69 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para mayo de 2023 alcanzaron USD 12.628,20 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 13.820,58 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta mayo de 2023 arrojaron una suma de USD 9.291,19 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.337,00 millones.

Hasta mayo de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 873,0 millones, USD 822,89 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 1.695,89 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 627,44 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 245,56 millones²¹.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en junio de 2023 cierra en USD 70,64 por barril (USD 75,75 por barril al 18 de julio de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²²

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeI_2023.pdf

¹⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBIMImpactoParoNacional062022.pdf>

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

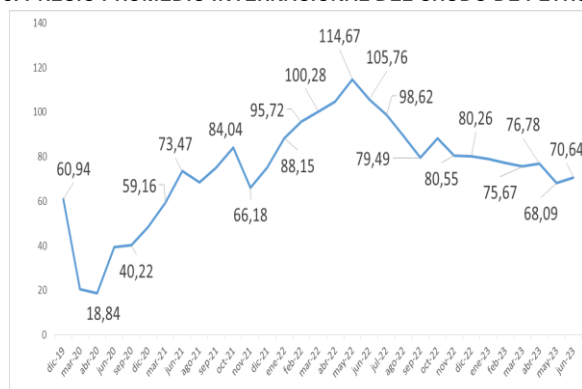
²⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/m2056/IEM-322-e.xlsx>

²² <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²³.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

En mayo de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,70 millones de barriles, lo que representa 4,21% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,77 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,93 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁴.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)²⁵.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta junio de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 9.609,21 millones, es decir existió un incremento de 3,90% respecto al mismo período de 2022 (USD 9.248,26 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta mayo de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.221,19 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.557,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 554,56 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 423,83 millones²⁶.

La **inflación mensual** en junio de 2023 registró una variación de 0,37%, mientras que la variación **anual** fue de 1,69% y la **acumulada** fue de 0,87%. Para junio de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 63,41% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Bebidas alcohólica, tabaco y estupefacientes; y, Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 36,59% se registraron resultados negativos, siendo Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar; Transporte; y, Prendas de vestir y calzado, las de mayor variación²⁷.

²³ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

²⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>, <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023196.pdf>

²⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/>

²⁶ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>; <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202306.pdf>

En referencia al **salario nominal promedio**, para junio de 2023, se fijó en USD 524,83²⁸; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,04 para junio 2023²⁹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en junio de 2023, se ubicó en USD 772,35³⁰, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,76% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023³¹.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,2% en mayo de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³² pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,4% en mayo de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,9% a mayo de 2023³³.

A diciembre 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,2% y la pobreza extrema en 8,2% (a diciembre de 2021 se registraron tasas del 27,7% y 10,5% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 17,8% y en el área rural alcanzó el 41,0% (a diciembre 2021 fue del 20,8% y 42,4% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁴, se ubicó en 0,466 a diciembre del 2022 (0,474 en diciembre de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2022 se ubicó en USD 88,72 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,00 mensuales per cápita (a diciembre de 2021 USD 85,60 y USD 48,24 respectivamente)³⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,13% para julio de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,02%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,89%³⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para junio de 2023 alcanzó la suma de USD 76.519,02 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.696,36 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 19.120,12 millones³⁷.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía³⁸.

Para junio de 2023, la cartera de crédito total alcanzó la cifra de USD 40.362 millones, lo que representa un incremento de 11,7% frente a su similar período de 2022 (USD 4.241 millones más). A pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera, los bancos continúan apoyando al dinamismo económico del sector productivo. De esta manera, del total de la cartera crediticia a junio de 2023, el 59% (USD 23.954 millones) está destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 41% a los créditos de consumo (USD 16.407 millones). Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país a nivel climático, social, económico y político, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con

²⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202306.pdf>

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Junio/Boletin_tecnico_06-2023-IPC.pdf

³² <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

³³ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Mayo/202305_Mercado_Laboral.pdf

³⁵ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre_2022/202212_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

³⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Coyuntura/s731/BMS_14072023.xlsx

³⁹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos³⁹.

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior⁴⁰.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2023 totalizó USD 1.191,99 millones, cifra superior en 8,01% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.103,59 millones), e inferior en 5,30% respecto al cuarto trimestre de 2022 (USD 1.258,65 millones). El aumento del flujo de remesas en el trimestre enero - marzo de 2023, se atribuye a la recuperación económica de Estados Unidos, España e Italia, países de donde provienen principalmente los flujos⁴¹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2023 fueron de USD 17,18 millones; monto inferior en un importante 87,33% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 135,57 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el primer trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴². La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: industria manufacturera; transporte, almacenamiento y telecomunicaciones; comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Estados Unidos, España, China, Perú, Colombia. Chile, entre otros⁴³.

Para abril de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.417,92 millones, cifra superior a la reportada en abril de 2022, cuando fue de USD 45.763,48 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para abril de 2023 fue de USD 13.721,05 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.092,41 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 51,46% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁴.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para junio de 2023 totalizaron USD 6.966,53 millones (USD 7.521,12 millones al 14 de julio de 2023)⁴⁵. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁶ constituidas alcanzaron USD 1.862 millones al 31 de mayo de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.489 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 373 millones⁴⁷.

La **calificación de deuda** para julio de 2023⁴⁸ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas,

³⁹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/07/2023-07-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴⁰ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023i.pdf>

⁴² <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

⁴³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx

⁴⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2023/06/Boletin-Deuda-Publica-ABR-2023.pptx>

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁶ La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.

⁴⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Jun23.pdf

⁴⁸ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o “default”⁴⁹. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa “altamente especulativa”.

Riesgo del Negocio

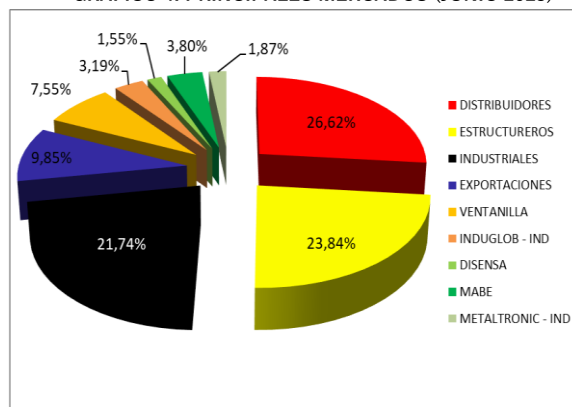
Descripción de la Empresa

Industria Procesadora de Acero S.A. (IPAC) e Inmobiliaria 24 de diciembre Compañía Anónima mediante Escritura Pública de Fusión celebrada ante la notaria Trigésima octava del cantón Guayaquil con fecha 01 de septiembre de 1995 e inscrita en el Registro Mercantil el 29 de diciembre del mismo año se formó una nueva compañía denominada IPAC S.A. cuyo objeto social fue el de suplir al mercado con perfiles de acero y cuyo plazo de duración es hasta el 29 de diciembre de 2045.

Posteriormente, mediante Escritura Pública del 28 de junio de 1996, IPAC S.A. absorbe a la compañía ELTI S.A.; más tarde para el 30 de mayo de 1997 y mediante Escritura Pública, realiza un nuevo proceso de fusión por absorción de las compañías CIMPAC, Compañía Importadora de Productos de Acero S.A., INDUMET C. LTDA; ADIN, Administración de Ingeniería C. Ltda. y DESILU S.A.

Conforme transcurrieron sus años de actividad, se fueron incrementando varias líneas adicionales de productos, como son las tuberías y planchas, por lo que en la actualidad cuentan con más de 30 productos que satisfacen al mercado nacional y también al mercado extranjero.

GRÁFICO 4: PRINCIPALES MERCADOS (JUNIO 2023)



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

IPAC S.A. cuenta con tres plantas industriales, ubicadas en la ciudad de Guayaquil, además de puntos de distribución a nivel nacional en las ciudades de Guayaquil (5), Durán, Ambato, Manta, Santa Elena, Machala Portoviejo, Esmeraldas, Quevedo, Quito (2), Santo Domingo, Cuenca (2), Ibarra, Loja, totalizando de esa manera 19 locales propios a nivel nacional y más de 500 locales de Disensa con quienes mantiene un contrato de distribución.

Además de los productos que IPAC S.A. ofrece a sus clientes, también presta servicios, dentro de los cuales encontramos Oxycorte, Perforaciones, Doblado, Corte y Galvanizados de tubos y estructuras.

IPAC S.A., fabrica y comercializa variedad de productos de acero tanto a clientes locales como extranjeros, por lo que sus ingresos provienen de diferentes líneas, con las que se conforman sus cuentas por cobrar.

⁴⁹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de IPAC S.A. al 30 de junio de 2023, asciende a USD 46,09 millones. La composición accionarial de la compañía se encuentra constituida de acuerdo al detalle expuesto a continuación, según el cual se refleja que DUFERCO C.E.C. S.A., es el accionista mayoritario de IPAC S.A.

