

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. 058/2024, del 29 de febrero de 2024

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2023

Analista: Econ. Ariana Mendieta

ariana.mendieta@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.

Segunda 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. 058/2024 del 29 de febrero de 2024 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 consti tuyen 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 Dufenco) el cual es el mayor trader de acero a nivel mundial.
- Para el 2022, los ingresos generados registran una disminución anual de 9,20%, totalizando USD 226,83 millones, debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos dos meses del año. Al cierre del año 2023, los ingresos de la compañía mantuvieron la tendencia decreciente y cerraron en USD 192,04 millones, lo que significó una contracción del 15,34%; este comportamiento fue determinado por la contracción en el mercado de exportaciones (-48,38%), ventanilla (45,13%) e industriales (24,90%), 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, este pasó de significar el 8,21% de los ingresos en 2020 a un significativo 20,76% de los ingresos en el 2021, como efecto del crecimiento de sus ventas y un manejo adecuado de sus recursos. No obstante, para el 2022 y 2023, la utilidad operacional disminuye notablemente hasta representar el 8,51% y 6,35% de los ingresos, respectivamente debido a la contracción de sus ventas y el incremento de sus costos y gastos.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente entre 2020 y 2021; pues pasó de representar el 5,18% de los ingresos a 13,98% de los ingresos, respectivamente, como efecto de la mejoría registrada en su utilidad operativa; sin embargo, para 2022 y 2023 este rubro representó el 4,14% y 3,66% de los ingresos evidenciando una notable reducción; no obstante, estos resultados permitieron a la Compañía generar rentabilidad. En términos nominales la utilidad neta cerró en USD 7,02 millones en 2023, registrando una variación de -25,20% si se compara con el 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 2020 a un 23,49% en 2021, un 10,97% de los ingresos en 2022 y un 9,87% de los ingresos en 2023. Estos resultados demostraron que la compañía registró flujo suficiente para cubrir de manera adecuada sus gastos financieros con una cobertura siempre superior a la unidad.
- Los activos de IPAC S.A., se mostraron crecientes entre 2020 y 2021 pasaron de USD 195,28 millones a USD 245,42 millones respectivamente, lo cual significó un incremento significativo de 25,68%. Para el 2022, el comportamiento se revierte, el total de activos cerró en USD 211,35 millones (-13,88%, variación anual) y en diciembre de 2023, el saldo desciende a USD 199,27 millones, los movimientos en inventarios fue el determinante en dicho comportamiento.
- Al 31 de diciembre de 2023, la cartera por vencer concentró el 77,30% sobre la cartera total (79,24% en 2022) y el restante 22,70% fue cartera vencida (20,76% en 2022), siendo la más representativa la comprendida entre 0 y 30 días. Lo mencionado evidencia una aceptable gestión de cobranza por parte de la compañía, lo que permite catalogar la estructura de cartera como relativamente sana.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de un 54,85% en 2021 a un 42,99% en 2022 y un 39,91% en diciembre de 2023, en este último el comportamiento obedece a la contracción en obligaciones con el mercado de valores principalmente.
- La deuda con costo que, estuvo conformada por obligaciones con instituciones financieras locales, con Mercado de Valores y pasivos por arrendamiento, financió el 18,79% de los activos en 2022 y el 12,71% en diciembre de 2023. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 31,84% y 21,15% respectivamente para diciembre de 2023.
- El patrimonio de la compañía registró un comportamiento fluctuante a lo largo del periodo analizado, pasando de USD 111,17 millones (56,93% de los activos) en 2020 a USD 110,81 millones (45,15% de los activos) en 2021, USD 120,49 millones (57,01% de los activos) en 2022 y USD 119,73 millones (60,09% de los

activos) en diciembre de 2023. Dichas variaciones obedecen principalmente a los movimientos en resultados acumulados¹ y el resultado del ejercicio.

- IPACS.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 por debajo de la unidad durante el periodo analizado (excepto en 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, IPACS.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 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con cada uno de los resguardos enlistados anteriormente.
- Con fecha 31 de diciembre de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 185,55 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 148,44 millones, cifra que genera una cobertura de 7,42 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 31 de diciembre 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 parcialmente 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

¹ 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.

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.

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 31 de diciembre 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 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 31 de diciembre 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles 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 (31 de diciembre 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 hiciera 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 31 de diciembre 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 31 de diciembre 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 31 de diciembre 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	dic-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	2,43	Sí
Activos depurados / Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	9,28	Sí
Pasivos financieros / Patrimonio	Menor o igual a 1,5	0,21	Sí

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 31 de diciembre de 2023, IPAC S.A., alcanzó un total de activos de USD 199,27 millones, de los cuales el 93,91% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

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

Concepto	Libres (USD)	%
Disponible	10.059.452	5,38%
Exigible	35.879.070	19,17%
Realizable	94.190.785	50,34%
Activo fijo	23.457.104	12,54%
Otros Activos	23.539.652	12,58%
TOTAL	187.126.063	100%

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 31 de diciembre 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 31 de diciembre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 185,55 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 148,44 millones, cifra que genera una cobertura de 7,42 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 31 de diciembre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 9,36 veces sobre el saldo de capital del Papel Comercial.

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

Descripción	USD
Total Activos	199.267.579
(-) 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

Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. FEBRERO 2024

(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	185.549.711
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	148.439.769
Capital Emisión de IX Papel Comercial	20.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	9,28
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	7,42

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de diciembre 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 2,22 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 31 de diciembre 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 187,13 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 al 31 de diciembre de 2023, el 8,35% del 200% del patrimonio y el 16,70% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

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

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	119.733.723
200% del Patrimonio (USD)	239.467.445
9no Papel Comercial	20.000.000
Saldo / 200% del Patrimonio	8,35%
Valores por emitir / Patrimonio	16,70%

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)

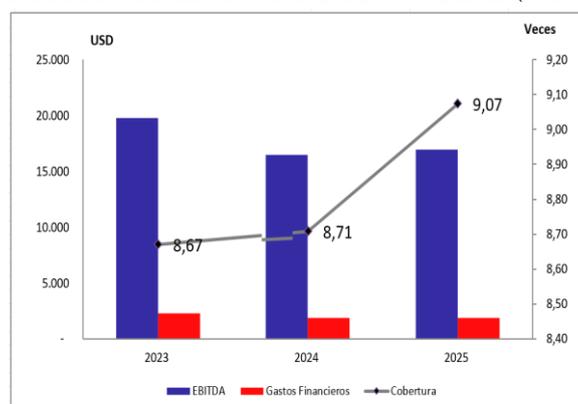
Las proyecciones consideran un decrecimiento en las ventas del 14,63% para el año 2023 frente a lo registrado en su similar de 2022, mientras que, para diciembre de 2024, las ventas disminuirían en un 10,58%. Finalmente, para el año 2025, estas registrarían un incremento de 2,02%. Por otro lado, los 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.

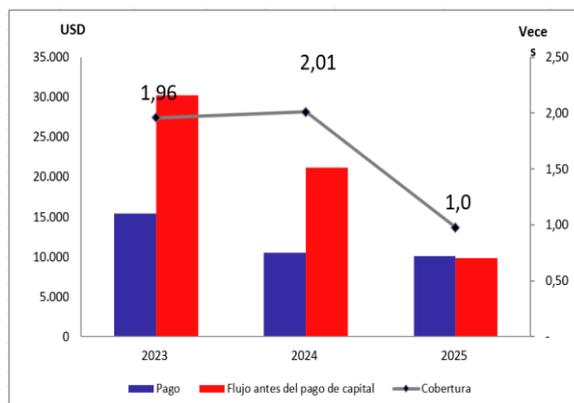
Por lo expuesto, la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, sin embargo, para 2025 se proyecta un flujo de efectivo negativo de USD 0,24 millones, resultado distinto a los anteriores años proyectados; 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 31 de diciembre de 2023, se comparó los resultados reales con lo proyectado al mismo periodo, es así que las ventas alcanzaron un cumplimiento de 99,15%, los costos de ventas tuvieron un cumplimiento superior al proyectado con el 101,83%, y la utilidad bruta registró un cumplimiento del 88,01%. 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 92,96%. Por último, después de deducir gastos financieros, otros ingresos y participación e impuestos la compañía arrojó una utilidad neta con un cumplimiento del 88,66%.

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

Cuenta	2023		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ingresos	193.690	192.044	99,15%
Costo de Ventas	156.076	158.939	101,83%
Utilidad Bruta	37.614	33.105	88,01%
Gastos Operacionales	22.661	19.204	84,75%
Utilidad Operacional	14.953	13.901	92,96%
Gastos Financieros	2.283	2.350	102,94%
Otros ingresos/egresos netos	52	180	345,59%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	12.618	11.371	90,12%
Participación de trabajadores	1.893	1.706	90,10%
Impuesto a la renta	2.806	2.644	94,23%
Utilidad (Pérdida) Neta	7.919	7.021	88,66%

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

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de diciembre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 26,89 millones, por otro lado su flujo de procedente de actividades de financiamiento fue negativo por un monto de USD -22,16 millones y su flujo de actividades de inversión negativo con USD 2,50 millones, lo que generó un flujo final de USD 10,06 millones, valor que representó el 5,05% de los activos y el 5,24% 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 1,8% en 2024⁹. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 1,7% en 2024 y 2,0% en 2025, con lo cual reduce su proyección de octubre de 2023¹⁰. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en

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

¹⁰ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-ajusta-proyeccion-crecimiento-ecuador-0-7-2024-185264.html#:~:text=El%20BCE%20ha%20se%C3%B1alado%20que,zona%20de%20Parque%20Nacional%20Yasun%C3%AD>

Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹¹. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹².

El año 2024 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. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹³

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% 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 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹⁴.

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

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prev.	119.573	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (nov 2023)	50,85%	Inflación mensual (ene 2024)	0,13%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-nov 2023	1.650,6 (Superávit)	Inflación anual (ene 2024)	1,35%
Reservas Internacionales (millones USD 05-ene-2024)	4.517 05	Inflación acumulada (ene 2024)	0,13%
Riesgo país, 22 de feb 2024 (puntos)	1.498	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 22 feb 2024)	79,71	Tasa de Desempleo urbano (dic 2023)	4,44%

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 11,28% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% 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 tercer trimestre de 2023 el PIB creció en 0,4% en relación al tercer trimestre de 2022 (t/t-4) y una variación trimestral de -1,3%. Este comportamiento estuvo impulsado por el incremento de las Exportaciones de bienes y servicios en 7,3% y del Gasto de Consumo Final del Gobierno General en 5,1%. La dinámica de las Exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo y gas natural, cacao y minerales metálicos y no metálicos. Por su parte, el incremento del Gasto de Consumo Final del Gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y al pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud¹⁵.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁶.

¹¹ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

¹³ <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2023.pdf

¹⁶ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

El **Riesgo País** registró 1.519 puntos al 09 de febrero de 2024. 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 interés¹⁷.

La **calificación de deuda** al 27 de febrero de 2023 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, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"¹⁸. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país¹⁹. El 11 de enero de 2024, S&P cambió la calificación crediticia de Ecuador de B- estable a B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025²⁰.

En el tercer trimestre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 7.604,6 millones, monto inferior (-3,1%) a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022; sin embargo, representó un aumento trimestral del 8,5%, lo cual se explica en gran medida por el crecimiento en valor de las importaciones petroleras tanto a nivel trimestral (43,4%) como interanual (0,2%).²¹

Por su parte, las **exportaciones totales** en el tercer trimestre de 2023 alcanzaron USD 8.253,5 millones, siendo este rubro superior (3,3%) a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022, y 7,2% mayor al trimestre previo. En términos interanuales, este desempeño favorable se relaciona con el aumento del 6,5% de las exportaciones no petroleras.

El sector exportador ecuatoriano estima pérdidas cercanas a los USD 400 millones debido a los apagones entre finales de octubre y mediados de diciembre de 2023. Además, las interrupciones en el suministro eléctrico paralizaron diversas cadenas industriales, y los costos asociados, como la reprogramación de jornadas laborales, resultaron en aumentos del 50% al 100% en el valor de las horas de trabajo para compensar la producción²².

Hasta noviembre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.650,6 millones, inferior un 22,5% al resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.128,5 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.988 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 337 millones²³.

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 variable, cerrando en USD 79,04 por barril el 21 de febrero de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁴.

¹⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁸ <https://www.expresso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

¹⁹ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebaja-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-responde-el-gobierno/>

²⁰ <https://bvgnoticias.com/sp-empeora-la-perspectiva-crediticia-de-ecuador-en-medio-de-crisis-de-seguridad/>

²¹ [chrome-extension://efaidnbmnnpbpcjgclcfndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterior/ComercioExterior/Informes/ResultadoCE_032023.pdf](https://efaidnbmnnpbpcjgclcfndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterior/ComercioExterior/Informes/ResultadoCE_032023.pdf)

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportadores-perdidas-millonarias-apagones/>

²³ <https://asobanca.org.ec/boletin-macroeconomico/>

²⁴ <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

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



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

En diciembre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 15,07 millones de barriles, lo que representa un 0,94% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,74 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,33 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁵. El Gobierno ecuatoriano proyecta que la producción petrolera caerá 10% en 2024 de cerrarse el ITT, mientras los planes de inversión siguen estancados.²⁶

Al 21 de febrero de 2024, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, ascendió un 1,10% respecto a la víspera, cerrando en USD 79,04 y acumulando en el mes un aumento del 4,21%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Se advierte la preocupación por los eventos en Oriente Medio, pues mantendrán la sensibilidad de los precios.²⁷

El 28 de diciembre de 2023, los precios del petróleo descendieron un 3% debido a la disposición de más compañías navieras para transitar por la ruta del Mar Rojo, aliviando las preocupaciones sobre interrupciones en el suministro. A medida que las tensiones persisten en Oriente Medio, los precios continuaron su descenso, focalizándose en la reducción significativa de la región de la Costa del Golfo de EE.UU. Esto se atribuye a la lucha de las refinerías por reducir inventarios y evitar impuestos elevados sobre el almacenamiento a finales de año. Según datos de la EIA, las reservas de crudo estadounidenses disminuyeron en 7,1 millones de barriles en la semana hasta el 22 de diciembre de 2023, superando las expectativas de los analistas consultados por Reuters, que preveían una reducción de 2,7 millones de barriles²⁸.

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), a diciembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 17.419,74 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto a 2022. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta enero de 2024 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 875 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 514 millones, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 101 millones, y el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 86 millones; la recaudación total a enero de 2024 totaliza USD 1.629 millones, un 3,3% inferior a la recaudación en enero de 2023.²⁹

La **inflación mensual** en enero de 2024 registró una variación de 0,13%, mientras que la variación **anual** fue de 1,35% y la **acumulada** fue de 0,13%. Para enero de 2024, en 8 divisiones de consumo la inflación mensual registró una variación que pondera el 64,52%, con resultados positivos, siendo los más representativos, muebles y

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023203.pdf>

²⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/itt-producciones-petroleo-proforma2024/>

²⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-guerra-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%3%ADa%20Petroecuador.,E%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotizaci%C3%B3n%20en%20USD%201%20C02.>

²⁸ <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Crudo-cae-3-al-bajar-detenciones-del-transporte-maritimo-20231228-0092.html>

²⁹ <https://www.sri.gov.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

artículos para el hogar, la conservación ordinaria del hogar y salud. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 35,48% se registraron resultados negativos, siendo transporte, prendas de vestir y calzado; y restaurantes y hoteles, las de mayor variación.³⁰

En referencia al **salario nominal promedio**, para enero de 2024, se fijó en USD 536,60³¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. 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 479,73 para enero de 2024³². En cuanto al costo de la canasta básica familiar en enero de 2024, se ubicó en USD 789,57³³, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,75% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2024³⁴.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,4% en diciembre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁵ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,0% en diciembre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,2% a diciembre de 2023³⁶.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁷, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento 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 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)³⁸.

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 7,95% para febrero de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 10,34%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,39%³⁹. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para diciembre de 2023 alcanzó la suma de USD 80.343,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 30.489,0 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.818,4 millones⁴⁰.

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 enero de 2024 se ubicó en USD 42.037 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,2% frente a diciembre de 2023, en términos anuales la cartera bruta creció un 9,1%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera⁴¹. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos⁴².