CUADRO 10: ACCIONISTAS⁵⁰

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD)	%
Duferco C.E.C. S.A.	Suiza	46.094.604,00	99,999983%
Duferco International Trading Holding S.A.	Luxemburgo	8,00	0,000017%
Total		46.094.612,00	100,00%

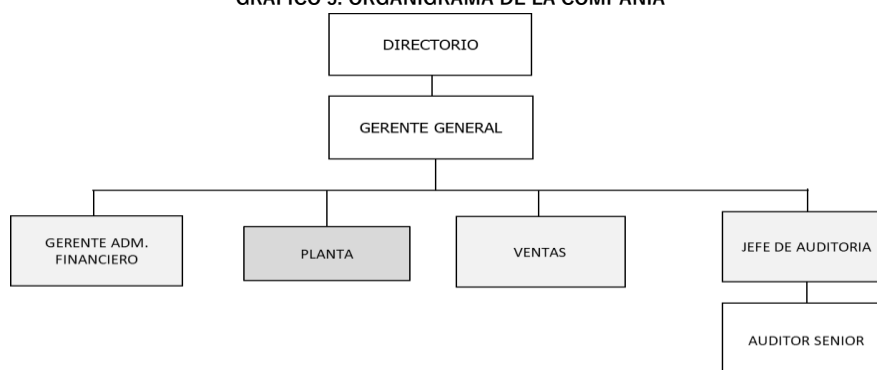
Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

De conformidad con los estatutos de la compañía, ésta se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas, siendo ésta la máxima autoridad de la compañía, órgano que según sus estatutos y políticas busca tomar las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos productivos eficientes.

Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados.

Mientras que su administración está a cargo de su Directorio, Presidente, Vicepresidente Ejecutivo, Gerente General, entre otros⁵¹. A continuación, se evidencia la composición organizacional de la compañía

GRÁFICO 5: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente/Elaboración: IPAC S.A.

El Directorio y los principales ejecutivos de la compañía se encuentran conformados por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio:

CUADRO 11: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Christian de Morgan	Presidente
Luis Felipe Lira	Vicepresidente
Mario Raimondo	Director
Kenneth Kim	Director
Robert Pakuts	Director y Representante Legal de IPAC
Christian Echeverría	Gerente Administrativo Financiero
Damián Pazmiño	Gerente Producción
Daniel Cueva	Gerente Cad. Abastecimiento

⁵⁰ Duferco International Trading Holding S.A (DITH), es un importante holding de empresas dedicadas al tratamiento del acero, siendo uno de los mayores productores y comercializadores de materia prima y productos de acero a nivel mundial. El Grupo Duferco se encuentra en más de 50 países siendo uno de los mayores productores y comercializadores de materia prima y productos de acero a nivel mundial. La cabeza de todo el grupo es Duferco International Trading Holding S.A. de procedencia luxemburgués.

⁵¹ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

José Parada	Gerente Ventas Industriales, Estructuras y Exportaciones
Karina Vasquez	Gerente Ventas Distribuidores, Retail

Fuente: SICVS / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

Según lo reportado por la administración de la compañía, IPAC S.A. no posee lineamientos formales en sus estatutos sobre Gobierno Corporativo, no obstante, cuenta con una adecuada planificación en su organización, que le permite identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar la magnitud de cada uno de estos. Lo mencionado anteriormente le permite normar la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 30 de junio de 2023, la empresa mantiene dentro de su nómina a 449 empleados (432 en diciembre de 2022), todos cuentan con contrato indefinido y se encuentra desarrollando actividades dentro de las áreas de producción, ventas (incluye vendedores, cajeras, bodegas de locales, asistentes de ventas), cadena de abastecimiento y administración; siendo el área de producción la más representativa con el 48,78% del total de empleados, seguido del área de ventas con el 30,51% de su total de empleados. Es importante mencionar que IPAC S.A. no posee sindicatos ni contratos colectivos, por el contrario, mantiene una buena relación con sus colaboradores, los cuales se encuentran capacitados y calificados con varios años de experiencia. Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 12: EMPRESAS RELACIONADAS

Empresa	Relación
DUFERCO S.A. ⁵²	COMERCIAL
AGOFER	COMERCIAL
ACEROS Y TECHOS- ACETESA	COMERCIAL
GALVANIZADORA PERUANA	COMERCIAL
IPACER	COMERCIAL
Duferco CEC	ACCIONISTA
DUFERCO INTERNATIONAL TRADING HOLDING SA	ACCIONISTA

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵² Situación Legal: Canc. de Inscripción anotada en RM

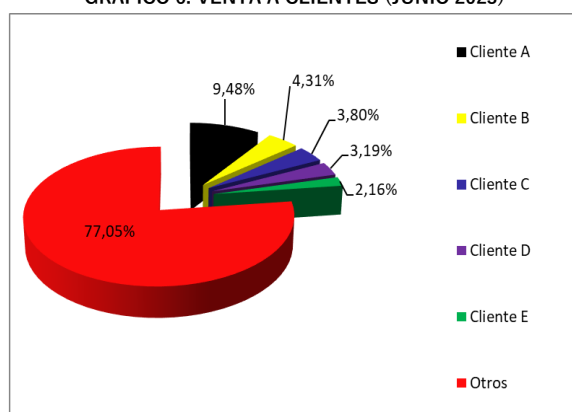
Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

Respecto a los clientes de IPAC S.A. se debe indicar que maneja un amplio portafolio de clientes a nivel nacional e internacional y gracias a su diversificación, IPAC S.A. mantiene segmentos de clientes, dentro de los cuales encontramos a Distribuidores, Estructureros, Industriales, Petroleros, Exportaciones y Ventanilla⁵³.

Por otro lado, las ventas efectuadas por IPAC S.A., al 30 de junio de 2023, componen una cartera de más de 10.000 clientes, el más importante alcanzó una participación de 9,48% sobre el total de las ventas, el Cliente B significó el 4,31%, el Cliente C el 3,80% y el Cliente D el 3,19%; los demás registraron participaciones individuales inferiores al 3,00%. Por lo mencionado se puede apreciar que la cartera de clientes de la Compañía se encuentra debidamente diversificada, por lo que no existe riesgo por concentración.

GRÁFICO 6: VENTA A CLIENTES (JUNIO 2023)



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

El plazo de crédito general establecido por la compañía es de 30 días; sin embargo, los clientes pueden solicitar un plazo mayor dependiendo del mercado al que pertenecen: 5 días (ventanillas), 15 días (exportaciones), 45 días (distribuidores) y hasta 100 días clientes industriales y estructureros.

Así mismo se debe indicar que al 30 de junio de 2023, el 94,55% de las ventas fueron realizadas a crédito mientras que el 5,45% restante se lo hizo al contado.

Las cuentas por cobrar comerciales, sin incluir la provisión por deterioro, al 31 de diciembre de 2022, estuvieron conformadas principalmente por cartera por vencer con el 79,24%, mientras que el 20,76% restante fue la cartera vencida, siendo la más representativa la que se encontró dentro del rango de 0 a 30 días.

Por su parte al 30 de junio de 2023, la cartera por vencer concentró el 84,91% sobre la cartera total y el restante 15,09% fue cartera vencida, teniendo el rango de 0 a 30 días mayor representatividad. Lo mencionado evidencia una aceptable gestión de cobranza por parte de la compañía, lo que permite catalogar como una cartera relativamente sana.

CUADRO 13: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Cartera	2021	2022	jun-23
Por Vencer	79,84%	79,24%	84,91%
0 a 30 días vencido	11,85%	10,56%	9,72%
31 a 60 días vencido	2,24%	2,88%	0,80%
61 a 90 días vencido	0,97%	1,88%	0,18%
91 a 120 días vencido	0,28%	1,05%	0,07%
más de 120 días vencido	4,18%	4,39%	4,32%
Cheques vencidos	0,64%	0,00%	0,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵³ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 32,82% a junio de 2023 (25,63% en diciembre de 2022); aspecto que deberá ser reforzado, con la finalidad de evitar un posible riesgo de incobrabilidad.

Es importante señalar que, la compañía cuenta con pólizas de seguro de cartera cuya vigencia es hasta el 31 de diciembre de 2023, mismas que garantizan las posibles pérdidas netas o definitivas por el no pago de créditos concedidos a sus compradores. Aproximadamente el 80% de la cartera de IPAC está asegurada.

Proveedores

Se debe indicar que el proveedor principal de IPAC S.A. es una empresa relacionada, con el 70% de participación en la provisión de acero el cual es el mayor trader de acero a nivel mundial. Por este motivo, la incidencia dentro de la empresa es mínima, puesto que al ser una empresa directamente relacionada mantiene preferencia estratégica en la proveeduría de sus productos. Este consigue el acero de diferentes lugares del mundo, especialmente China (85%), Europa y Japón (15%). En junio de 2023, IPAC S.A. incluyó dentro de su portafolio a otro proveedor de acero (no relacionado) que suministra el 30% de las compras de acero.

Las cuentas por pagar con el mayor proveedor de acero (proveedor A) es de 150 días desde la fecha de BL.

Es importante mencionar que para junio de 2023, el 91,22% de las cuentas por pagar a proveedores se encuentran vigentes; mientras que el 8,78% restante se encuentran vencidas.

Adicionalmente se debe indicar que la compañía posee la capacidad de negociación con sus proveedores y tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

Estrategias y Políticas de la Empresa

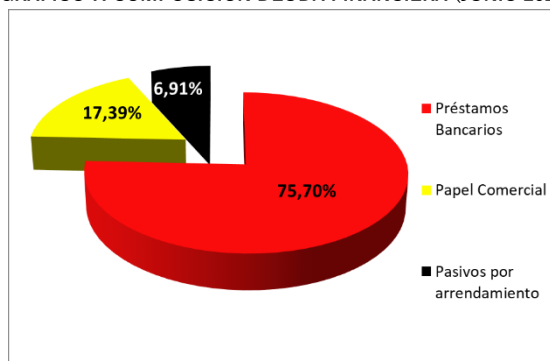
IPAC S.A. mantiene estrategias en base a elementos importantes dentro del desarrollo normal de su negocio, como son materias primas y productos terminados, análisis de competencia, crédito, sistemas, clientes y centros de distribución.

- Controles diarios del consumo de materias primas, ajustando las compras cada mes, especialmente de productos de alta rotación y/o especiales, optimizando así el stock.
- Revisión de los stocks de productos terminados en todas las bodegas para ajustarse al cronograma de producción y ventas de manufactura basada en el volumen y proyecciones reales acorde a la demanda del mercado.
- Revisión y análisis de los límites de crédito de los clientes nacionales en conjunto con el Coordinador Financiero. Para casos especiales de montos más grandes y plazos de pago más largos son discutidos con el comité de crédito.
- Optimizar los tiempos de entrega y costos de transporte.
- Entre otros.

Política de Financiamiento

IPAC S.A. históricamente ha financiado sus operaciones tanto con pasivos como con recursos propios. Al 30 de junio de 2023 la deuda financiera registró USD 28,76 millones (14,01% de los activos), la cual se concentra en el corto plazo (12,81% de los activos) y proviene de financiamiento a través de instituciones financieras, mercado de Valores y pasivos por arrendamiento.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (JUNIO 2023)



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de precios

La política de precios, según lo reportado por IPAC S.A., está regida conforme a la competencia y el precio de mercado internacional del acero, por cuanto sus productos mantendrán las variaciones que estos determinen.

Responsabilidad Social

IPAC S.A. ha realizado varias actividades que beneficiaron a sus colaboradores, medio ambiente y la comunidad, entre ellas se encontraron las facilidades para reciclar basura en todas las locaciones de IPAC S.A., adicionalmente asume los siguientes compromisos:

- Establecer y revisar objetivos y metas para la calidad y ambiente compatibles con el contexto y dirección estratégica de la Organización.
- Prevenir y controlar los aspectos ambientales significativos.
- Entre otros.

En el 2022 se realizaron varias campañas/proyectos en base a los tres pilares en los que se trabaja en responsabilidad social empresarial.

Innovación

La empresa se destaca por ofrecer productos generados con energía sostenible, enfocándose en la relación calidad-precio del mercado. Además, busca un mayor acercamiento a los clientes y ofrece una amplia gama de productos de acero del país; es por eso que IPAC se posiciona como el mayor exportador de productos de acero del país y cuenta con bodegas y puntos de venta en 12 provincias del Ecuador.

Comunicación y transparencia

La compañía mantiene una excelente relación con sus stakeholders al realizar ferias, eventos y capacitaciones técnicas. Además, la empresa se enfoca en que sus stakeholders mantengan altos estándares de comportamiento correcto e integridad ética.

Compromiso ambiental

En el 2022, la empresa inauguró una Planta Fotovoltaica para captar la radiación solar, lo cual permite un ahorro del 20% en el consumo total de energía. Además, IPAC fue una de las primeras empresas en adherirse al Programa Ecuador Carbono Cero en el mismo año, con el objetivo de avanzar hacia la descarbonización.

Desarrollo social

IPAC brinda a su personal seguros adicionales de salud, vida y accidentes. Además, la empresa fomenta el esfuerzo académico al premiar a los hijos e hijas de los colaboradores. En el 2022, IPAC se sumó al programa llamado Mujeres de Acero, el cual promueve la participación de las mujeres en áreas menos tradicionales. La compañía tiene un gran compromiso con la comunidad y busca el bienestar individual, social y el cuidado del

medio ambiente. En este sentido, IPAC realizó donaciones de casas y techos de acero a 250 personas, así como también plantó 150 árboles en el bosque protector La Prosperina.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

IPAC S.A. es una Sociedad Anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Agricultura, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras.

Adicionalmente, IPAC S.A. cuenta con normas de calidad de Acero (JIS G 3132 SPHT 1 ASTM A36 - ASTM A 572 G50, JIS G 3141 SPCC SD, ASTM A 653 CS, JIS G 3132 - ASTM A 36, ASTM A 36 - ASTM A 572 G50, JIS G 3132 SPHT 1 - ASTM A36, entre otras), así como para fabricación de productos (INEN 2415 - ASTM A123, INEN 2472 - ANSI C80.1 - ANSI 80.3 - ANSI 80.6, IMC: UL 1242 (Productos: 1/2, 3/4, 1, 1 1/4, 2), INEN 1623 Para espesores < 6mm, INEN 2473 - ASTM A 123 - AASHTO M180-00, ASTM A786, entre otras) y además contempla normas de calidad para productos certificados (INEN 2415, UL 1242, INEN 2470, UL 6, INEN 2472, INEN 1623, INEN 2224, entre otras). Esto le permite tener cierta ventaja sobre la competencia.

Adicionalmente, la compañía cuenta con otras normas para los procesos, dentro de las cuales se especifican: ISO 9000 (gestión de calidad), ISO 14.000 (gestión ambiental), CD.333 (sistema de gestión de prevención de riesgos).

Riesgo Legal

IPAC S.A., a través de sus asesores en materia jurídica reporta entre sus procesos más relevantes una demanda ante el Tribunal Distrital de lo Contencioso Tributario referente a una demanda de impugnación contra el SRI sobre la determinación del impuesto a la renta de los años 2014 y 2016; además, mantiene un juicio en contra por indemnizaciones laborales.

Liquidez de los títulos

Con fecha 11 de mayo de 2023, MASVALORES Casa de Valores S.A. CAVAMASA, inició la colocación de los valores. Cabe resaltar que en esa fecha se realizó la única colocación y representó el 25,00% del programa autorizado (USD 20,00 millones).

A continuación se detallan las emisiones más recientes realizadas por el emisor.

CUADRO 14: EMISIONES REALIZADAS POR IPAC S.A.

Emisión	Año Aprobación	Aprobación SIC	Monto	Estado
Octava Emisión de Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00003981	20.000.000	Cancelado
Novena Emisión de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00037773	20.000.000	Vigente

Fuente: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Dentro del período enero 2023 – junio 2023, se registraron valores negociados únicamente en el mes de mayo 2023:

CUADRO 15: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL, (USD)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
may-23	1	1	5'000.000,00	21	4,76%

Fuente: BOLSA DE VALORES / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- Debido al conflicto entre Rusia y Ucrania existe un incremento del precio del acero a nivel global. IPAC S.A. está comprando solo las cantidades de acero necesarias para mantener las operaciones ya que no se tiene estimado tener grandes cantidades de stock para no tener el riesgo de una caída repentina del precio del acero y tener altos niveles de inventarios.
- Al 04 de agosto de 2023 IPAC S.A., no registra obligaciones patronales en mora, sin embargo, el empleador tiene 55 glosas impugnadas por un valor total de USD 190.406,70.

Situación del Sector

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. Las barreras de entrada de la industria son las economías de escala, la alta especialización y alto nivel de inversión. De igual manera, existe una tendencia de formación de alianzas estratégicas y colaboración entre empresas para participar del mercado, así como una mayor colaboración en alianzas públicas y privadas, que limitan la participación de nuevas empresas dentro del sector.

Dentro de la industria metalmeccánica 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.

Por el giro de negocio en el que se desenvuelve la compañía es importante realizar un análisis sobre el acero, el mismo que es uno de los insumos claves para la manufactura, ya que es utilizado en diferentes industrias como la construcción, automotriz, metalúrgica, entre otras.