³⁰ chrome-extension://efaidnbmninnkpbpcjpcjclefi ndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202401.pdf

³¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202401.pdf

³² Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Enero/Boletin_tecnico_01-2024-IPC.pdf

³⁴ https://newsite.cite.com.ec/wp-content/plugins/pdfjs-viewer-shortcode/pdfjs/web/viewer.php?file=https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true#zoom=auto&pagemode=none&_wpnonce=e02d212884

³⁵ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Diciembre/202312_Mercado_Laboral.pdf

³⁷ 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

³⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm

⁴⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202312.pdf

⁴¹ file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf

⁴² https://www.expresso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor-ritmo-2024-

185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicación%20de%20la%20B3lares%20adicionales.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para enero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 9,1% anual en enero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴³.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el tercer trimestre de 2023 totalizó USD 1.397,6 millones, cifra superior en 14,47% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.220,9 millones), y en 17,25% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴⁴.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2023 fueron de USD 154,98 millones; monto superior en un 124,86% al registrado en el tercer trimestre de 2022 (USD 69,11 millones), el rubro más bajo durante el segundo 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 Ecuador⁴⁵. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴⁶.

Para noviembre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.682,12 millones, cifra superior a la reportada en noviembre de 2022, cuando fue de USD 46.373,56 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 noviembre de 2023 fue de USD 29.441,58 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.928,11 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de noviembre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,85% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁷.

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 diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 4.517 millones al 05 de enero de 2024)⁴⁸. 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)⁴⁹ constituidas alcanzaron USD 1.866 millones al 27 de diciembre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.516 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 350 millones⁵⁰.

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 notaría 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

⁴³ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin85/indice.htm>

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-e-xtranjera-directa>

⁴⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/https-www.deuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/CataLogo/IEMensual/Indices/m2062122023.html>

⁴⁹ Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

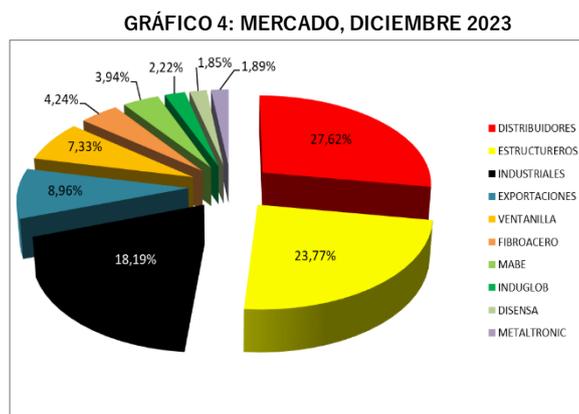
⁵⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Ene24.pdf

Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial IPAC S.A. FEBRERO 2024

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.



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.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de IPAC S.A., al 31 de diciembre de 2023, se mantiene en USD 46,09 millones. La composición accionarial de la compañía se encuentra constituida de acuerdo al detalle expuesto a continuación, el cual refleja que DUFERCO C.E.C. S.A., es el accionista mayoritario de IPAC S.A.

CUADRO 10: ACCIONISTAS⁵¹

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%

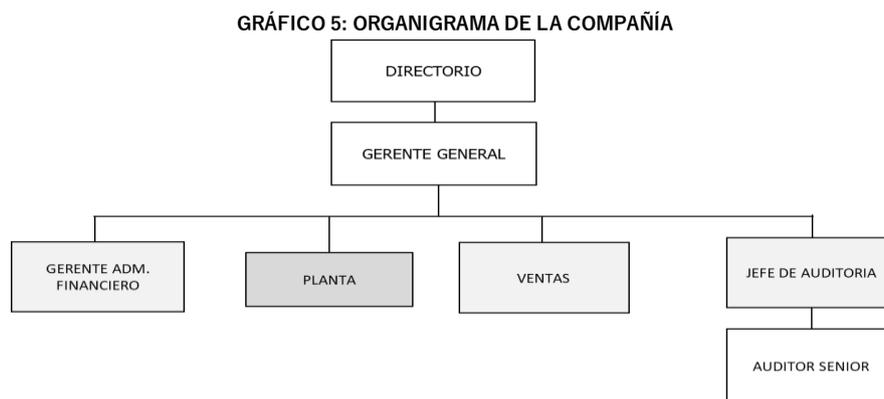
Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵¹ 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.

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 otros⁵². A continuación, se evidencia la composición organizacional 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
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 cuenta con 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.

⁵² El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

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 31 de diciembre de 2023, la empresa mantiene dentro de su nómina a 453 empleados (499 empleados en junio de 2023), 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 47,90% del total de empleados, le sigue el área de ventas con el 31,35%.

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 ECUADOR S.A. ⁵³	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

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

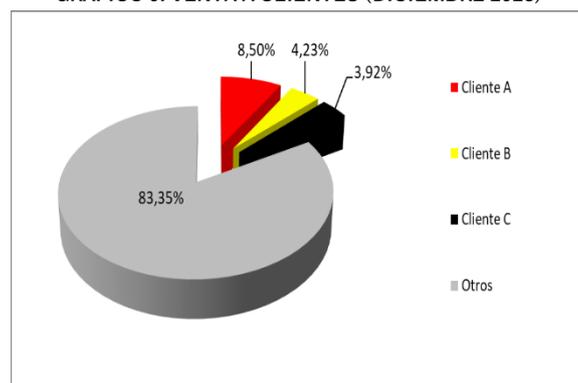
Respecto a los clientes de IPAC S.A., se debe indicar que maneja un amplio portafolio de clientes a nivel nacional e internacional y gracias a su diversificación, IPAC S.A., mantiene segmentos de clientes, dentro de los cuales encontramos a distribuidores, estructureros, industriales, petroleros, exportaciones y ventanilla⁵⁴.

Las ventas efectuadas por IPAC S.A., al 31 de diciembre de 2023, componen una cartera de más de 10.000 clientes, el más importante, Cliente A alcanzó una participación de 8,50% sobre el total de las ventas, el Cliente B significó el 4,23% y el Cliente C el 3,92%; 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.

⁵³ Situación Legal: Canc. de Inscripción anotada en RM

⁵⁴ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

GRÁFICO 6: VENTA A CLIENTES (DICIEMBRE 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 durante el 2023, el 94,15% de las ventas fueron realizadas a crédito; mientras que, el 5,85% restante se lo hizo al contado.

Por su parte, al 31 de diciembre de 2023, la cartera por vencer concentró el 77,30% sobre la cartera total (79,24% en 2022) y el restante 22,70% fue cartera vencida (20,76% en 2022), siendo la más representativa la comprendida entre 0 y 30 días. Lo mencionado evidencia una aceptable gestión de cobranza por parte de la compañía, lo que permite catalogar la estructura de cartera como relativamente sana.

CUADRO 13: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Cartera	2021	2022	2023
Por Vencer	79,84%	79,24%	77,30%
0 a 30 días vencido	11,85%	10,56%	13,78%
31 a 60 días vencido	2,24%	2,88%	2,97%
61 a 90 días vencido	0,97%	1,88%	1,07%
91 a 120 días vencido	0,28%	1,05%	0,71%
más de 120 días vencido	4,18%	4,39%	4,18%
Cheques vencidos	0,64%	0,00%	0,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 22,75% a diciembre de 2023 (25,63% en 2022); aspecto que deberá ser reforzado, con la finalidad de proporcionar el resguardo adecuado a este activo.

Es importante señalar que, la compañía cuenta con pólizas de seguro de cartera cuya vigencia vence el 31 de diciembre de 2024, 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%). Adicionalmente, IPAC S.A., cuenta dentro de su portafolio con otro proveedor de acero (no relacionado) que suministra la diferencia del 30%.

Las cuentas por pagar con el mayor proveedor de acero (Proveedor A) es de 150 días desde la fecha de BL. Para el proveedor no relacionado el periodo de crédito es de 90 días.

Es importante mencionar que, para diciembre de 2023, el 96,32% de las cuentas por pagar proveedores se encuentran vigentes; mientras que, el 3,68% restante son vencidas. Las cuentas por pagar relacionadas por su parte concentran el 99,99% de su cartera en por vencer, apenas el 0,01% se registra en estado de vencido. 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

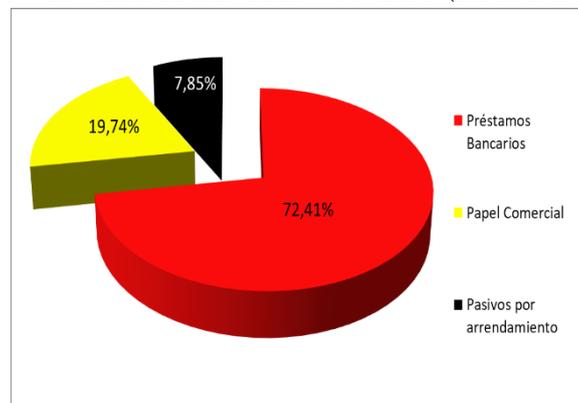
IPAC S.A., mantiene estrategias en base a elementos importantes dentro del desarrollo normal de su negocio, como son materias primas y productos terminados, análisis de competencia, crédito, sistemas, clientes y centros de distribución.