La Expo industria 2023 tuvo lugar los días 13 y 14 de junio en el Hotel Hilton Colón Guayaquil, desde las 09h30 hasta las 20h00. En este evento participaron alrededor de 120 instituciones, principalmente del sector privado, pero también estuvieron presentes entidades públicas. Estas instituciones representan más de 30 mil empleos directos y generan alrededor de 4 mil millones de dólares en ventas.

La actividad económica más destacada en la exposición fue la de Industrias Manufactureras, que tuvo una presencia del 40% en los stands del evento. Le siguieron las empresas con actividad comercial, con un 28% de representación, y las actividades de información y comunicación, con un 6% de presencia⁵⁴.

En la primera mitad del año, en un contexto ambiental complejo, la economía mundial está experimentando cambios positivos. Sin embargo, la base para el desarrollo sostenible de la economía nacional todavía se encuentra inestable. En la segunda mitad del año, China tiene como objetivo construir un nuevo modelo de desarrollo que promueva el aumento de la producción y la mejora de la calidad, así como la expansión de la demanda efectiva. También se buscará ajustar la política monetaria para hacer frente a desafíos y cambios

⁵⁴ <https://revistaindustrias.com/expoindustria-2023-la-unica-feria-industrial-del-ecuador/>

inesperados⁵⁵. Se espera que el sector manufacturero lidere la recuperación económica, aunque las altas tasas de interés seguirán afectando la demanda de acero.

La Asociación Mundial del Acero acaba de publicar su pronóstico de demanda de acero, conocido como Short Range Outlook (SRO), para los años 2023 y 2024. Según este informe, se prevé que este año la demanda de acero experimente un aumento del 2.3%, alcanzando 1,822.3 Mt. Además, se pronostica un crecimiento del 1.7% en la demanda de acero para el año 2024, llegando a 1,854.0 Mt. Se espera que el sector manufacturero sea el principal impulsor de esta recuperación, aunque las altas tasas de interés seguirán afectando la demanda de acero. Para el próximo año, se espera un crecimiento acelerado en la mayoría de las regiones, pero una desaceleración en China.

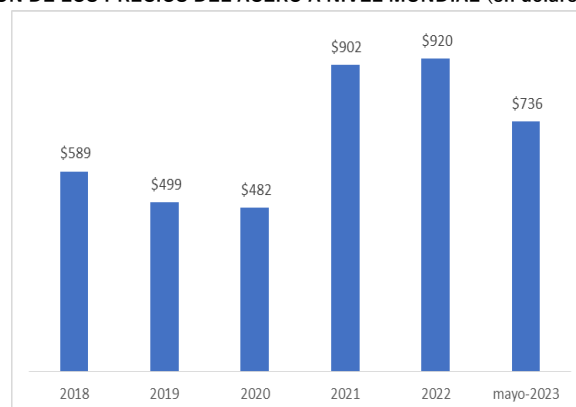
La demanda de acero en las economías desarrolladas experimentó una significativa reducción en 2022 debido a los ajustes monetarios y los altos costos de energía. Después de una caída del 6,2% en 2022, se espera que aumente en un 1,3% en 2023. Además, se pronostica una recuperación del 3,2% en 2024⁵⁶. En cuanto a América Latina, la región se enfrenta a un periodo complicado con perspectivas de crecimiento débil y una incertidumbre política. Durante el año 2022, la demanda de acero se contrajo en todos los países de la región. Sin embargo, se espera que todos los sectores experimenten un crecimiento moderado en los años 2023 y 2024.

A finales del mes de julio, la producción mundial de acero bruto de los 63 países que informan a la Asociación Mundial del Acero, Worldsteel, alcanzó los 158.8 millones de toneladas (Mt) en junio de 2023. Esto representa una ligera disminución del 0.1% en comparación con junio de 2022. En cuanto a la producción por regiones, África registró una producción de 1.3 Mt en junio de 2023, lo que supuso un aumento del 11.5% en comparación con junio de 2022. Asia y Oceanía, por su parte, produjeron 119.7 Mt, reflejando un incremento del 0.8%.

Por otro lado, la Unión Europea (27) experimentó una reducción en su producción, alcanzando los 10.6 Mt, lo que representa una disminución del 11.1%. Europa, Otros, también registró una disminución con una producción de 3.7 Mt, un 1.8% menos. En Oriente Medio, la producción de acero alcanzó los 4.2 Mt, mostrando un aumento del 9.4%. América del Norte, en cambio, experimentó una ligera disminución con una producción de 9.2 Mt, un 0.5% menos. Rusia y Ucrania, por su parte, tuvieron un incremento en su producción de acero, alcanzando los 6.8 Mt, un 5.2% más.

Finalmente, América del Sur registró una producción de 3.3 Mt, lo que representa una disminución del 12.4% en comparación con junio de 2022⁵⁷.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ACERO A NIVEL MUNDIAL (en dólares por tonelada métrica)⁵⁸



Fuente: Statista / Elaboración: Class International Rating

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para desarrollar los productos, la necesidad de fuertes

⁵⁵ <http://www.galvanizedsteeltube.com/news/steel-market-update-during-jul-24th-28th-69983763.html>

⁵⁶ <https://www.guiaminera.cl/asociacion-mundial-del-acero-pronostica-repunte-de-demanda-mundial-2023-del-metal-de-23/>

⁵⁷ <https://reportacero.com/retrocede-0-1-produccion-mundial-de-acero-a-158-8-millones-de-toneladas-en-junio/>

⁵⁸ <https://es.statista.com/estadisticas/634390/precios-del-acero-por-mercado-principal/>

inversiones de capital en maquinaria, tecnología, etc., el acceso a proveedores internacionales, altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios de maquinaria, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector.

La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad. La alta dependencia a la mano de obra, por lo que la cantidad de regulaciones laborales, supondrían un alto coste para la empresa, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa debe permanecer más tiempo en el sector, manteniendo la capacidad para la fabricación, los costes de producción, procurando cubrir sus costos variables.

Expectativas

Las expectativas en el desarrollo de las actividades del sector en el que se desenvuelve IPAC S.A., dependen primordialmente del impulso que el Gobierno nacional dé a la construcción. Debe considerarse que el apoyo del Gobierno está supeditado a los recursos de su presupuesto.

La previsión del comité del acero de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) indica que el crecimiento de la demanda mundial de acero en 2023 será de solo un 1%, mientras que el crecimiento de la capacidad de producción de acero superará ampliamente esta cifra⁵⁹.

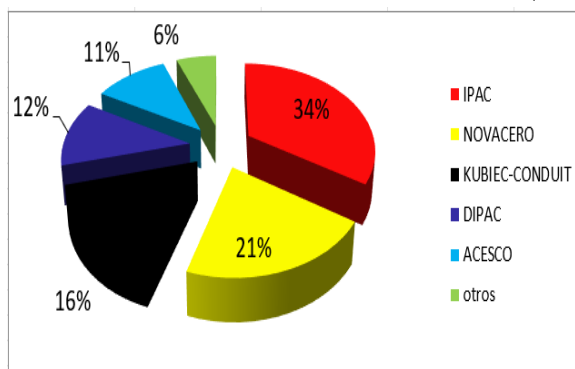
También según datos de Alacero, la desaceleración se extenderá por América Latina, sumando los desafíos externos de la coyuntura mundial, como la crisis energética en Europa y la guerra en Ucrania, a los desafíos locales, como la inflación. La previsión de crecimiento para 2023 es baja, incluso superior a la esperada en China y EE.UU., principales socios comerciales de la región⁶⁰.

De misma forma, se espera que para 2023, el sector se contraiga debido a una desaceleración global, una crisis energética y el reacomodamiento geopolítico debido a los conflictos bélicos entre Rusia y Ucrania⁶¹. Además, el desarrollo del sector dependerá de las tendencias futuras, priorizando la sustentabilidad de los materiales y la reducción de la huella de carbono y el impulso de la innovación en los países de América Latina⁶².

Posición Competitiva de la Empresa

IPAC S.A. comparte un mercado local de alta competencia con varias empresas, tal es el caso de NOVACERO, misma que mantiene una participación del 21%, seguida por KUBIEC-CONDUIT con el 16%, DIPAC con el 12%, mientras que IPAC S.A. registra una participación de 34% del mercado. Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU C24.