- 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. Dentro del pasivo destacan cuentas por pagar relacionadas y la deuda financiera, cuyo peso al 31 de diciembre de 2023 fue de 19,37% de los activos y 12,71% respectivamente. A la misma fecha, la deuda financiera registró USD 25,33 millones (12,71% de los activos), la cual se concentra en el corto plazo (11,70% de los activos) y proviene del financiamiento obtenido a través de instituciones financieras, mercado de Valores y pasivos por arrendamiento.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (DICIEMBRE 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

En el 2023, IPAC S.A. realizó varias actividades dirigidas a los diferentes grupos de interés, en base a los tres pilares de responsabilidad social empresarial.

Gobernanza

- Primer reporte de sustentabilidad.
- Compañía ganadora en los Premios Ekos de las Compañía de Triple Impacto.
- Suscritora en el Pacto Mundial de las Naciones Unidas.
- Directrices de Comité de Sustentabilidad.
- Ganador del Premio para Empresas con Mejores Prácticas.
- Patrocinador en el Concurso de Diseño en Acero Galvanizado.
- Adhesión a los Principios del Empoderamiento de las Mujeres.
- Política de sostenibilidad y acoso sexual laboral.
- Buenas prácticas de comunicación en el Pacto Global.
- Vistas técnicas a 4 universidades para hablar sobre la implementación del Sistema Fotovoltaico en la empresa (energía renovable).

Medio ambiente

- Reforestación de 700 árboles en Quito y Guayaquil.
- Limpieza de playa (recolección de residuos).
- Programa de Educación sobre “Misión de Reciclaje y Medio Ambiente” en una escuela cerca de IPAC.
- Reciclaje organizado por el Municipio de Guayaquil.
- Charlas de eco movilidad.

Social

- Programa de mejora escolar.
- Charlas sobre la “Salud Integral de la Mujer”.
- Formación en el Marco del Plan de Igualdad de Género.
- Donación de comida a las víctimas de Alausi.
- Vida saludable (chequeos médicos para personas con enfermedades).
- Premios a los mejores estudiantes hijos de los empleados.
- Limpieza del barrio donde se ubica la Compañía con sus voluntarios.

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

Según información proporcionada por la administración IPAC S.A., mantiene vigentes 6 procesos judiciales (cuantía USD 3,04 millones) y 1 proceso administrativo ante el SRI (cuantía USD 8,28 millones).

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
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.

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo julio – diciembre 2023 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

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

- Con base en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, IPAC S.A., registra 55 glosas impugnadas por un valor total de USD 190.406,70 al 01 de febrero de 2024.
- 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.

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

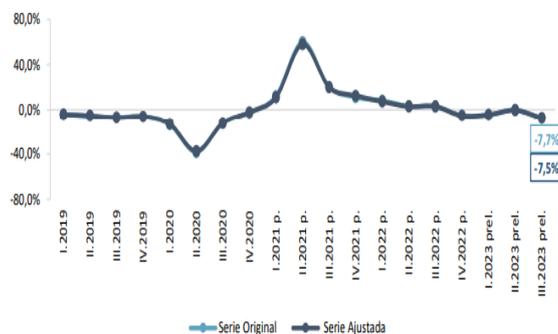
económicas en las que el sector influye, son las relacionadas a la fabricación de productos de hierro y acero, laminados metálicos, alambres, rejillas, redes, fabricación de semiconductores y resistores eléctricos y productos para la construcción como estructuras metálicas, marcos o armazones metálicos.

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 Manufactura de productos no alimenticios registró variaciones interanuales negativas de 7,7% (serie original) y 7,5% (serie ajustada). Las industrias que mostraron desempeños negativos fueron: Fabricación de productos textiles, prendas de vestir, fabricación de cuero en -14,2%; Producción de madera y productos de madera en -4,0%; Fabricación de papel y productos de papel en -15,3%; Fabricación de productos de caucho y plástico en -9,3%; Fabricación de otros productos minerales no metálicos en -14,5%; Fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal en -5,6%; Fabricación de vehículos y equipos de transporte en -6,6%; Fabricación de muebles en -16,6%; y finalmente Industrias manufactureras en -2,6%⁵⁵.

GRÁFICO 8: VAB DE MANUFACTURA DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS

Tasa de variación interanual, en porcentaje, 2019 Trim.I – 2023 Trim.III



Fuente y elaboración: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

A nivel trimestral, el VAB de la Manufactura de productos no alimenticios registró una tasa de variación de -5,6% en su serie ajustada por efecto estacional y -2,4% en su serie original. Este comportamiento se explicó por los decrementos en: Fabricación de productos textiles, prendas de vestir, fabricación de cuero (-7,0%); Producción de madera y productos de madera (-0,6%); Fabricación de papel y productos de papel (-6,1%); Fabricación de productos de caucho y plástico (-2,5%); Fabricación de otros productos minerales no metálicos (-9,1%); Fabricación de vehículos y equipo de transporte (-17,1%); y, Fabricación de muebles (-48,4%)⁵⁶.

Según lo reportado por el Servicio de Rentas Internas a octubre de 2023, el sector manufactura registró una participación del 15,7% con relación al total de ventas nacionales registrando un monto de USD 2.833 millones. Además, las ventas netas del sector manufactura entre enero a octubre de 2023 registraron una variación anual de -1,2%, respecto al mismo periodo de 2022 con un monto de USD 28.356 millones. Respecto a la recaudación bruta por sector entre enero a noviembre de 2023, el sector manufactura recaudó 2.378 millones ⁵⁷.

Por el lado de la oferta, el sector construcción es un gran generador de empleo, debido a que desencadena en una serie de actividades relacionadas como es la de suministros que requieren al menos mil ítems para cada construcción habitacional.⁵⁸ El número de construcciones proyectadas disminuyó en 24,05%, en Ecuador. Esto, en el segundo trimestre de 2023 en comparación al mismo periodo del 2022. Los datos constan en el informe de Estadísticas de Edificaciones (ESED), con corte a octubre de 2023, del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

⁵⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

⁵⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

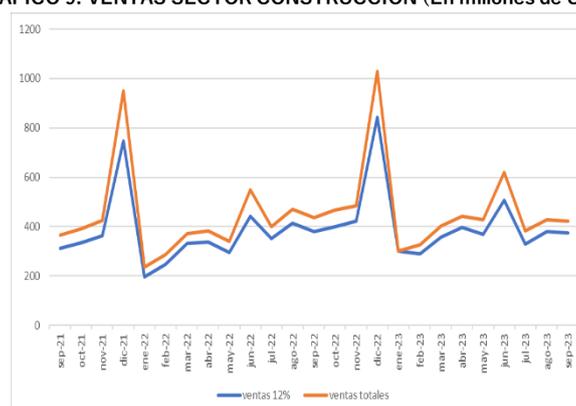
⁵⁷ <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-Cifras-Productivas-DIC-2023.pdf>

⁵⁸ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/44/numero-edificaciones-proyectadas-construir-bajo-en-24>

Quito se mantiene como la ciudad con más edificaciones a construir; aunque también se reporta una disminución. Por ejemplo, en el segundo trimestre de 2023 hubo 2.219 construcciones; es decir, 979 menos que en el mismo periodo de 2022 (3.198). Con ello hay una variación de -30%. Este decremento también se reporta en Guayaquil. En el segundo periodo de 2023 existieron 831 construcciones, lo que significa -26% de lo reportado en el mismo periodo de 2022, cuando hubo 1.121 construcciones. No obstante, en las ciudades de Samborondón y Loja se muestra un ligero incremento. Otro de los datos que destaca es el número de edificaciones residenciales que están planificadas para construir. En este ámbito hay dos tipos: casas y edificios. En el primero se dividen en casas independientes, que suman 2.667; y 1.721 casas dentro de conjuntos. Mientras que el número de edificios suman 451.⁵⁹

Entre enero y septiembre de 2023, el sector de la construcción alcanzó ventas por USD 3.749 millones, de las cuales USD 3.264 millones están gravados con IVA, según el Servicio de Rentas Internas (SRI).