GRÁFICO 9: PARTICIPACIÓN DEL MERCADO DE ACERO (2022)



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵⁹ <https://www.guiaminera.cl/ocde- apenas-1- crecera- demanda- mundial- de- acero- en- 2023/>

⁶⁰ <https://www.alacero.org/noticias/alacero- apunta- a- perspectiva- de- contraccion- en- el- sector- de- acero- impulsado- por- la- inflacion- global- y- la- politica- monetaria- local>

⁶¹ <https://www.bloomberglinea.com/2022/11/10/demanda- por- acero- crecera- pero- con- amenaza- de- contraccion- alacero/>

⁶² <https://realestatemarket.com.mx/noticias/infraestructura- y- construccion/39611- tendencias- en- la- industria- del- acero- para- latam- en- 2023>

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de IPAC S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 16: FODA

Oportunidades	Amenazas
Planes Gubernamentales de viviendas populares.	Aumento de tasas e impuestos.
Desarrollo de industria minera.	Decrecimiento estimado del Producto Interno Bruto (PIB) de 10% durante el 2020.
Proyectos de infraestructura vial.	Incremento del precio del combustible.
Acuerdo con clientes para sustitución de importaciones.	Incremento de tasa de interés.
Acuerdos comerciales de largo plazo con clientes Industriales.	Competencia con bajos precios de producto terminado.
Apertura de nuevos mercados en Centroamérica y Sudamérica.	Clientes (Distribuidores e industriales) que están implementando líneas de producción de productos comercializados por IPAC.
Capacitaciones y eventos de seguridad (Acuerdos con otras empresas para que asistan como Instructores).	Clientes importadores de productos similares a los que vende IPAC.
Jornadas preventivas con Instituciones del Estado y Privadas (SST).	Fortalecimiento de la capacidad productiva de la competencia directa.
Implementación de estrategias sanitarias como aporte a la sustentabilidad y sostenibilidad de la empresa.	Problemas financieros de los clientes generan atrasos en cobros.
	Fortalecimiento del dólar.
	Variación del precio del acero.
	Trabas no arancelarias de los países a los cuales exportamos.
	Oferta limitada de acero (Materia Prima).
	Multas y Clausuras por incumplimientos de ley.
	Demandas Civiles, Laborales y penales.
	Aumento de actividades ilícitas (narcotráfico, entre otras) en el país.
	Paralización de operaciones de la planta por temas de emergencias sanitarias por disposiciones Gubernamentales.
Fortalezas	Debilidades
Amplia gama de productos diferenciados: Lo cual nos da una ventaja competitiva en el mercado industrial y de estructuras para la construcción.	Elevado ciclo de producción de ciertas líneas de los productos.
Amplia red de distribución con presencia en las principales ciudades del país.	Sistema ERP actual limitado.
Posicionamiento de la marca en el mercado nacional.	
Desarrollo de conceptos de calidad, medio ambiente y prevención de riesgos, con capacitaciones permanentes.	
Liderazgo y compromiso de Alta Dirección.	
Conocimiento del marco técnico legal.	
Personal calificado.	
Alta capacidad de almacenamiento, producción y distribución.	
Maquinarias de última tecnología.	
Adecuado flujo de proceso.	
Sistema de controles de eficiencia y productividad.	
Ambiente seguro de trabajo.	
Apertura del Directorio para aprobar proyectos de inversión para incrementar capacidad operativa.	
El S.G.I permite la integración de sistemas normalizados, de excelencia y modelos de gestión.	
Certificaciones de Otras Normas (ISO 9001, ISO 14001 y BASC)	
Implementación de nuevas normas (ISO 45001).	
Pertener al Grupo DUFERCO nos brinda una ventaja en la compra de materia prima, tanto en precios como en logística.	
Acuerdos Comerciales con clientes estratégicos de diferentes segmentos del mercado.	
Líneas de créditos comerciales flexibles con Duferco.	
Cartera no concentrada.	
Cartera asegurada (80%).	

Orientación al servicio.	
Excelencia	
Compromiso y trabajo en equipo	
Responsabilidad Social Empresarial.	
Interacción entre todas las áreas de la empresa.	

Fuente Elaboración: IPAC S.A.

Riesgo operacional

Los principales riesgos que pudieran afectar al flujo previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

Uno de los principales riesgos a los que se expone la compañía de acuerdo a la actividad que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que se presenten daños estructurales o averías importantes en sus líneas de producción, mismos que podrían ser ocasionados por errores humanos o fallas mecánicas, y podrían paralizar parcial o totalmente las operaciones de la compañía.

En lo que respecta a planes de contingencia y respaldos de la información de la compañía, vale señalar que dentro de esta temática IPAC S.A. mantiene protegido sus sistemas de comunicación con infraestructura apropiada, de manera que el usuario no tenga acceso físico directo. Además, controla las visitas internas para determinar quién está procesando información y en que horario se están realizando dichas visitas. Los controles de acceso también garantizan que quienes ingresen a las áreas correspondientes de sistemas, sean únicamente las personas autorizadas para el efecto. También están debidamente climatizadas para que no exista un riesgo de un sobrecalentamiento de los equipos y se genere una posible pérdida de información. Por otro lado, los respaldos de la información se los realiza de forma diaria, dos veces al día, uno al medio día y uno en la noche. Así también, existen planes de contingencia para eventos no esperados y procesos para el buen mantenimiento de los equipos, tanto físicamente como virtuales.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, IPAC S.A. ha suscrito varias pólizas de seguro. Las pólizas de incendios y transporte de la compañía se encuentran vigentes y fueron renovadas hasta el 30 de septiembre de 2023. Finalmente se debe acotar que la compañía posee un seguro de cartera, el mismo que fue renovado y tiene vigencia hasta el 31 de diciembre de 2023.

En cuanto al riesgo de una posible desaparición de proveedores, se debe indicar que el proveedor principal de IPAC S.A. es DUFERCO S.A. (empresa relacionada del Grupo Duferco) el cual es el mayor trader de acero a nivel mundial, por lo que el posible evento que desaparezca es poco probable. Aunque en el caso de darse este supuesto, la compañía adquiriría acero como lo realizaba antes de ser adquirida por el Grupo Duferco, comprando a diversos proveedores.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a IPAC S.A., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2019, 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 30 de junio de 2022 y 30 de junio de 2023, sin notas a los Estados Financieros.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía mostraron un comportamiento decreciente hasta el año 2020, pasando de USD 191,51 millones en diciembre de 2019 a USD 159,00 millones en diciembre de 2020, debido a que el sector de la construcción y la economía en general del país se han ido deteriorando, lo cual se agravó por la emergencia

sanitaria (Covid-19) que freno la actividad comercial y por ende la demanda de los productos ofertados por la compañía.

Para diciembre de 2021 los ingresos se recuperaron en 57,11% frente a lo reportado en su similar de 2020, alcanzando USD 249,81 millones, como efecto de la reactivación de actividades, adicional a un incremento mundial en el precio del acero. No obstante, para diciembre de 2022, estos vuelven a disminuir en 9,20% en comparación al cierre del año 2021, registrando una suma de USD 226,83 millones, debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos dos meses del año.

Para los periodos interanuales, los ingresos de la compañía mantuvieron la tendencia decreciente registrada en el último año 2022, es así que pasaron de USD 125,81 millones en junio de 2022 a USD 98,57 millones en junio de 2023, este comportamiento se presenta debido a la disminución en ventas en sus líneas de Disensa (-67,12% frente a junio 2022), exportaciones (-61,13%), y ventanilla (-47,35%), principalmente.

Los ingresos de la compañía son obtenidos de sus diversas líneas, siendo su principal, las ventas por línea de tuberías, seguida de la línea de perfiles, planchas, aceros especiales, laminado, flejes y bobinas.

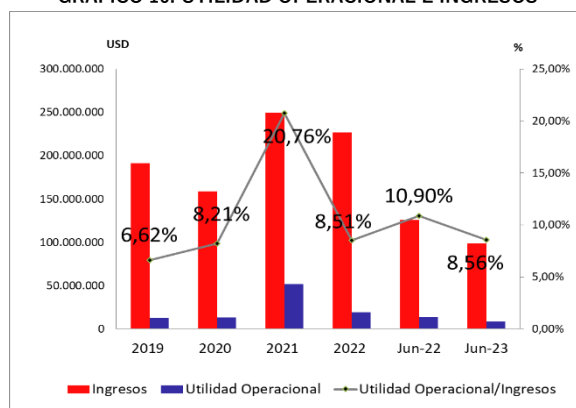
Por su parte los costos de ventas registraron una tendencia a la baja en su representación sobre los ingresos, pasaron de significar 84,40% en 2019 a 81,65% en 2020 y 70,57% de los ingresos al cierre de 2021, los cuales estuvieron conformados principalmente por consumo de materias primas, participación a trabajadores, sueldos y beneficios sociales, entre otros. Para diciembre de 2022, los costos de venta crecieron hasta significar el 83,97% de los ingresos, lo que se atribuye al precio de su materia prima (el acero). En junio de 2023, los costos de ventas significaron el 81,20% de los ingresos, ubicándose prácticamente en el mismo nivel que en su similar de 2022, 81,43%.

Por lo descrito anteriormente, el margen bruto presentó un comportamiento variable en su representación sobre los ingresos, pasando de 15,60% en 2019 a un 29,43% de los ingresos para diciembre de 2021 y 16,03% en el año 2022. En los cortes interanuales, el peso del margen bruto pasó de representar el 18,57% de los ingresos en junio de 2022 a 18,80% en junio de 2023.

Los gastos operacionales, estuvieron compuestos por remuneraciones y beneficios sociales, gastos por arrendamiento, entre otros, mismos que mostraron una tendencia relativamente estable en cuanto a su representación sobre los ingresos, es así que en 2019 significaron el 8,98%, y 8,68% en 2021, sin embargo, para el año 2022 los gastos disminuyeron su participación a 7,52% sobre los ingresos. En junio de 2023, pese a la contracción en ventas, en términos monetarios y en cuanto a su participación dentro de los ingresos, el total de gastos operacionales se incrementa, cerró en USD 10,10 millones (10,24% de los ingresos) cuando en su similar de 2022 totalizó USD 9,65 millones (7,67%).

Los costos y gastos fueron cubiertos en su totalidad por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar el 6,62% de los ingresos en 2019 a un 8,21% de los ingresos en el 2020; mientras que para el 2021 el margen creció de manera significativa a 20,76% de los ingresos, como efecto del crecimiento de sus ventas y un manejo adecuado de sus recursos. No obstante, para diciembre de 2022, la utilidad operacional disminuye notablemente hasta representar el 8,51% de los ingresos, debido a la contracción de sus ventas y el incremento de sus costos. Para junio de 2023 el margen operativo representó un 8,56% de los ingresos (10,90% de los ingresos en junio de 2022), el crecimiento de los gastos operativos en el período fue el determinante en dicho comportamiento.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente entre los años 2019 - 2021; pues pasó de representar 4,32% de los ingresos a 13,98% de los ingresos respectivamente, como efecto de la mejoría registrada en su utilidad operativa; sin embargo, para diciembre de 2022 este rubro representó el 4,14% de los ingresos evidenciando una notable reducción, no obstante, estos resultados fueron suficientes para generar rentabilidad para la empresa.

Para junio de 2023, la utilidad antes de participación e impuestos representó el 6,45% de los ingresos, representación inferior a la reportada en su similar de 2022, 9,42% de los ingresos. En términos nominales el margen antes de participación e impuestos cerró en USD 6,36 millones en junio 2023, -46,36% si se compara con el corte interanual junio de 2022.

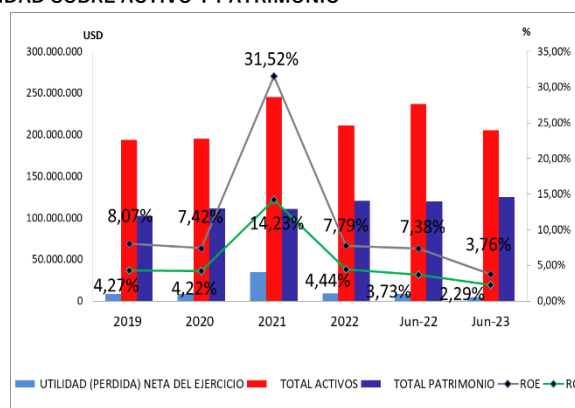
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio fueron positivos, pero variables durante los ejercicios económicos analizados. A pesar de su conducta, se evidenció que los activos de la compañía generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 17, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2019	2020	2021	2022
ROA	4,27%	4,22%	14,23%	4,44%
ROE	8,07%	7,42%	31,52%	7,79%

Indicador	Jun-22	Jun-23
ROA	3,73%	2,29%
ROE	7,38%	3,76%



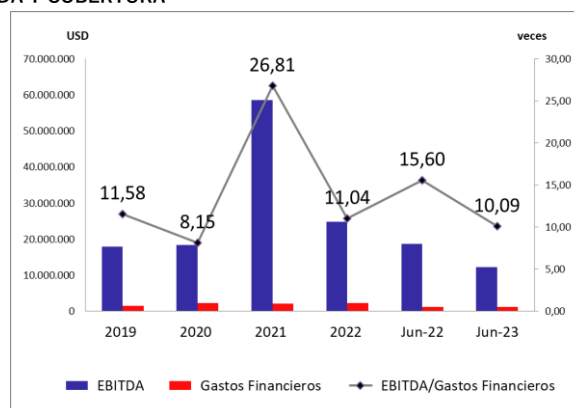
Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de IPAC S.A. fluctuó acorde al desempeño de su margen operativo, es así que pasó de representar un 11,57% de los ingresos en diciembre de 2020 a un 23,49% en 2021, un 10,97% de los ingresos al cierre de 2022 y un 12,47% de los ingresos en junio 2023. Estos resultados demostraron que la compañía registró un flujo suficiente para cubrir de manera adecuada sus gastos financieros.

CUADRO 18, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA

Concepto	2019	2020	2021	2022
EBITDA (USD)	17.971.633	18.388.553	58.668.117	24.882.935
Gastos Financieros (USD)	1.551.643	2.257.115	2.188.040	2.253.393
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros	11,58	8,15	26,81	11,04

Concepto	Jun-22	Jun-23
EBITDA (USD)	18.753.620	12.291.723
Gastos Financieros (USD)	1.202.484	1.217.736
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros	15,60	10,09



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos de IPAC S.A. se mostraron crecientes hasta diciembre de 2021 pasaron de USD 193,70 millones en el año 2019 a USD 245,42 millones en diciembre de 2021, lo cual significó un incremento global de 26,70%. Con corte a diciembre de 2022, el comportamiento se revierte, el total de activos cerró en USD 211,35 millones (-13,88%, variación anual) y para junio de 2023, el saldo desciende a USD 205,22 millones, en estos dos últimos cortes los movimientos en inventarios fueron los determinantes en dicho comportamiento.

Por el giro del negocio, la composición de los activos totales se concentró en el corto plazo, es así que entre los años 2019 a 2022, los activos corrientes representaron en promedio el 76,03% del total de activos, mientras que al 30 de junio de 2023 significaron el 78,78%, determinando que para este último periodo, las cuentas más representativas fueron inventarios⁶³ con el 49,26% del total de activos (50,23% en diciembre de 2022), lo que evidencia el giro del negocio, pues la empresa debe constantemente mantenerse abastecida de suficiente materia prima, producto terminado entre otros, con la finalidad de ofertar los mismos a sus clientes, a esta le sigue de lejos cuentas por cobrar comerciales con el 18,01% (18,06% en diciembre de 2022) e impuestos por recuperar⁶⁴ con el 7,45% de los activos totales (6,66% en 2022) y efectivo y equivalente de efectivo⁶⁵ con el 3,24% (3,70% en diciembre de 2022).

Se debe acotar que las cuentas por cobrar a relacionadas registraron una importante disminución entre los años 2022 – 2021 (-84,08%) debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos 2 meses del año 2022.

También es importante mencionar que la cuenta inventarios creció en 89,20% entre los años 2020 y 2021 como efecto de la recuperación económica del sector, después de la paralización ocasionada por la crisis sanitaria (Covid-19); sin embargo, la compañía es muy prudente en cuanto a la adquisición de inventarios por la fluctuación del precio del acero a nivel global. Sin embargo, para 2022 el rubro de inventarios se redujo en 20,30% con respecto a 2021, comportamiento atado al costo de la materia prima.

Por otro lado, los activos no corrientes que significaron el 21,21% de los activos totales al cierre del año 2022 y el 21,22% en junio de 2023, estuvieron compuestos en mayor proporción por propiedad, planta y equipo con una representación de 18,41% de los activos a junio de 2023 (17,46% a diciembre de 2022), los demás rubros registraron participaciones individuales inferiores al 3,00% de los activos.

⁶³ Los inventarios están conformados por productos terminados, productos en proceso, materias primas, repuestos e importaciones en tránsito.

⁶⁴ Entre los años 2022 y 2021 esta cuenta creció en 88,56%, pues, el crédito tributario subió de USD 2,69 a USD 8,28 millones debido a la subida de precios del acero lo que genera más crédito tributario por ISD.

⁶⁵ Según lo reportado por el auditor externo del año 2022, Al 31 de diciembre del 2022, el efectivo y equivalente de efectivo estuvo conformado por USD 6,90 millones que comprende depósitos a la vista en cuentas corrientes y de ahorros en bancos locales, los cuales no generan intereses y no tienen restricción para su uso.

Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de un 54,85% en el año 2021 a un 42,99% en diciembre de 2022 y un 38,99% en junio de 2023, en este último el comportamiento obedece a una reducción en sus cuentas por pagar comerciales y otras y la deuda financiera con el mercado de valores principalmente.