GRÁFICO 9: VENTAS SECTOR CONSTRUCCIÓN (En millones de USD)⁶⁰



Fuente BANCO CENTRAL DEL ECUADOR / Elaboración: Class International Rating

De acuerdo al Boletín del Ministerio de la Producción, a octubre de 2023, el sector de la construcción alcanzó ventas por USD 6.622 millones, registra una variación anual de 5,8% respecto al mismo periodo del año anterior. Construcción e inmobiliarias representa el 3,5% con relación al total de las ventas nacionales⁶¹.

A lo largo del tiempo, la siderurgia ha surgido como una especialización de la metalurgia, que se refiere a la técnica relacionada con el tratamiento de minerales ricos en hierro para obtener hierro o distintos tipos de aleaciones que contienen hierro, incluidos el acero, la fundición y los aceros aleados. Este sector es fundamental para la fabricación y la construcción, pero tradicionalmente ha tenido un impacto significativo sobre el medio ambiente y el consumo de recursos. En las últimas décadas, la industria siderúrgica ha realizado importantes esfuerzos para ser más sostenible e integrarse en la economía circular.⁶²

La Asociación Mundial del Acero (Worldsteel) acaba de publicar su pronóstico de demanda de acero Short Range Outlook (SRO) para 2023 y 2024. Worldsteel pronostica que este año, la demanda verá un repunte de 2,3% para alcanzar 1.822.3 Mt. Asimismo, se pronostica que la demanda de acero crecerá un 1,7% en 2024 para alcanzar 1.854.0 Mt. Se espera que la manufactura lidere la recuperación, pero las altas tasas de interés continuarán pesando sobre la demanda de acero. El próximo año, se espera que el crecimiento se acelere en la mayoría de las regiones, pero se espera una desaceleración en China.⁶³

En 2024, en tanto, el crecimiento de la demanda estará impulsado por regiones fuera de China, pero enfrentará una desaceleración global debido al crecimiento anticipado de China, eclipsando el entorno mejorado. La inflación sostenida sigue siendo un riesgo a la baja, lo que podría mantener altas las tasas de interés. A medida

⁵⁹ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/44/numero-edificaciones-proyectadas-construir-bajo-en-24>

⁶⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/construccion-precios-iva-noboa-sri/>

⁶¹ <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-Cifras-Productivas-DIC-2023.pdf>

⁶² <https://leyton.com/es/insights/articulos/acero-y-economia-circular-perspectivas-de-innovacion-tecnologica/>

⁶³ <https://www.guamirnera.cl/asociacion-mundial-del-acero-pronostica-repunte-de-demanda-mundial-2023-del-metal-de-23/>

que la población de China disminuya y pase a un crecimiento impulsado por el consumo, su contribución al crecimiento de la demanda mundial de acero disminuirá.⁶⁴

El futuro crecimiento de la demanda mundial de acero dependerá de la reducción de los impulsores, concentrados principalmente en Asia. Las inversiones en descarbonización y economías emergentes dinámicas impulsarán cada vez más un impulso positivo para la demanda mundial de acero, incluso cuando disminuya la contribución de China al crecimiento mundial. En tanto que la demanda de acero en las economías desarrolladas sufrió una contracción considerable en 2022 debido al ajuste monetario y los altos costos de la energía. Tras caer un 6,2% en 2022, se espera que aumente un 1,3% en 2023. En 2024 se prevé una recuperación del 3,2%.⁶⁵

La conciencia ambiental y la responsabilidad social están guiando el cambio hacia prácticas más sostenibles en la construcción. Este 2024 anticipa un aumento en la adopción de tecnologías de inteligencia artificial para lograr eficiencia y ahorro en costos, así como la utilización de materiales amigables con el medio ambiente, como el acero estructural.⁶⁶

El acero es una de las materias primas más importantes el coste de este metal no ha dejado de crecer desde el inicio de la guerra hasta situarse actualmente en los USD 727 por tonelada (su valor más alto desde el mes de junio de este año). A tenor de su cotización del pasado viernes, este material es ahora 84 euros por tonelada más caro que hace dos meses.⁶⁷

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ACERO A NIVEL MUNDIAL (en dólares por tonelada métrica)⁶⁸



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 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.

⁶⁴ <https://www.guaminera.cl/asociacion-mundial-del-acero-pronostica-repunte-de-demanda-mundial-2023-del-metal-de-23/>

⁶⁵ <https://www.guaminera.cl/asociacion-mundial-del-acero-pronostica-repunte-de-demanda-mundial-2023-del-metal-de-23/>

⁶⁶ <https://sedemi.com/tendencias-claves-en-la-industria-de-la-construccion-ecuatoriana-que-marcaran-el-2024/>

⁶⁷ <https://climatizacion-y-confort.cdecomunicacion.es/noticias/sector-hvac/132660/evolucion-del-precio-de-5-materias-primas-clave-para-el-sector-hvac-tras-dos-meses-de-guerra-en-israel>

⁶⁸ <https://climatizacion-y-confort.cdecomunicacion.es/noticias/sector-hvac/132660/evolucion-del-precio-de-5-materias-primas-clave-para-el-sector-hvac-tras-dos-meses-de-guerra-en-israel>

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 industria del acero se enfrenta a desafíos importantes en términos de sostenibilidad. Se espera que la demanda de acero producido de manera sostenible y responsable aumente en los próximos años, impulsada por las preocupaciones ambientales y la creciente presión regulatoria. Los fabricantes de acero deberán invertir en tecnologías de producción más limpias y reducir su huella de carbono para cumplir con las expectativas de los consumidores y los reguladores.⁶⁹

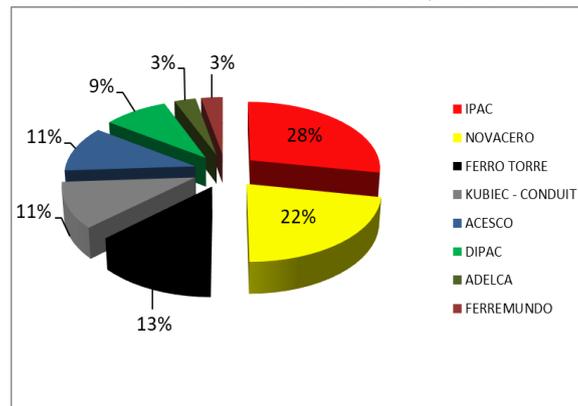
Se espera que la demanda de acero siga siendo alta en los próximos años, impulsada por el crecimiento económico y la urbanización. Sin embargo, la sostenibilidad, la innovación y la consolidación serán factores clave en la evolución de la industria del acero en 2024 y más allá.⁷⁰

Por otro lado, el sector energético hay que mencionar las oportunidades que tiene en el ámbito de materias primas metálicas, como el acero, el cobre o el aluminio, cuya transformación todavía no puede atender la demanda del país.⁷¹

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 22%, seguida por FERRO TORRE con el 13%, KUBIEC – CONDUIT y ACESCO con el 11%; mientras que IPAC S.A., registra una participación del 28% dentro del mercado. Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU C24.