En cuanto a su estructura, los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por pasivos corrientes, que pasaron de financiar el 39,49% de los activos en diciembre de 2022 y el 35,28% en junio de 2023, siendo su cuenta más relevante para este último periodo, las cuentas por pagar a relacionadas⁶⁶, que representaron el 18,74% de los activos (14,99% en diciembre 2022), seguido por las obligaciones con instituciones financieras⁶⁷ con el 10,17% (10,21% en diciembre de 2022). Cabe indicar que las cuentas por pagar a relacionadas se incrementaron entre diciembre de 2020 y 2021 (+108,34%) debido al elevado costo del acero y por el aprovisionamiento de inventarios, mientras que entre los años 2022 y 2021 esta cuenta disminuye en 55,99% pues, se generó una baja de precios del acero a finales del 2022 en relación a finales del 2021. Además, ahora está comprando acero a un proveedor no relacionado (Steel Resources).

A su vez, dentro de la cuenta de beneficios a empleados al finalizar el periodo 2021 se refleja un valor representativo ya que incluye la participación de utilidades por USD 9,06 millones, dicha cuenta tuvo un crecimiento del 266,01% respecto de su similar en el 2020. Para diciembre de 2022 la cuenta beneficios a empleados disminuyó a USD 2,96 millones (1,40% de los activos), evidenciando una reducción de 67,29% frente al año 2021, pues el valor de Participación de trabajadores disminuyó debido a menores resultados en el 2022. Con corte a junio de 2023, esta cuenta contable cerró en USD 1,12 millones y significó el 0,55% del activo total.

Por su parte, los pasivos no corrientes, financiaron en promedio (2019-2022) al activo en un 3,26%; mientras que para junio de 2023 lo hicieron en un 3,71%; en donde las provisiones por beneficios a empleados fue la cuenta más representativa para este último periodo, con el 2,28% de los activos (2,12% en diciembre de 2022).

Finalmente se debe indicar que la deuda con costo estuvo conformada por obligaciones con instituciones financieras locales, con Mercado de Valores y pasivos por arrendamiento, misma que financió el 18,79% de los activos en diciembre de 2022 y el 14,01% en junio de 2023. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 35,94% y 22,97% respectivamente para junio de 2023.

Patrimonio⁶⁸

El patrimonio de la compañía registró un comportamiento fluctuante a lo largo de los años, pasando de USD 111,17 millones (56,93% de los activos) en diciembre de 2020 a USD 110,81 millones (45,15% de los activos) en diciembre de 2021, USD 120,49 millones (57,01% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 125,20 millones (61,01% de los activos) en junio 2023. Dichas variaciones obedecen principalmente al comportamiento fluctuante registrado en sus resultados acumulados⁶⁹, siendo esta cuenta la más representativa dentro del financiamiento de los activos, pues a junio de 2023 representó el 25,79% y el 20,46% en diciembre de 2022.

Por su parte, el capital social que no registró ninguna variación en términos monetarios durante los ejercicios económicos analizados (USD 46,09 millones) financió un 22,46% de los activos en junio de 2023 y un 21,81% en diciembre de 2022.

Finalmente, dentro de la estructura del patrimonio se contempla la cuenta de reservas, que financió un 8,83% de los activos en junio de 2023 y un 8,57% en diciembre de 2022.

⁶⁶ Según el informe de los auditores externos del año 2022, las cuentas por pagar a relacionadas se encuentran constituidas por valores pendientes de pago a Duferco S.A.

⁶⁷ Entre los años 2022 y 2021 esta cuenta crece en 160,33% pues la compañía adquirió mayores líneas con bancos para financiar su capital de trabajo y activos fijos.

⁶⁸ En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

⁶⁹ Según el informe de los auditores externos del año 2021, mediante Acta de Junta General de Accionistas de fecha 01 de marzo de 2021, se decidió repartir dividendos por USD 15 millones proveniente de utilidades acumulados de años 2014, 2016 y 2017; los cuales al 31 de diciembre de 2021 han sido cancelados a los accionistas y mediante Acta de Junta General de Accionistas de fecha 20 de septiembre de 2021, se decidió repartir dividendos por USD 20 millones proveniente de utilidades acumulados de años 2017, 2018, 2019 y 2020; los cuales al 31 de diciembre de 2021 han sido cancelados a los accionistas.

Flexibilidad Financiera

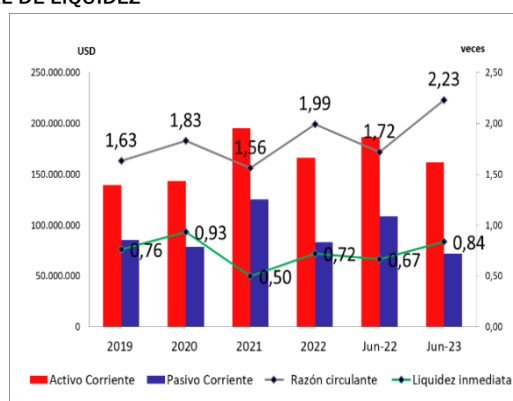
IPAC S.A. para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo, así mismo se evidenció la inexistencia de recursos ociosos. Por su parte la liquidez inmediata se ubicó por debajo la unidad, lo que reflejó la importancia del inventario en el negocio.

Como consecuencia de lo anterior, el capital de trabajo fue positivo, reflejando de esta manera que los recursos que genera la compañía fueron suficientes para poder operar de forma continua, en diciembre de 2022 significó el 39,30% de los activos y 43,50% en junio de 2023.

CUADRO 19, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ

Cuenta / Indicador	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente (USD)	139.544.63	143.784.79	195.467.60	166.524.04
Pasivo Corriente (USD)	85.447.175	78.623.674	125.182.47	83.471.308
Razón circulante (veces)	1,63	1,83	1,56	1,99
Liquidez inmediata	0,76	0,93	0,50	0,72

Cuenta / Indicador	jun-22	jun-23
Activo Corriente (USD)	186.840.755	161.680.192
Pasivo Corriente (USD)	108.617.045	72.405.552
Razón circulante (veces)	1,72	2,23
Liquidez inmediata (veces)	0,67	0,84



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

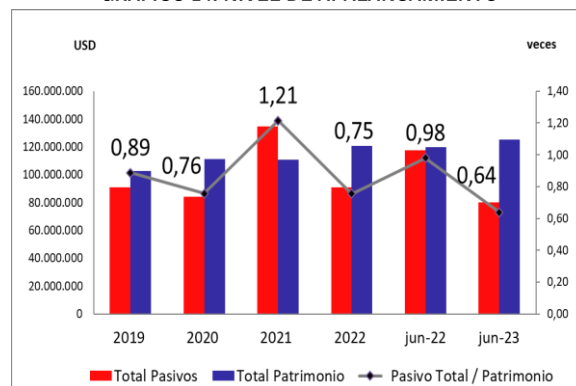
El periodo de cobros, que representa el tiempo que le toma a la compañía efectivizar sus facturas, se ubicó en aproximadamente 59 días en diciembre 2022. Por otro lado, el indicador que mide el Plazo de proveedores se ubicó en aproximadamente 82 días en diciembre de 2022, tiempo inferior a los 158 días registrados en diciembre de 2021, lo que demostró una mejoría en el comportamiento del pago a sus proveedores. Finalmente, el indicador Duración de Existencias, registró 203 días en 2022, inferior a los 275 días de 2021, lo que evidenció una mejor posición en la rotación de inventarios, pues ese es el plazo que se mantiene en bodega.

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 180 días a diciembre de 2022, lo que indica que, para financiar esta diferencia, la compañía recurrió a fuentes de financiamiento diferentes a Proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador de apalancamiento que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo relativamente estable y por debajo de la unidad durante el periodo analizado (excepto en el año 2021), lo que evidencia que la compañía financia sus operaciones principalmente con recursos propios.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), demostró que la compañía podría cancelar el total de sus compromisos en 3,65 años en diciembre de 2022 y 4,34 años en junio de 2023. Por su parte el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), para diciembre de 2022 se ubicó en 1,60 años, mientras que para junio de 2023 fue de 1,56 años, siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo.