GRÁFICO 11: PARTICIPACIÓN DEL MERCADO DE ACERO (ENERO – SEPTIEMBRE 2023)⁷²



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

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

⁶⁹ <https://rcracks.mx/el-acero-2024/>

⁷⁰ <https://rcracks.mx/el-acero-2024/>

⁷¹ <https://www.ceoe.es/es/ceoe-news/internacional/ecuador-posibilidades-comerciales-y-de-inversion-para-las-empresas>

⁷² Última información reportada por la Compañía.

relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 15: FODA

Fortalezas	Debilidades
Amplia gama de productos diferenciados: Lo cual nos da una ventaja competitiva en el mercado industrial y de estructuras para la construcción.	Empresa de alto riesgo expuesta a ocurrencia de accidentes mayores.
Amplia red de distribución con presencia en las principales ciudades del país.	Incumplimiento de políticas de seguridad de la información.
Posicionamiento de la marca en el mercado nacional.	Falta de cultura de ahorro energético en los colaboradores.
Desarrollo de conceptos de calidad, medio ambiente y prevención de riesgos, con capacitaciones permanentes.	Aceptación de cambios por implementación de norma ISO 50001.
Apoyo de la Alta Dirección.	Un 30% de motores antiguos de baja eficiencia.
Conocimiento del marco técnico legal.	Disponibilidad de inventarios de equipos.
Personal calificado.	
Experiencia del personal en manejo y uso de información.	
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 evaluar y aprobar nuevos proyectos de inversión.	
Autogeneración de energía fotovoltaica.	
Sistema SAP implementado.	
Disponibilidad de medidores de energía.	
Cambio de Diesel a GLP.	
Beneficios ambientales reducción de emisiones GEI.	
El S.G.I permite la integración de sistemas normalizados, de excelencia y modelos de gestión.	
Certificaciones de Normas de Gestión.	
Implementación de huella de carbono organizacional.	
Certificación como empresa Ecoeficiente.	
Pertenecer al Grupo DUFERCO, que le brinda una ventaja en la compra de materia prima, tanto en precios como en logística.	
Acuerdos Comerciales con clientes estratégicos de diferentes segmentos el mercado.	
Líneas de créditos comerciales flexibles con Duferco.	
Cartera no concentrada.	
Cartera asegurada (80%).	
Compromiso, integridad, mejoramiento continuo, sostenibilidad, satisfacción de clientes, medio ambiente, seguridad.	
Interacción entre todas las áreas de la empresa.	
Oportunidades	Amenazas
Crecimiento estimado del PIB de 0,8% durante el 2024.	Aumento de tasas de interés y limitación de líneas de crédito en la banca.
Reducción de la tarifa eléctrica por implementación de la norma ISO 50001.	Incertidumbre por cambios de gobierno y leyes.
Reducción del Impuesto a la Rentapor 100% adicional en la depreciación por compra de tecnología limpia.	Impuestos adicionales para costear para costear gastos de seguridad.
Desarrollo de la industria minera.	Aumento de tasas e impuestos.
Proyectos de infraestructura vial.	Estiaje en la producción de energía eléctrica.
Acuerdo con clientes para sustitución de importaciones.	Racionamiento de energía eléctrica.
Acuerdos comerciales de largo plazo con clientes industriales.	Incremento en las tarifas eléctricas.
Incrementar nuevas líneas de productos.	Pérdida de clientes.
Alianzas comerciales con marcas de productos relacionadas al mercado de la construcción para fomentar la venta retail.	Incumplimiento de pagos de los clientes.
Capacitaciones y eventos de seguridad (acuerdos con otras empresas para que asistan como instructores).	Variación del precio del acero.
Jornadas preventivas con instituciones del Estados y privadas (SST).	Oferta limitada de acero (materia prima).
	Oferta limitada de transporte marítimo y terrestre (importación y exportación).
	Multas y clausuras por incumplimientos de ley.
	Demandas civiles, laborales y penales.
	Aumento de actividades ilícitas (narcotráfico, vandalismo, terrorismo, entre otros) en el país.
	Paralización de la distribución de los productos.
	Amenazas graves de seguridad de la información (ataques rasonware).

	Situaciones de emergencias (explosión, incendio, derrames) de empresas vecinas.
--	---

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 incendio y transporte de la compañía se encuentran vigentes y fueron renovadas hasta septiembre de 2024. Finalmente se debe acotar que la compañía posee un seguro de cartera y una póliza de accidentes personales y vida, las mismas que fueron renovadas y tienen vigencia hasta el 31 de diciembre de 2024.

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 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de diciembre de 2023, sin notas a los Estados Financieros.

Análisis de los Resultados de la Empresa

En el 2021, los ingresos de la compañía registraron un incremento de 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, después de que en el año 2020 el sector de la construcción y la economía en general del país se habían deteriorado, agravándose la situación con la emergencia sanitaria (Covid-19) que frenó la actividad comercial y por ende la demanda de los productos ofertados por la compañía.

Para el 2022, los ingresos generados registran una disminución anual de 9,20%, totalizando USD 226,83 millones, debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos dos meses del año. Al cierre del año 2023, los ingresos de la compañía mantuvieron la tendencia decreciente y cerraron en USD 192,04 millones, lo que significó una contracción del 15,34%; este comportamiento fue determinado por la contracción en el mercado de exportaciones (-48,38%), ventanilla (45,13%) e industriales (24,90%), 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.

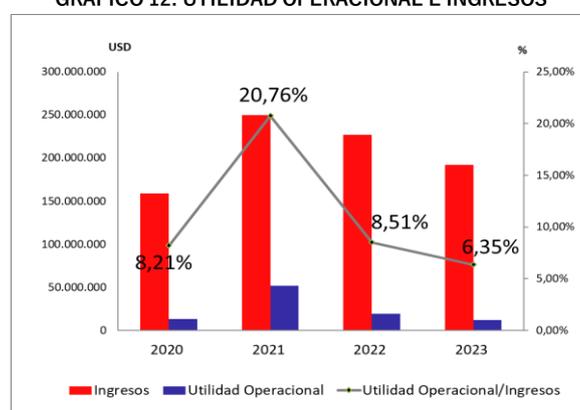
Por su parte los costos de ventas registraron un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos, estos pasaron de significar el 81,65% en 2020 a 70,57% en 2021, 83,97% en 2022 y 82,76% en diciembre de 2023. Estuvieron conformados principalmente por consumo de materias primas, participación a trabajadores, sueldos y beneficios sociales, entre otros. El incremento en el peso del año 2022 se atribuye al precio de su materia prima (el acero), en el año 2023 el comportamiento se atribuye a que los ingresos disminuyeron a mayor velocidad que los costos.

Por lo descrito anteriormente, el margen bruto presentó también un comportamiento variable en su representación sobre los ingresos, pasando de 18,35% en 2020 a un 29,43% de los ingresos en 2021, 16,03% en 2022 y 17,24% al cierre de 2023.

Los gastos operacionales, estuvieron compuestos por remuneraciones y beneficios sociales, gastos por arrendamiento; entre otros, y su peso dentro de los ingresos fue variable en los ejercicios económicos analizados, significaron el 10,14% en 2020, 8,68% en 2021, 7,52% en diciembre de 2022 y 10,89% al cierre del año 2023, en este último corte pese a la contracción en ventas, el total de gastos operacionales se incrementa en términos monetarios y en cuanto a su participación dentro de los ingresos, por el crecimiento en gastos de administración y ventas.

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, este pasó de significar el 8,21% de los ingresos en 2020 a un significativo 20,76% de los ingresos en el 2021, como efecto del crecimiento de sus ventas y un manejo adecuado de sus recursos. No obstante, para el 2022 y 2023, la utilidad operacional disminuye notablemente hasta representar el 8,51% y 6,35% de los ingresos, respectivamente debido a la contracción de sus ventas y el incremento de sus costos y gastos.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

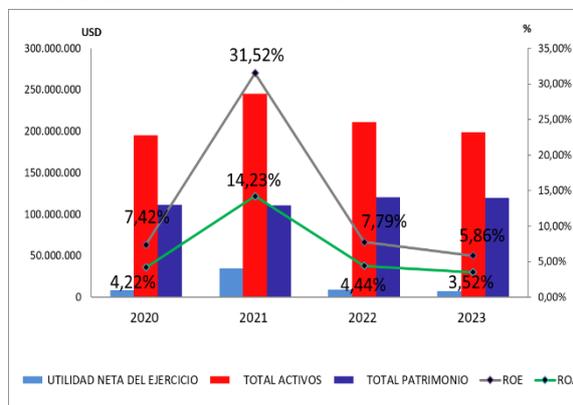
Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente entre 2020 y 2021; pues pasó de representar el 5,18% de los ingresos a 13,98% de los ingresos, respectivamente, como efecto de la mejoría registrada en su utilidad operativa; sin embargo, para 2022 y 2023 este rubro representó el 4,14% y 3,66% de los ingresos evidenciando una notable reducción; no obstante, estos resultados permitieron a la Compañía generar rentabilidad. En términos nominales la utilidad neta cerró en USD 7,02 millones en 2023, registrando una variación de -25,20% si se compara con el 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 16, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2020	2021	2022	2023
ROA	4,22%	14,23%	4,44%	3,52%
ROE	7,42%	31,52%	7,79%	5,86%

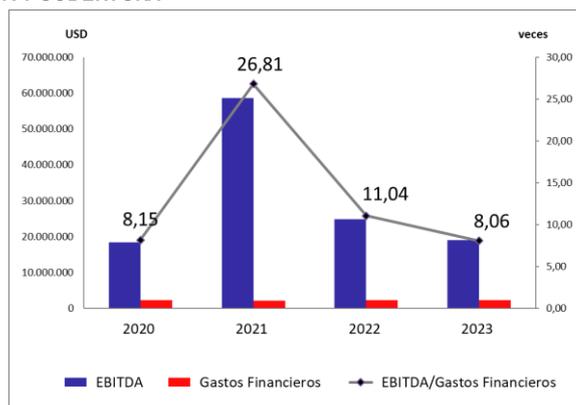


Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

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 2020 a un 23,49% en 2021, un 10,97% de los ingresos en 2022 y un 9,87% de los ingresos en 2023. Estos resultados demostraron que la compañía registró flujo suficiente para cubrir de manera adecuada sus gastos financieros con una cobertura siempre superior a la unidad.

CUADRO 17, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA

Concepto	2020	2021	2022	2023
EBITDA (USD)	18.388.553	58.668.117	24.882.935	18.947.772
Gastos Financieros (USD)	2.257.115	2.188.040	2.253.393	2.350.132
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros	8,15	26,81	11,04	8,06



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

Capital Adecuado Activos

Los activos de IPAC S.A., se mostraron crecientes entre 2020 y 2021 pasaron de USD 195,28 millones a USD 245,42 millones respectivamente, lo cual significó un incremento significativo de 25,68%. Para el 2022, el comportamiento se revierte, el total de activos cerró en USD 211,35 millones (-13,88%, variación anual) y en diciembre de 2023, el saldo desciende a USD 199,27 millones, los movimientos en inventarios fue el determinante en dicho comportamiento.

Por el giro del negocio, la composición de los activos totales se concentró en el corto plazo; es así que, los activos corrientes representaron el 79,65% del total de activos en 2021, 78,79% en 2022 y 78,77% en 2023,

determinando que, para este último periodo las cuentas más representativas fueron inventarios⁷³ con el 47,27% del total de activos (50,23% en 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 17,98% (18,06% en 2022), impuestos por recuperar⁷⁴ con el 8,23% de los activos totales (6,66% en 2022) y efectivo y equivalentes de efectivo⁷⁵ con el 5,05% (3,70% en 2022).

Se debe acotar que las cuentas por cobrar a relacionadas registraron una importante disminución entre los años 2021-2022 (-84,08%) debido a una reducción en las ventas de exportación del 50% en los últimos 2 meses del año 2022. Para el cierre de 2023, cuentas por cobrar a relacionadas registraron un incremento anual de 174,32%, sin embargo, su peso es inferior al 1,00% de los activos.

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 20,20% con respecto a 2021 y al cierre del 2023 se registra una contracción del 11,28% como efecto de los bajos costo del acero.

Por otro lado, los activos no corrientes que significaron el 21,21% de los activos totales al cierre del 2022 y el 21,23% en diciembre de 2023, para este último periodo, estuvieron compuestos en mayor proporción por propiedad, planta y equipo con una representación de 18,70% de los activos (17,46% en 2022), los demás rubros registraron participaciones individuales inferiores al 2,50% de los activos.

Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos pasó de un 54,85% en 2021 a un 42,99% en 2022 y un 39,91% en diciembre de 2023, en este último el comportamiento obedece a la contracción en obligaciones 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 2022 al 36,17% en diciembre de 2023, siendo su cuenta más relevante en este último periodo, cuentas por pagar a relacionadas⁷⁶, que representaron el 19,37% de los activos (14,99% en 2022), seguido por obligaciones con instituciones financieras⁷⁷ con el 8,98% (10,21% en 2022) y cuentas por pagar comerciales con el 4,01% (5,17% en 2022)⁷⁸.

Cabe indicar que las cuentas por pagar a relacionadas se incrementaron entre 2020 y 2021 (+108,34%) debido al elevado costo del acero y por el aprovisionamiento de inventarios; mientras que, entre los años 2021 y 2022 esta cuenta disminuyó 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. Al cierre de 2023, las cuentas por pagar relacionadas, se incrementaron en 21,79% como efecto de mayores compras a su proveedor principal DUFERCO S.A. (empresa relacionada).

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 el 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,

⁷³ Los inventarios están conformados por productos terminados, productos en proceso, materias primas, repuestos e importaciones en tránsito.

⁷⁴ 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.

⁷⁵ 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.

⁷⁶ 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 Dufenco S.A.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ Al cierre de 2023, cuentas por pagar comerciales registran una variación negativa de 26,91% determinada por menores compras a su segundo proveedor más importante.

pues el valor de Participación de trabajadores disminuyó debido a menores resultados en el 2022. Al cierre de 2023, esta cuenta contable cerró en USD 1,71 millones y significó el 0,86% del activo total.

Por su parte, los pasivos no corrientes, financiaron el 3,50% de los activos en 2022 y 3,75% en diciembre de 2023; en donde, las provisiones por beneficios a empleados fue la cuenta más representativa para este último periodo, con el 2,50% de los activos (2,12% en 2022).

Finalmente se debe indicar que la deuda con costo que, estuvo conformada por obligaciones con instituciones financieras locales, con Mercado de Valores y pasivos por arrendamiento, financió el 18,79% de los activos en 2022 y el 12,71% en diciembre de 2023. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 31,84% y 21,15% respectivamente para diciembre de 2023.

Patrimonio⁷⁹

El patrimonio de la compañía registró un comportamiento fluctuante a lo largo del periodo analizado, pasando de USD 111,17 millones (56,93% de los activos) en 2020 a USD 110,81 millones (45,15% de los activos) en 2021, USD 120,49 millones (57,01% de los activos) en 2022 y USD 119,73 millones (60,09% de los activos) en diciembre de 2023. Dichas variaciones obedecen principalmente a los movimientos en resultados acumulados⁸⁰ y el resultado del ejercicio.

Resultados acumulados constituye en promedio, el principal componente de la estructura patrimonial, en diciembre de 2023 permitió el financiamiento del 24,34% de los activos (22,05% de los activos en diciembre de 2022). El capital social por su parte, significó el 23,13% de los activos (21,81% de los activos en diciembre de 2022) y no registró variaciones en términos monetarios durante los ejercicios económicos analizados, se mantuvo en USD 46,09 millones.

Finalmente, reservas⁸¹ y el resultado del ejercicio, financiaron un 9,09% y 3,52% de los activos, respectivamente en diciembre de 2023 (8,57% y 4,58% de los activos en diciembre de 2022).

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

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 2022 significó el 39,30% de los activos y 42,60% en diciembre de 2023.

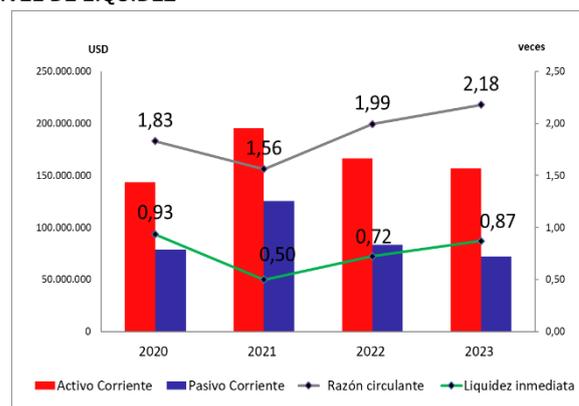
⁷⁹ En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

⁸⁰ 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.

⁸¹ Durante el 2022 y 2021, la Compañía se apropió de reservas por USD 938.647,00 y USD 3.492.435,00, respectivamente.

CUADRO 18, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ

Cuenta / Indicador	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente (USD)	143.784.799	195.467.609	166.524.045	156.965.635
Pasivo Corriente (USD)	78.623.674	125.182.474	83.471.308	72.069.553
Razón circulante (veces)	1,83	1,56	1,99	2,18
Liquidez inmediata (veces)	0,93	0,50	0,72	0,87



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 66 días en 2023. Por otra parte, el plazo para pagar a sus proveedores fue de aproximadamente 107 días en 2023, resultado que evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo un calce de 41 días.

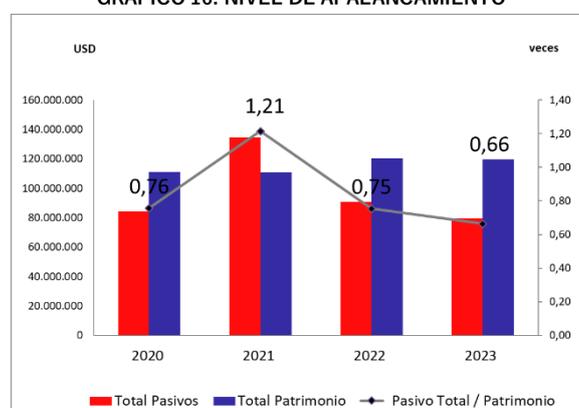
En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que registró una rotación en bodega de 216 días en diciembre de 2023.

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 175 días en 2023, 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 por debajo de la unidad durante el periodo analizado (excepto en 2021), lo que evidencia que la compañía financia sus operaciones principalmente con recursos propios.

GRÁFICO 16: 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 2022 y 4,20 años en diciembre de 2023. Por su parte el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), para 2022 se ubicó en 1,60 años; mientras que, para diciembre de 2023 fue de

1,34 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 Bursátil⁸²

Hasta el 28 de enero de 2024, el Mercado de Valores autorizó 85 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 50 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 35 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 640,50 millones, valor que representó 41,33% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.549,58 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 27,24%, mientras que las titularizaciones representaron el 31,43%.

⁸² <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	25.107.425	13.258.249	7.823.661	10.059.452
Cuentas por cobrar comerciales	34.968.852	40.050.969	38.171.473	35.820.755
Provisión por deterioro de cuentas por cobrar	(2.067.865)	(2.373.865)	(2.018.264)	(1.893.849)
Inventarios	70.316.263	133.036.676	106.164.823	94.190.785
Pagos anticipados y otros activos corrientes	15.460.124	11.495.580	16.382.352	18.788.492
ACTIVO CORRIENTE	143.784.799	195.467.609	166.524.045	156.965.635
Propiedad, planta y equipo	36.725.202	36.924.181	36.893.792	37.258.590
Intangibles	6.171.483	10.845.152	5.806.102	4.000.294
Otros activos	8.595.244	2.182.723	2.129.199	1.043.061
ACTIVO NO CORRIENTE	51.491.929	49.952.056	44.829.093	42.301.944
TOTAL ACTIVOS	195.276.728	245.419.665	211.353.138	199.267.579
PASIVOS				
Préstamos con instituciones financieras	9.237.036	8.288.845	21.578.715	17.902.317
Emisión de Papel Comercial	28.950.000	30.000.000	14.800.000	5.000.000
Cuentas por pagar comerciales y otras	3.016.093	4.064.163	10.928.101	7.987.134
Cuentas por pagar relacionadas	34.559.636	72.000.544	31.690.482	38.596.971
Impuestos a la renta por pagar	127.481	1.419.533	1.098.979	465.943
Beneficios a empleados	2.475.240	9.059.746	2.963.499	1.705.655
Pasivo por arrendamiento	258.188	349.643	411.532	411.532
PASIVOS CORRIENTES	78.623.674	125.182.474	83.471.308	72.069.553
Préstamos y obligaciones financieras	0	2.379.834	1.337.598	435.478
Otros pasivos no corrientes	3.678.918	5.125.968	4.476.986	5.451.795
Pasivo por arrendamiento	1.808.388	1.923.510	1.577.030	1.577.030
PASIVOS NO CORRIENTE	5.487.306	9.429.312	7.391.614	7.464.303
Deuda Financiera	38.187.036	42.941.832	39.704.875	25.326.357
Deuda Financiera C/P	38.187.036	38.638.488	36.790.247	23.313.849
Deuda Financiera L/P	0	4.303.344	2.914.628	2.012.508
TOTAL PASIVOS	84.110.980	134.611.786	90.862.922	79.533.856
PATRIMONIO				
Capital Social	46.094.612	46.094.612	46.094.612	46.094.612
Aportes para Futura Capitalización	2	2	2	2
Reservas	13.686.043	17.178.478	18.117.125	18.117.125
Resultados Acumulados	43.141.341	12.610.440	46.596.140	48.500.698
Resultado del Ejercicio	8.243.750	34.924.347	9.682.337	7.021.285
TOTAL PATRIMONIO	111.165.748	110.807.879	120.490.216	119.733.723

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
Ingresos	158.998.545	249.807.417	226.833.184	192.044.433
Costo de ventas	129.826.474	176.276.718	190.469.960	158.939.234
UTILIDAD BRUTA	29.172.071	73.530.699	36.363.224	33.105.200
Gastos operacionales	16.120.104	21.674.297	17.049.164	20.909.979
UTILIDAD OPERACIONAL	13.051.967	51.856.402	19.314.060	12.195.221
Otros ingresos (egresos) neto	387.432	(2.068.288)	(3.334.341)	(179.709)
Gastos financieros	2.257.115	2.188.040	2.253.393	2.350.132
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	11.182.284	47.600.074	13.726.326	9.665.380
Impuesto a la Renta	2.938.534	12.675.727	4.339.883	2.644.095
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL EJERCICIO	8.243.750	34.924.347	9.386.443	7.021.285

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	2023
Gastos Operacionales / Ingresos	10,14%	8,68%	7,52%	10,89%
Utilidad Operacional / Ingresos	8,21%	20,76%	8,51%	6,35%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	5,18%	13,98%	4,14%	3,66%
Utilidad Neta / capital permanente	13,79%	51,68%	13,98%	10,60%
Utilidad Operativa / capital permanente	21,83%	76,74%	28,77%	18,42%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	158,33%	148,48%	205,77%	173,69%
(Otros ingresos- Otros egresos) / Utilidad Neta del Ejercicio	27,38%	6,27%	24,01%	22,20%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	27,38%	6,27%	24,01%	33,47%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	7,42%	31,52%	7,79%	5,86%
Rentabilidad sobre Activos	4,22%	14,23%	4,44%	3,52%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	7,91%	23,48%	10,33%	6,95%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	6,68%	21,13%	9,14%	6,12%
Liquidez				
Razón circulante	1,83	1,56	1,99	2,18
Liquidez inmediata	0,93	0,50	0,72	0,87
Capital de Trabajo	65.161.125	70.285.135	83.052.737	84.896.081
Capital de Trabajo / Activos Totales	33,37%	28,64%	39,30%	42,60%
Cobertura				
EBITDA	18.388.553	58.668.117	24.882.935	18.947.772
EBITDA (anualizado)	18.388.553	58.668.117	24.882.935	18.947.772
Ingresos	158.998.545	249.807.417	226.833.184	192.044.433
Gastos Financieros	2.257.115	2.188.040	2.253.393	2.350.132
EBITDA / Ingresos	11,57%	23,49%	10,97%	9,87%
EBITDA/Gastos Financieros	8,15	26,81	11,04	8,06
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,34	1,21	0,49	0,48
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,15	17,53	7,74	7,59
Gastos de Capital / Depreciación	0,68	0,54	0,60	0,49
EBITDA/Deuda Total	0,48	1,37	0,63	0,75
Flujo libre de caja/ Deuda Total	1,05	1,28	1,66	0,40
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	0,76	1,21	0,75	0,66
Activo Total / Capital Social	4,24	5,32	4,59	4,32
Pasivo Total / Capital Social	1,82	2,92	1,97	1,73
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	2,08	0,73	1,60	1,34
Pasivo Total / EBITDA anualizado	4,57	2,29	3,65	4,20
Deuda Financiera / Pasivo	45,40%	31,90%	43,70%	31,84%
Deuda Financiera / Patrimonio	34,35%	38,75%	32,95%	21,15%
Pasivo Total / Activo Total	43,07%	54,85%	42,99%	39,91%
Capital Social / Activo Total	23,60%	18,78%	21,81%	23,13%
Deuda Financiera / Pasivo	45,40%	31,90%	43,70%	31,84%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	100,00%	89,98%	92,66%	92,05%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	56,93%	45,15%	57,01%	60,09%
Eficiencia				
Período de Cobros (días)	78	58	59	66
Duración de Existencias (días)	198	275	203	216
Plazo de Proveedores (días)	106	158	82	107

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