Contingentes

Según lo reportado por la administración de la compañía, IPAC S.A. no es garante ni fiador de obligaciones con terceros.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷⁰

Hasta el 28 de julio de 2023, el Mercado de Valores autorizó 45 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 27 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 18 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 359,00 millones, valor que representó 45,75% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 784,76 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,52%, mientras que las titularizaciones representaron el 13,73%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ. Jeams Castillo
Analista

⁷⁰ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	jun-22	2022	jun-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	12.533.209	25.107.425	13.258.249	21.716.496	7.823.661	6.652.254
Cuentas por cobrar comerciales	35.244.390	34.968.852	40.050.969	39.538.391	38.171.473	36.950.798
Provisión por deterioro de cuentas por cobrar	(2.255.703)	(2.067.865)	(2.373.865)	(2.463.865)	(2.018.264)	(1.893.849)
Inventarios	74.342.652	70.316.263	133.036.676	114.580.013	106.164.823	101.088.609
Pagos anticipados y otros activos corrientes	19.680.089	15.460.124	11.495.580	13.469.720	16.382.352	18.882.381
ACTIVO CORRIENTE	139.544.637	143.784.799	195.467.609	186.840.755	166.524.045	161.680.192
Propiedad, planta y equipo	37.172.013	36.725.202	36.924.181	39.332.540	36.893.792	37.787.371
Intangibles	8.147.439	6.171.483	10.845.152	9.857.174	5.806.102	4.818.124
Otros activos	8.832.549	8.595.244	2.182.723	904.025	2.129.199	932.906
ACTIVO NO CORRIENTE	54.152.001	51.491.929	49.952.056	50.093.739	44.829.093	43.538.401
TOTAL ACTIVOS	193.696.638	195.276.728	245.419.665	236.934.494	211.353.138	205.218.593
PASIVOS						
Préstamos con instituciones financieras	7.966.679	9.237.036	8.288.845	15.388.455	21.578.715	20.878.941
Emisión de Papel Comercial	20.000.000	28.950.000	30.000.000	33.050.000	14.800.000	5.000.000
Cuentas por pagar comerciales y otras	2.586.823	3.016.093	4.064.163	3.661.388	10.928.101	5.341.369
Cuentas por pagar relacionadas	52.106.515	34.559.636	72.000.544	52.875.623	31.690.482	38.455.885
Impuestos a la renta por pagar	99.275	127.481	1.419.533	617.424	1.098.979	1.195.645
Beneficios a empleados	2.455.323	2.475.240	9.059.746	2.674.511	2.963.499	1.122.180
Pasivo por arrendamiento	232.560	258.188	349.643	349.644	411.532	411.532
PASIVOS CORRIENTES	85.447.175	78.623.674	125.182.474	108.617.045	83.471.308	72.405.552
Préstamos y obligaciones financieras	0	0	2.379.834	1.770.873	1.337.598	892.237
Otros pasivos no corrientes	3.656.505	3.678.918	5.125.968	4.986.602	4.476.986	5.146.794
Pasivo por arrendamiento	1.977.980	1.808.388	1.923.510	1.923.510	1.577.030	1.577.030
PASIVOS NO CORRIENTE	5.634.485	5.487.306	9.429.312	8.680.985	7.391.614	7.616.061
Deuda Financiera	27.966.679	38.187.036	42.941.832	52.482.482	39.704.875	28.759.741
Deuda Financiera C/P	27.966.679	38.187.036	38.638.488	48.788.099	36.790.247	26.290.474
Deuda Financiera L/P	0	0	4.303.344	3.694.383	2.914.628	2.469.267
TOTAL PASIVOS	91.081.660	84.110.980	134.611.786	117.298.030	90.862.922	80.021.613
PATRIMONIO						
Capital Social	46.094.612	46.094.612	46.094.612	46.094.612	46.094.612	46.094.612
Aportes para Futura Capitalización	2	2	2	2	2	2
Reservas	12.861.668	13.686.043	17.178.478	17.178.478	18.117.125	18.117.125
Resultados Acumulados	43.658.696	51.385.091	47.534.787	44.176.391	43.237.744	52.920.081
TOTAL PATRIMONIO	102.614.978	111.165.748	110.807.879	119.636.464	120.490.216	125.196.979

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	Jun-22	2022	Jun-23
Ingresos	191.511.977	158.998.545	249.807.417	125.806.635	226.833.184	98.573.293
Costo de ventas	161.637.473	129.826.474	176.276.718	102.446.510	190.469.960	80.040.826
UTILIDAD BRUTA	29.874.504	29.172.071	73.530.699	23.360.125	36.363.224	18.532.467
Gastos operacionales	17.202.202	16.120.104	21.674.297	9.646.592	17.049.164	10.097.132
UTILIDAD OPERACIONAL	12.672.302	13.051.967	51.856.402	13.713.533	19.314.060	8.435.334
Otros ingresos (egresos) neto	35.348	387.432	(2.068.288)	(656.268)	(3.334.341)	(858.419)
Gastos financieros	1.551.643	2.257.115	2.188.040	1.202.484	2.253.393	1.217.736
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	11.156.007	11.182.284	47.600.074	11.854.781	13.726.326	6.359.179
Impuesto a la Renta	2.877.058	2.938.534	12.675.727	3.026.195	4.339.883	1.652.415
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	8.278.949	8.243.750	34.924.347	8.828.586	9.386.443	4.706.764

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	jun-22	2022	jun-23
Gastos Operacionales / Ingresos	8,98%	10,14%	8,68%	7,67%	7,52%	10,24%
Utilidad Operacional / Ingresos	6,62%	8,21%	20,76%	10,90%	8,51%	8,56%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	4,32%	5,18%	13,98%	7,02%	4,14%	4,77%
Utilidad Neta / capital permanente	14,04%	13,79%	51,68%	26,37%	13,98%	14,12%
Utilidad Operativa / capital permanente	21,49%	21,83%	76,74%	40,96%	28,77%	25,30%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	153,07%	158,33%	148,48%	155,33%	205,77%	179,22%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	18,74%	27,38%	6,27%	4,66%	24,01%	6,63%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	18,74%	27,38%	6,27%	13,62%	24,01%	25,87%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	8,07%	7,42%	31,52%	7,38%	7,79%	3,76%
Rentabilidad sobre Activos	4,27%	4,22%	14,23%	3,73%	4,44%	2,29%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	8,07%	7,91%	23,48%	12,89%	10,33%	9,34%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	6,54%	6,68%	21,13%	11,58%	9,14%	8,22%
Liquidez						
Razón circulante	1,63	1,83	1,56	1,72	1,99	2,23
Liquidez inmediata	0,76	0,93	0,50	0,67	0,72	0,84
Capital de Trabajo	54.097.462	65.161.125	70.285.135	78.223.710	83.052.737	89.274.640
Capital de Trabajo / Activos Totales	27,93%	33,37%	28,64%	33,01%	39,30%	43,50%
Cobertura						
EBITDA	17.971.633	18.388.553	58.668.117	18.753.620	24.882.935	12.291.723
EBITDA (anualizado)	17.971.633	18.388.553	58.668.117	37.507.239	24.882.935	18.421.038
Ingresos	191.511.977	158.998.545	249.807.417	125.806.635	226.833.184	98.573.293
Gastos Financieros	1.551.643	2.257.115	2.188.040	1.202.484	2.253.393	1.217.736
EBITDA / Ingresos	9,38%	11,57%	23,49%	14,91%	10,97%	12,47%
EBITDA/Gastos Financieros	11,58	8,15	26,81	15,60	11,04	10,09
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,45	0,34	1,21	0,26	0,49	0,29
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	6,86	5,15	17,53	15,45	7,74	6,13
Gastos de Capital / Depreciación	0,51	0,68	0,54	0,82	0,60	1,10
EBITDA/Deuda Total	0,64	0,48	1,37	0,71	0,63	0,64
Flujo libre de caja/ Deuda Total	2,57	1,06	2,10	0,42	1,67	0,64
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,89	0,76	1,21	0,98	0,75	0,64
Activo Total / Capital Social	4,20	4,24	5,32	5,14	4,59	4,45
Pasivo Total / Capital Social	1,98	1,82	2,92	2,54	1,97	1,74
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	1,56	2,08	0,73	1,40	1,60	1,56
Pasivo Total / EBITDA anualizado	5,07	4,57	2,29	3,13	3,65	4,34
Deuda Financiera / Pasivo	30,71%	45,40%	31,90%	44,74%	43,70%	35,94%
Deuda Financiera / Patrimonio	27,25%	34,35%	38,75%	43,87%	32,95%	22,97%
Pasivo Total / Activo Total	47,02%	43,07%	54,85%	49,51%	42,99%	38,99%
Capital Social / Activo Total	23,80%	23,60%	18,78%	19,45%	21,81%	22,46%
Deuda Financiera / Pasivo	30,71%	45,40%	31,90%	44,74%	43,70%	35,94%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	100,00%	100,00%	89,98%	92,96%	92,66%	91,41%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	52,98%	56,93%	45,15%	50,49%	57,01%	61,01%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	65	78	58	54	59	67
Duración de Existencias (días)	168	198	275	202	203	229
Plazo de Proveedores (días)	124	106	158	100	82	99

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating