SEXTO PROGRAMA DE CORTO PLAZO O PAPEL COMERCIAL– IPAC S.A.

Comité No: 118-2020	**Fecha de Comité: 11 de junio de 2019**
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de abril de 2020	**Quito – Ecuador**

José Matías Velástegui	(593) 2323-0541	jvelastegui@ratingspcr.com.ec

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Sexto programa de corto plazo o papel comercial – IPAC S.A.	AAA-	Segunda	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.00001302 13 de febrero de 2019

Significado de la Calificación

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

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

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

Racionalidad

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la calificación de **"AAA-"** al **Sexto Programa de Corto Plazo o Papel Comercial – IPAC S.A.** La calificación se sustenta en la adecuada capacidad del emisor para generar flujos operativos y su liderazgo en la industria del acero. De igual manera, se destaca su experiencia en el mercado de valores, los altos estándares de calidad, y respaldo de sus accionistas, que proyecta solvencia para hacer frente a sus obligaciones. Adicionalmente, se considera la diversificación en el mercado tanto nacional como extranjero, lo que ayuda a mitigar en parte los riesgos del contexto macroeconómico del país. Si bien la empresa mantiene pasivos concentrados principalmente en el corto plazo, se observa buenos niveles de liquidez en el periodo analizado producto de la buena administración del capital de trabajo. Se distingue un buen cumplimiento de las proyecciones al cierre del 2019 y se han revisado las mismas para reflejar la caída de las ventas producto de la pandemia del COVID-19, por lo que se observa que la empresa planifica adecuadamente para cumplir en tiempo y forma sus obligaciones. A la fecha existe un correcto cumplimiento de los resguardos de ley y adicionales, incluso con la paralización de actividades experimentada durante el primer trimestre del 2020.

Riesgos Previsibles en el Futuro

- Volatilidad en el precio internacional del acero; lo cual afectaría directamente al precio de venta de sus productos, e incide en los ingresos operacionales y por ende en el monto de ventas de sus productos; esta debilidad es contrarrestada mediante el asesoramiento de Duferco S.A., quien de acuerdo con las variaciones de los precios internacionales recomienda a IPAC S.A. los precios en los cuales debe manejarse en el mercado ecuatoriano, cuándo y cuantas TM comprar.

- Probabilidad de impago por parte de algún cliente, IPAC S.A. controla este riesgo mediante un riguroso estudio de crédito y con el seguro de cartera COFACE y CONFIANZA. Cabe mencionar que la cartera más deteriorada de IPAC mantiene una cobertura con provisiones de 100%. Por otra parte, alrededor del 80% de la cartera cumple con el análisis de la aseguradora.

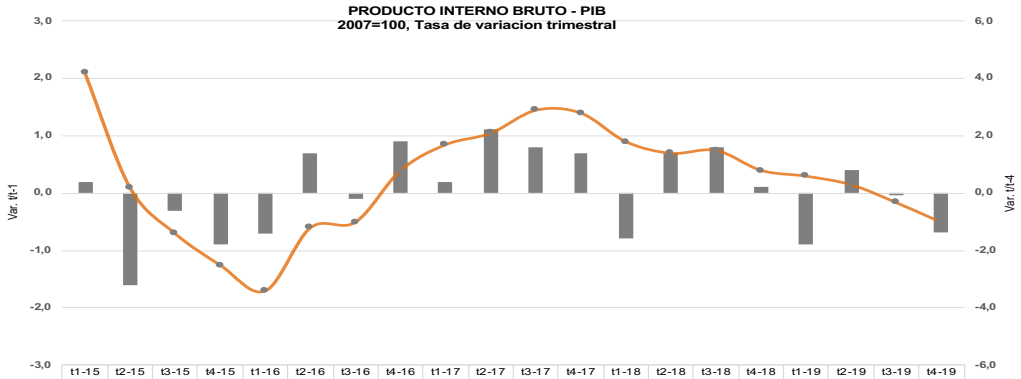
- El panorama económico del país y a nivel mundial se ha visto fuertemente restringido por la propagación de la epidemia por el COVID-19, lo que ha ocasionado una importante paralización de actividades. Se espera una importante contracción del sector de la construcción por la pandemia, lo que disminuirá los volúmenes de ventas del emisor y sus niveles de producción, afectando en la generación de flujos. En este sentido, el emisor ha conseguido un plazo de 150 días con su principal proveedor y accionista Duferco S.A., además posee una buena capacidad productiva producto del buen manejo de giro de negocio y las inversiones que ha realizado, por lo que las proyecciones de crecimiento en ventas a crédito y recuperación de cartera sustentan el flujo de efectivo y flujo de caja. La empresa cuenta con una estructura de costos que beneficia la adaptación a escenarios adversos, y se destaca que la empresa mantiene buenos niveles de patrimonio y soporte.

Aspectos de la Calificación

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

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

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



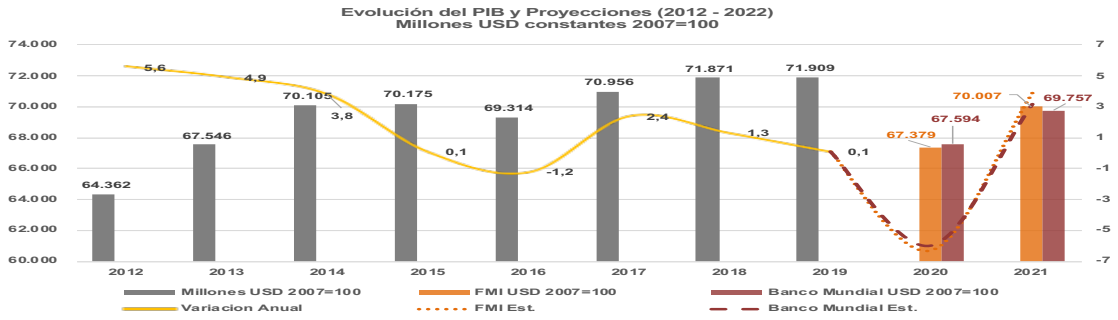
	t1-15	t2-15	t3-15	t4-15	t1-16	t2-16	t3-16	t4-16	t1-17	t2-17	t3-17	t4-17	t1-18	t2-18	t3-18	t4-18	t1-19	t2-19	t3-19	t4-19
Var. t/t-1	0,2	-1,6	-0,3	-0,9	-0,7	0,7	-0,1	0,9	0,2	1,1	0,8	0,7	-0,8	0,7	0,8	0,1	-0,9	0,4	0,0	-0,7
Var. t/t-4	4,2	0,2	-1,4	-2,5	-3,4	-1,2	-1,0	0,8	1,7	2,1	2,9	2,8	1,8	1,4	1,5	0,8	0,6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

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

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

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

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



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

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

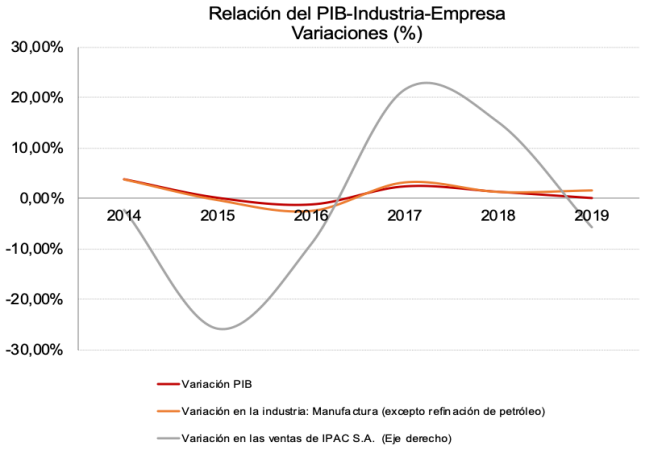
PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONOMICO (PIB) DEL BANCO MUNDIAL Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL						
	Banco Mundial			FMI		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Latinoamerica y el Caribe	0,1%	-4,6%	2,6%	0,1%	-5,2%	3,4%
Ecuador	0,1%	-6,0%	3,2%	0,1%	-6,3%	3,9%
Colombia	3,3%	-2,0%	3,4%	3,3%	-2,4%	3,7%
Peru	2,2%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

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

Para este propósito, la reestructuración de las obligaciones del estado es fundamental para liberar recursos de la caja fiscal y minimizar los requerimientos de acciones tributarias extraordinarias que pudieren restringir la liquidez de los hogares. El aporte tributario incluido en las medidas económicas planteadas por el gobierno muestra progresividad al apelar a la solidaridad de todos los sectores. Los organismos multilaterales han realizado un llamado a la solidaridad entre deudores y acreedores en todo nivel, por lo que se espera facilidades para la renegociación de deuda y gestión de nuevas líneas de crédito; sin embargo, una dinámica similar será necesaria al interior del país para soportar el periodo de iliquidez generado por la crisis sanitaria. Al igual que el FMI y otros organismos internacionales, PCR considera que las acciones de respuesta tanto en el frente económico, como el social y sanitario, serán de vital importancia para la recuperación y reconstrucción de los entramados sociales y productivos posterior a la crisis.

Análisis de la Industria:

El emisor desarrolla sus actividades en el sector metal mecánico, que a su vez pertenece a la industria manufacturera, esta industria es la más importante en la economía si se considera el nivel de aportación al Producto Interno Bruto (PIB), que en 2019 fue de 11,81%. Pese a que la industria experimentó una recesión entre 2015 (-0,4%) y 2016 (-2,5%) presentó en 2017 un crecimiento del 3,10% y en 2018 de 1,20%. En efecto, este es uno de los sectores claves en el cambio de la Matriz Productiva del Ecuador, debido a su nivel de interrelación con otros sectores y a su capacidad de generación de valor agregado.



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

Para analizar la flexibilidad ante cambios en el entorno económico se tomó en cuenta el desarrollo del PIB, industria y ventas de la empresa. En este sentido, se observa que del 2015 al 2016 la economía ecuatoriana sufrió una desaceleración que también afectó a las ventas de IPAC. Sin embargo, desde el 2016 al 2018 se observó un comportamiento más acentuado en las ventas de IPAC frente al desempeño de la economía y la industria. Cabe destacar que, en el 2015, además de las condiciones del mercado y la volatilidad del precio del acero, IPAC empleó una estrategia que perjudicó su desempeño operativo. Para el año 2017 y 2018 se observa una correlación positiva entre las ventas y el desarrollo del PIB, mientras que en 2019 la empresa vio amplificado el efecto de la desaceleración económica del país en sus ventas . Esto nos demuestra que la empresa es altamente sensible frente a cambios económicos, aunque en circunstancias de crisis se recupera de una forma más rápida.

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

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

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

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

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

Según la Cámara de Industrias de Guayaquil, la comercialización de estos productos viene en ascenso. En 2014 se exportaron $ 43,9 millones; en 2015, $ 44,8 millones; en 2016, $ 35,6 millones y en 2017, $ 48,8 millones. En lo que va del año se han exportado $ 18.4 millones. El principal destino de estos productos es EE. UU., que representa el 36% de las ventas al exterior. Colombia, China, Puerto Rico y Malasia son otros compradores.

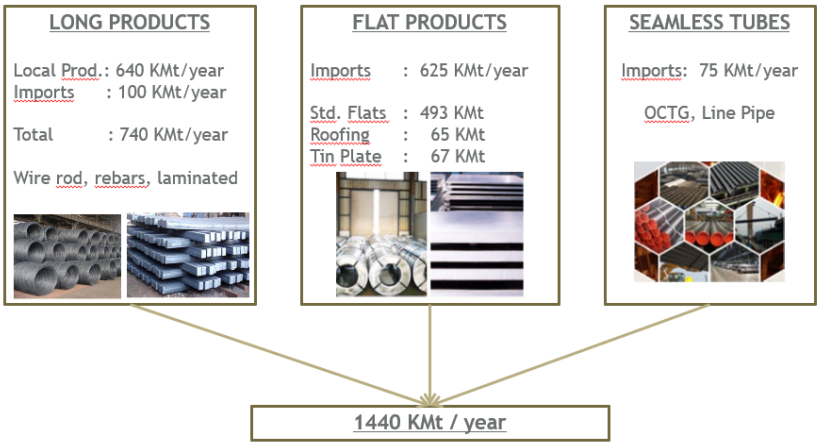
Respecto con las expectativas del sector, en Ecuador se busca impulsar el uso de aluminio, acero y otros en el metal mecánico, cubrir la demanda insatisfecha local y aprovechar la suficiencia energética del País, ya que los costos de

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

energía constituyen una de las principales debilidades en otros países productores y en Ecuador se ha generado esta ventaja competitiva. En este sentido, la industria ha contribuido con el desarrollo y ejecución de los más importantes proyectos de construcción pública y privada, realizando inversiones que le han permitido proveer todos los productos necesarios para la construcción de los proyectos hidroeléctricos, infraestructura civil, petrolera y telecomunicaciones.

Dentro de la industria metalmecánica los principales productos son los relacionados a la fabricación de laminados en caliente, conformados planos y conformados largos; es por esta razón que las actividades económicas en las que el sector influye, son las relacionadas a la fabricación de productos de hierro y acero, laminados metálicos, alambres, rejillas, redes, fabricación de semiconductores y resistores eléctricos y productos para la construcción como estructuras metálicas, marcos o armazones metálicos. Por su parte, en la importación de acero anual en el Ecuador (2016) en base a los productos largos, planos y tubos sin costuras se ubicó de la siguiente forma: 100 toneladas métricas en largos, 625 toneladas métricas en planos y 75 toneladas métricas en tubos sin costuras, una estructura similar se mantiene en los años posteriores.

Gráfico No. 1: Consumo de Acero en el Ecuador



Fuente: IPAC S.A.

Perfil y Posicionamiento del Emisor

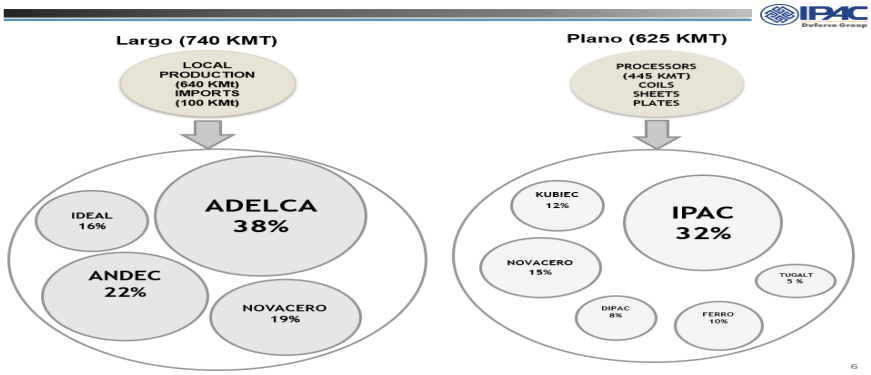
IPAC S.A., fue constituida en la ciudad de Guayaquil, Ecuador en septiembre de 1972 con el nombre de Industria Procesadora de Acero S.A. (IPAC). En 1995, como resultado de la fusión de Industria Procesadora de Acero S.A. (IPAC) e Inmobiliaria Veinte y Cuatro de Diciembre Compañía Anónima, la empresa cambió su razón social a IPAC S.A. Las operaciones de la Compañía consisten principalmente en la fabricación y comercialización de una amplia gama de productos de acero, además ofrece servicios que responden a las necesidades del mercado nacional e internacional en sus instalaciones ubicadas en el km. 10.5 vía Daule, en la ciudad de Guayaquil, provincia de Guayas, además cuenta con una extensa red de distribuidores a nivel nacional, conformando una organización de alto nivel profesional.

Cuenta con personal altamente calificado y con una extensa red de distribuidores a nivel nacional, conformado una organización de alto nivel.

Competencia

IPAC considera que sus principales competidores en la categoría "Plano" a la fecha son NOVACERO (15%), seguido de KUBIEC-CONDUIT (12%), DIPAC (8%), FERROTORRE (10%) y TUGALT (5%). Con esta categorización IPAC lideraría este grupo con un 32%. Mientras para la categoría "Largo" se encuentra: ADELCA (38%), ANDEC (22%), NOVACERO (19%) e IDEAL (16%).

Gráfico No. 2 Análisis del Mercado de Acero en función de los principales productos



Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** IPAC S.A.

Estrategias
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. Por lo que la compañía se basa sobre los siguientes puntos:

- Automatización en el flujo de materias primas y productos terminados, con el fin de comparar la proyección requerida contra lo realmente utilizado, así como ajustar sobre la marcha y actuar correctamente en casos de picos de ventas, que podrían dejar sin stock a la empresa.
- 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.
- El Coordinador de los Centros de Distribución y el Gerente de Logística, tendrán un control acorde a los requerimientos de los centros de distribución, para proveerlos con stocks reales por cada local conforme a sus ventas, sin excederse en los stocks, y otras áreas para distribución inmediata para consumidores finales sin perder la venta y con un ahorro en el costo de transporte implícito.
- Información mensual detallada de cada competidor, manufactureros y otros importadores.
- 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.
- Trabajar con el sistema IBS optimizará los tiempos de venta y errores potenciales.
- Optimizar los tiempos de entrega y costos de transporte.

Gobierno Corporativo
Producto del análisis efectuado, PCR considera que IPAC S.A., tiene un nivel de desempeño Aceptable (Categoría GC4, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.
IPAC S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. El principal accionista de la empresa es Duferco C.E.C S.A. de origen suizo con el 99,99% de participación. El porcentaje restante le pertenece a Duferco International Trading Holding S.A. proveniente de Luxemburgo con un 0,00002% de participación. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones. Adicional, la entidad cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, pero no se encuentra designada formalmente.

La empresa no cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas, pero cuenta con los estatutos de la compañía. Respecto a las convocatorias, estas se efectuaron cumpliendo el plazo estipulado en el estatuto.

En el 2019 se realizó la JGA en: 3 enero, 23 enero, 11 marzo, 27 marzo, 24 abril, 21 mayo, 31 mayo, 8 julio, 31 agosto, 23 sept, 2 oct, 7 nov- Por otra parte, en las juntas se limitan la posibilidad de incorporar puntos a debatir por parte de los accionistas, se limita la delegación de votos y no se cuenta con un Reglamento de Directorio, pero las funciones de estos se establecen en los estatutos de IPAC.

Respecto con los miembros del Directorio, estos cuentan con formación profesional acorde al cargo que desempeñan y en su mayoría cuentan con alrededor de 8 años de experiencia. IPAC realiza seguimiento y control de potenciales conflictos, sin embargo, no cuenta con un procedimiento formal.

DIRECTORIO IPAC S.A.		
Nombre	Cargo	Nacionalidad
Christian de Morgan	Presidente	Británico
Luis Felipe Lira	Vicepresidente	Chileno
Mario Raimondo	Vocal	Italiano
Kenneth Kim	Vocal	Estadounidense
Robert Pakuts	Vocal	Chileno

Adicional, referente a la gestión de riesgos IPAC cuenta con políticas para esta gestión como las de Higiene Seguridad y Ambiente. Cuenta con área de Auditoría Interna y respecto con las políticas de información, a la fecha de corte se encuentra en proceso de aprobación.

Empleados
IPAC S.A cuenta con 457 empleados en planta distribuidos en los siguientes departamentos:

Empleados	
Administración	38
Ventas	134
Cadena de Abastecimiento	61
Producción	222

Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** PCR

A la fecha de corte, IPAC S.A. califica a su personal a final de cada año, tampoco hay sindicatos ni comités de empresas. Por otra parte, la entidad maneja el sistema ERP desarrollado internamente (*in house*), el cual le permite a la empresa automatizar procesos, disponibilidad de información en una misma plataforma, integración de bases, entre otras funciones. Adicional, PCR considera que los perfiles de la Dirección empresarial de IPAC cuentan con la preparación profesional suficiente para las actividades que desempeñan, además cuentan con experiencia superior a 10 años.

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa IPAC S.A., con un nivel de desempeño Aceptable (Categoría RSE4, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

Respecto con la responsabilidad social IPAC S.A., a la fecha de corte se han efectuado algunas acciones que promueven la eficiencia energética, pero no forman parte de programas formales como el cambio de iluminación tradicional por LED, compra y mejoras de maquinarias más eficientes energéticamente. Por otra parte, debido al giro de negocio en el que se encuentra inmerso el emisor cuenta con programas y políticas formales respecto al manejo de desechos, en este sentido, existe un procedimiento interno de Manejo de Desechos peligrosos y no peligrosos (Registro de Generador de Desechos Peligrosos y No Peligrosos) en conjunto con la capacitación del personal. Adicional, la empresa efectúa algunas acciones que promueven el consumo racional del agua, pero no forman parte de programas oficiales.

Respecto con la contratación de proveedores IPAC ha establecido dentro de sus formatos de selección criterios ambientales de evaluación. IPAC ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental por parte de la Dirección de Ambiente.

La empresa cuenta con un código de ética y conducta el cual fue aprobado el 20 de septiembre del 2010 y respecto al proceso de selección del personal la empresa brinda oportunidades a sus trabajadores en lo referente al desarrollo profesional dentro de la institución.

Adicional, IPAC S.A. de la importancia en la preservación del medio ambiente asume los siguientes compromisos:

- Mejorar continuamente el Sistema de Gestión Integrado para la mejora del desempeño de sus procesos y el desempeño ambiental.
- Establecer y revisar objetivos y metas para la calidad y ambiente compatibles con el contexto y dirección estratégica de la Organización.
- Cumplir con los requisitos legales, normativas vigentes y otros requisitos aplicables a nuestras actividades.
- Prevenir y controlar los aspectos ambientales significativos.
- Implementar mecanismos de comunicación eficaz con los clientes y partes interesadas.

Promover la participación de todos los trabajadores para cumplir con esta política y los requisitos del Sistema de Gestión Integrado.

Calidad de Activos:

Los activos totales del emisor se encuentran concentrados principalmente en activos corrientes, particularmente en inventarios. Por esto, existe una tendencia variable de los activos totales y de los activos corrientes. Considerando el análisis histórico de los activos revela una tendencia levemente decreciente a lo largo de los últimos cinco años (2014-2019), a excepción del 2017 en donde creció un 22,16% con respecto a diciembre 2016. A la fecha de corte los activos de IPAC totalizan US$ 215,86 millones y muestran una expansión interanual de 7,10%. Este dinamismo estuvo respaldado principalmente por el incremento de inventario (+5,55%) y el efectivo y equivalentes (>+600%), por lo que el activo corriente se incrementó (9,71%) y el activo corriente se contrajo levemente (-0,03%). Los activos corrientes mantienen una participación de 75,04% (US$ 161,98 millones), mientras que los activos no corrientes tienen una ponderación de 24,96% (US$ 53,88 millones). Dentro del total de los activos, el inventario es el rubro que evidencia una mayor representatividad (44,12%), seguido de propiedad planta y equipos (17,11%) y las cuentas y documentos por cobrar (16,15%).

La cuenta inventarios presentan una tendencia bastante variable o ligeramente decreciente en el período de análisis derivado de una política prudente de la empresa, tras evidenciarse constantes cambios en el precio de su principal materia prima. Frente a estas fluctuaciones la empresa limitó su estrategia de aprovisionar inventario debido a la volatilidad del precio del acero. Se evidencia una expansión interanual del 5,55%, pasando de US$ 90,24 millones en abril del 2019 a US$ 95,26 millones en abril 2020. Los productos terminados, en proceso, materias primas, repuestos e importaciones en tránsito se registran dentro de la cuenta de inventarios. El incremento de la cuenta de inventarios en los primeros meses del año corresponde a la vertiginosa paralización de actividades del país, que ha dificultado su venta normal.

Respecto con los días de inventarios, IPAC tiene como política mantener la materia prima 2 meses en bodega, para el producto terminado producido en IPAC 1 mes y para el producto importado 4 meses. Adicional, siempre se cuenta con 1 mes de inventario en tránsito. No obstante, se observa un incremento importante de los días de rotación de inventario producto de las dificultades operativas, por lo que se ubica en 317 días.

Los activos fijos a abril 2020 conformaron el 17,11% del total de activos, alcanzando US$ 36,93 millones con una contracción interanual de 1,08% dada por la depreciación de estos. Esta cuenta contempla, terrenos, maquinarias,

edificios, vehículos, equipo de cómputo, muebles y obras en curso. Existen activos fijos que respaldan créditos que la entidad mantiene con instituciones bancarias bajo la figura de hipoteca y prenda industrial. Las instalaciones y maquinar que mantiene IPAC se encuentra en buen estado con capacidad de producción al 75%, con un mantenimiento anual. Para el 2019, IPAC mantiene programado las siguientes inversiones:

Inversiones 2019		Inversiones 2020 (en proceso)	
	USD millones		USD millones
Tubera Otto Mills 2k u	1,60	Carro de corte Oto Mills (Tubera Bonak)	0,52
Tubera Bonak 6 5/8 (mejoras)	0,05	Afiladora de sierra HSS/TCT	0,11
Perfiladora	0,09	Caldera 600 BHP (Galvanizado)	0,29
Otros	0,22		

Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** PCR

Las cuentas y documentos por cobrar a abril de 2020 se ubicaron en US$ 34,85 millones, con lo que representaron el 16,15% del total de activos. Debido a que las ventas disminuyeron de manera importante a nivel interanualmente (-32,22%) producto de la pandemia por el COVID-19, las cuentas por cobrar presentaron un incremento de 7,76%, al dificultar el proceso de recuperación de cartera y en general la paralización de actividades económicas de sus clientes. Este comportamiento se encuentra explicado por el incremento en la cartera vencida, la cual suma US$ 25,56 millones. A la fecha de corte, la cartera vencida se concentra principalmente en los plazos de 0 a 30 días (48,26%). Adicionalmente, considerando la cartera más deteriorada, mayor a 121 días, esta se encontró cubierta en 108,12% con las provisiones constituidas (US$ 2,33 millones).

Adicionalmente, IPAC cuenta con una política de Gestión de Crédito y Cobranzas[3]. El plazo de crédito general establecido es de 30 días. Sin embargo, los clientes pueden solicitar un plazo mayor detallado a continuación:

Plazos de crédito establecidos según el mercado al que pertenecen	
Mercado	Plazo Máximo de Crédito
Estructuras	60 días
Distribuidores	45 días
Disensa	45 días
Industriales	60 días
Locales	25 días

Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** PCR

En caso de que la propuesta del cliente exceda el plazo establecido, este deberá ser aprobado por el comité de crédito[4]. Por otra parte, IPAC mantiene un seguro de crédito (COFACE & CONFIANZA) el cual otorga un cupo "asegurado" por el cliente. Es importante considerar que la cartera de clientes de IPAC está compuesta por más de 4.861 clientes, siendo el de mayor participación Agofer (12,94%), seguido de MABE (3,31%) y STEELMARK (3,03%).

Los activos intangibles representan el 6,55% del activo total. Si bien, este rubro corresponde a software, contrato de distribución, dominio de internet, marca, base de proveedores, base de clientes, certificaciones y procesos logísticos.

Pasivos:
Durante los últimos cinco años los pasivos se han concentrado principalmente en el corto plazo y se presenta una tendencia decreciente en los últimos 5 años (-2,68% promedio), a excepción del 2017 que presentó un crecimiento de 59,53%. A la fecha de corte, los pasivos representan un 52,04% del total de activos, totalizando US$ 112,34 millones y se encuentran distribuidos de la siguiente forma: cuentas por pagar a entidades relacionadas (63,34%), obligaciones financieras a corto plazo (26,71%) y obligaciones por beneficios definidos (3,23%), el 4,97% restante se encuentra en cuentas y documentos por pagar comerciales, obligaciones acumuladas, interés, comisiones y pasivos por impuestos diferidos cuya participación individual es inferior al 3%. A nivel interanual, los pasivos se expandieron en 21,55% por motivo principalmente del crecimiento interanual en cuentas por pagar a entidades relacionadas (+17,43%), obligaciones financieras a corto plazo (26,04%) y cuentas y documentos por pagar comerciales (54,91%). Este comportamiento corresponde a la disminución de las ventas y las necesidades de capital de trabajo; no obstante, se observa que la empresa tiene un buen margen de maniobra ante la crisis ya que la estructura salarial de su fuerza laboral es variable en 50% en el área de producción/logística, y en 70% en el área de ventas.

En función a la deuda financiera se refleja una tendencia decreciente durante los últimos 5 años (-7,13%), con excepción de 2017 (50,96%) y con una concentración del 100% en el corto plazo dado por su giro de negocio a partir de 2018. A la fecha de corte IPAC mantienes obligaciones financieras y de mercado de valores que totalizan US 30,00 millones. Las obligaciones financieras mantienen una tasa de interés promedio del 5,60%, donde el mayor

[3] El objetivo de esta política es establecer los pasos a seguir en el otorgamiento del crédito como respaldo de las negociaciones comerciales minimizando el riesgo de incobrabilidad u aún cuando se presenten contar con documentos legales que permitan lograr un dictamen a favor de la empresa.
[4] El comité de crédito esta compuesto principalmente por: Director Financiero de Duferco, Gerente de Crédito de Duferco y el Gerente Financiero de IPAC.

vencimiento es el 28 de marzo de 2021. Por otro lado, el papel comercial mantiene una tasa mayor (5,75%) y su vencimiento es el 02 de febrero 2021. A continuación, se detalla el saldo por amortizar.

Detalle de la Deuda Financiera a abril 2020		
Descripción		Participación
CORPORACION ANDINA DE FOMENTO	3.000.000	10,00%
CITIBANK	7.000.000	23,33%
PAPELES COMERCIALES	20.000.000	66,67%
PRESTAMOS BANCARIOS LARGO PLAZO	**30.000.000**	100,00%

Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** PCR

Las cuentas por pagar a entidades relacionadas a la fecha de corte totalizaron US$ 71,15 millones, con un crecimiento interanual de 17,43%, siendo este el rubro más importante dentro de los pasivos (63,34%) el mismo que presenta una tendencia fluctuante durante el período de análisis. Una de las estrategias de la empresa para hacer frente a las condiciones actuales de liquidez, es la reestructuración de esta deuda con su relacionada para así liberar presión sobre su flujo.

Las cuentas y documentos por pagar a proveedores a la fecha de corte totalizaron US$ 1,09 millones esta cuenta refleja las facturas por compras de productos de acero a proveedores locales y transportistas, las cuales tienen vencimiento promedio de 8 días para transporte y 30 días para proveedores, ninguna de ellas devenga intereses.

IPAC se encuentra al día en el pago de los pasivos financieros, tanto con las instituciones del sistema financiero como la de seguridad social.

Soporte Patrimonial:
El principal accionista de IPAC es Duferco C.E.C S.A. manteniendo el 99,99% de participación, el 0,0002% pertenece al Grupo Duferco, cuya cabeza es Duferco International trading Holding S.A. El mismo que tiene presencia en más de 50 países y es uno de los mayores productores y comercializados de materia prima y productos de acero mundialmente.

En los últimos cinco años, el patrimonio ha mantenido un comportamiento fluctuante, sin embargo, sobresale el hecho que presentó un incremento de capital social en el 2014 en US$ 3,3 millones, rubro que refleja el compromiso de los accionistas. A la fecha de corte, el patrimonio de la empresa presenta un decrecimiento interanual (-5,13%) al pasar de US$ 109,13 millones en abril 2019 a US$ 103,53 millones en abril 2020. De esta forma, se evidencia un buen soporte patrimonial que refleja solvencia ante los escenarios adversos del entorno macroeconómico, pues el patrimonio representa el 47,96% del total de activos. El patrimonio está compuesto principalmente por capital social (44,52%), utilidades retenidas (36,20%), reservas legales (12,42%) y reservas por valuación (6,85%). De igual manera, la disminución interanual del patrimonio se da fundamentalmente por que las utilidades retenidas presentan una contracción interanual de 14,64% ubicándose en US$ 37,48 millones, esto se debe al pago de dividendos (US$ 23,24 millones en 2019).

Entre los años 2014 y 2013, se efectuó el pago a los accionistas por concepto de utilidades de años anteriores, totalizando US$ 6,00 millones y US$ 10,5 millones respectivamente, monto que fueron aprobados previamente por la Junta General de Accionistas[5]. Por otra parte, Mediante Acta de Junta General Extraordinaria de Accionistas de 8 de junio del 2017, se resolvió efectuar el pago de dividendos de utilidades acumuladas a los accionistas correspondientes a los ejercicios económicos de los años del 2010, 2011 y 2012 por US$ 15,0 millones. El 11 de marzo de 2019, la Junta General extraordinaria de accionista resolvió, por unanimidad de votos, el pago de dividendos por un valor de US$ 10,94 millones. El 23 septiembre del 2019 la JGA decidió repartir US$ 2.3 millones de dividendos. En total, durante el 2019 se repartió US$ 23,24 millones.

A la fecha de corte, los resultados acumulados cubren el 33,36% del total de pasivos. Por otro lado, los activos libres de gravamen más las utilidades retenidas, cubren el 170,02% del total de pasivos, indicándonos que ante un caso extraordinario la empresa posee los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones.

Desempeño Operativo:
Los ingresos de IPAC S.A se encuentran distribuidos principalmente en: línea de Distribuidores (25,75%), estructureros[6] (22,34%), exportaciones (17,02%) e industriales (16,45%). El 18,41% restante se distribuye entre ventanilla, Induglob, Disensa, Mabe y Metaltronic. Es importante tomar en cuenta que la empresa mantiene participación en clientes del extranjero lo cual contribuye en la diversificación del riesgo país. A continuación, se presenta el detalle por mercado:

[5] La Junta de Accionistas fue celebrada el 9 de Octubre del 2014 y el 3 de Mayo del 2013.
[6] Son aquellos encargados de la construcción de puentes, hospitales entre otras obras grandes

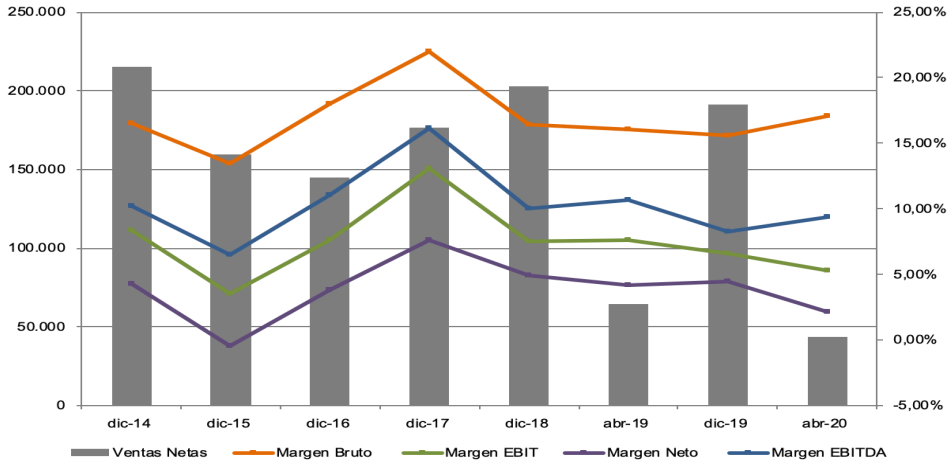
MERCADO	Ventas (US$)	Margen (US$)	Particiapacion (%)	Ventas (US$)	Margen (US$)	Particiapacion (%)	Variacion en Ventas
	2020			2021			
DISTRIBUIDORES	11.196.616	3.197.026	25,75%	17.757.297	4.337.713	27,68%	-36,95%
ESTRUCTUREROS	9.711.728	2.256.855	22,34%	13.067.996	2.940.558	20,37%	-25,68%
EXPORTACIONES	7.399.499	934.348	17,02%	9.580.681	931.107	14,93%	-22,77%
INDUSTRIALES	7.168.661	1.611.477	16,49%	10.451.059	2.125.446	16,29%	-31,41%
VENTANILLA	3.562.168	1.428.355	8,19%	5.872.099	2.108.421	9,15%	-39,34%
DISENSA	1.228.268	362.846	2,82%	2.786.952	615.031	4,34%	-55,93%
INDUGLOB - IND	1.262.934	213.728	2,90%	1.832.132	271.831	2,86%	-31,07%
MABE	1.440.789	209.388	3,31%	1.968.544	193.859	3,07%	-26,81%
METALTRONIC	511.341	139.527	1,18%	833.202	207.797	1,30%	-38,63%
Total general	**43.482.003**	**10.353.550**	**100,00%**	**64.149.962**	**13.731.764**	**100,00%**	**-32,22%**

Fuente: IPAC S.A. / **Elaborado por:** PCR

Las ventas de la empresa presentaron una tendencia decreciente entre el 2014 y 2016. Sin embargo, se puede observar una recuperación desde el 2017 hasta el 2018. Al cierre del 2019 se observa un total de ingresos por US$ 191,51 millones, lo que representó una contracción de 5,72% al compararse con el cierre del 2018 que fue el año de mejor ventas desde 2014. A la fecha de corte los ingresos totalizaron US$ 43,48 millones al experimentar una disminución interanual de 32,23% comportamiento que se deriva de la disminución de las ventas de distribuidores (-36,95%) por un valor nominal de US$ 6,56 millones, estructureros (-25,68%) por un valor nominal de US$ 3,36 millones, industriales (31,42%) por US$ 3,38 millones, ventanillas (-39,34%) por US$ 2,31 millones, y las exportaciones (-22,77%) por US$ 2,18 millones. Las demás líneas también presentan una disminución importante alcanzando incluso el sobre el 50% de ventas. Ante esto, la empresa ha proyectado un decrecimiento de los ingresos durante el 2020 por 29,45% en comparación al nivel de 2019.

Gráfico No. 1

Ingresos y Márgenes



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

Es importante considerar que el precio de la materia prima del emisor (acero), es fijado por el mercado. Al analizar el comportamiento de este commodity, se puede evidenciar un comportamiento fluctuante en el precio durante los últimos cinco años, llegando a su punto más bajo a finales del 2015 y el más alto a mediados del 2018. Para el presente año, se observa que el acero ha presentado un comportamiento principalmente decreciente, pero ha logrado un rebote considerable después del impacto de la crisis sanitaria global, por lo que a la fecha se encuentra estable.

Gráfico 3. Evolución de los Futuros de Bobinas de Acero

Fuente: Investing

En el análisis histórico, las ventas de IPAC presentaron un comportamiento decreciente los primeros tres años dado por la contracción de la demanda, las condiciones del sector y por el impacto que tuvo el precio del acero; provocando en el 2015 (-25,92%) la mayor contracción durante estos últimos 5 años de estudio. En el 2015, IPAC presentó una proyección de ventas con una posición optimista ya que se esperaba que el precio del acero aumentaría después de que este presentara niveles de precios tan bajos, frente a este estudio la empresa optó por adquirir una mayor cantidad de inventario. Sin embargo, los pronósticos realizados no fueron los correctos y en conjunto con el impuesto mínimo a la renta provocó que IPAC presentará pérdidas netas en el 2015.

El principal factor con el que cuenta la empresa es el mix y stock de productos para la disponibilidad de sus clientes. Con el objeto de mitigar los costos de inventarios entrantes (costos que se traslada al precio final), la empresa optó por comprar el stock necesario de productos con el objetivo de no tener en inventario productos con elevados precios, para que luego coticen con precio a la baja.

Por otro lado, los costos de ventas mantienen un comportamiento fluctuante a lo largo de los últimos cinco años, dado por los cambios de precios en el mercado de acero, impactando directamente sobre el margen de costo de ventas para los ingresos. Sin embargo, a abril 2020 se puede evidenciar una contracción interanual del 33,06% dado por una baja del precio del acero y por la estructura de contratación de su fuerza laboral, lo que ha ayudado a mitigar el impacto de la pandemia en los resultados de la empresa.

Los gastos operacionales esta conformados principalmente por fletes, arriendo, sueldos, y depreciación, los mismos que a la fecha de corte decreció en 4,63% respecto al período anterior. La utilidad operacional se contrajo en 53,22% dado por una mayor disminución de las ventas que de los costos y gastos. Este comportamiento se debe principalmente a los efectos de la paralización económica por la pandemia del COVID-19 y los efectos de esta en el mercado nacional y extranjero. Es así como, que el margen del mercado de exportación se ha deteriorado debido a la depreciación de las monedas especialmente en Colombia, por lo que se debería realizar un ajuste de los precios para poder llegar al mercado. Lo ingresos financieros presentaron un crecimiento del 85,42% mientras que los gastos financieros se incrementaron en 24,70%. A la fecha de corte, IPAC S.A. reportó una utilidad neta de US$ 910 mil evidenciando una contracción de 65,79% como consecuencia de la epidemia y su efecto en la economía mundial.

En cuanto a la relación de costos y ventas existe una disminución interanual de 1,04 p.p. para situarse en 82,95%, es decir hay una menor magnitud de costos que de ingresos. Esto provocó que el margen bruto presente una expansión al situarse en 17,05%, a la fecha de corte. Por otro lado, existe un incremento de los gastos financieros frente a los ingresos, con una expansión de 0,65 p.p. al ubicarse en 1,41%, lo que corresponde a las necesidades de financiamiento de corto plazo por la disminución de la ventas.

En cuanto a los índices de rentabilidad, podemos observar que tanto el ROA y ROE presentan un deterioro, dado que su utilidad neta evidenció una fuerte contracción. El ROE cayó a 0,88% en abril de 2020, frente a 2,44% en abril del 2019. En diciembre de 2019 este indicador se ubico en 8,24%, por lo que se espera una mejora para el cierre de 2020 con relación a abril, pero muy por debajo del nivel del año anterior. Por su parte, el ROA se situó en 0,42% a la fecha de corte, lo que representa una contracción interanual de 0,90 p.p., donde se espera una comportamiento similar al del ROE al cierro del año. Estos dos rubros solo en diciembre 2015 presentaron saldos negativos (ROE -0,78%; ROA -0.40%) ya que se presentó utilidad negativa.

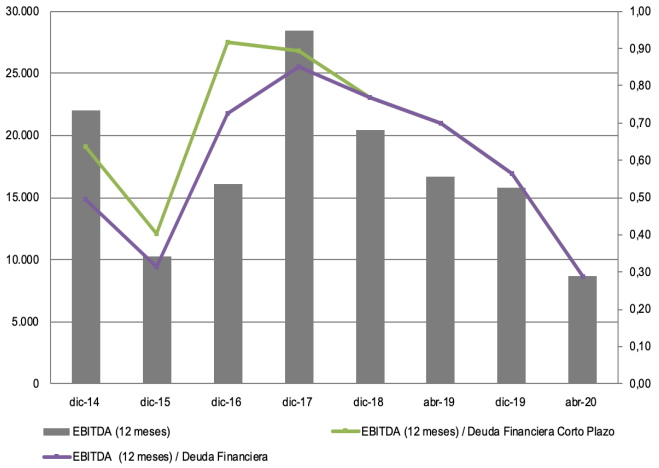
Cobertura con EBITDA:

La generación de EBITDA ha mantenido un comportamiento fluctuante a lo largo de los años dado la correlación de las ventas con el comportamiento de la economía. Se observa un decrecimiento del 2014 al 2015 producto de una desaceleración de la economía al igual que en la industria. Sin embargo, existe un crecimiento para los años 2016 y 2017 productos de la buena gestión del negocio. Desde el 2017 a la fecha de corte, la disminución en el EBITDA se vio influenciado por factores como el incremento en el precio del acero, al igual que factores propios del sector. Con esto, el EBITDA anualizado llega a un total de US$ 8,65 millones, que refleja una disminución de 48,03% frente a abril 2019.

IPAC S.A. históricamente (2014 – 2019) ha mantenido una muy buena cobertura de sus gastos financieros respecto a su generación EBITDA con un promedio de 9,22 veces, esta mejora se deriva de una menor contratación de duda por parte del emisor.

Gráfico No. 2

Cobertura



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, esta relación se ha deteriorado principalmente por la disminución del EBITDA, con lo que aun se ubica en 4,69 veces. De igual manera, la cobertura de la deuda financiera total mantuvo un promedio de 0,62 veces

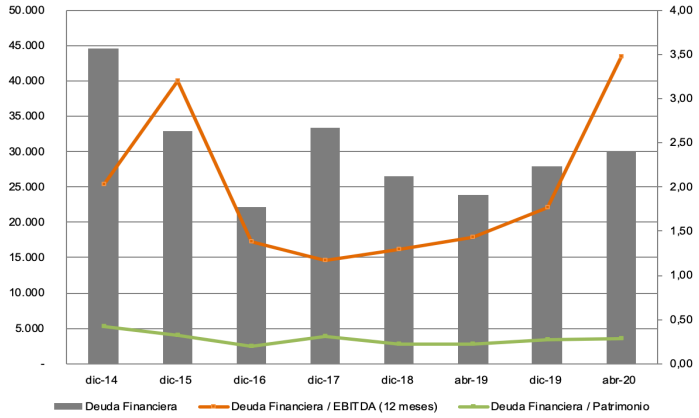
en el periodo analizado, mientras que la cobertura de la deuda de corto plazo fue de 0,70 veces. Sin embargo, al igual de la cobertura de los gastos financieros, se observa un deterioro a la fecha de corte (-0,41 veces) producto de la reducción del EBITDA, con lo que este cubre en 0,29 veces la deuda financiera total (0,70 abril 2019).

Endeudamiento:

Del 2014 al 2019 el emisor presentó un nivel de deuda financiera promedio de US$ 31,23 millones en donde la deuda financiera a corto plazo ha sido la de mayor representatividad (86% en promedio). A la fecha de corte, la deuda financiera presentó una expansión de 26,04% interanualmente, pasando de US$ 23,80 millones en abril 2019 a US$ 30,00 millones en abril 2020. La diferencia responde a la línea de crédito obtenida de CITIBANK por US$ 7,00 millones.

Gráfico No. 3

Endeudamiento



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

La deuda financiera, a la fecha de corte se encuentra concentrada 100% en el corto plazo y está distribuida entre 1 banco (Citibank con el 23,33%), la Corporación Andina de Fomento (con el 10,00%) y el 66,67% restante pertenecer a la presente emisión de papel comercial. Los US$ 30,00 millones, otorgados por las instituciones financieras fueron destinados a capital de trabajo, para pago a proveedores principalmente, con una tasa promedio ponderada de 5,60%, de los cuales la emisión de papel comercial por US$ 20,00 millones mantiene la tasa mas alta con 5,75%.

El nivel de apalancamiento de la empresa (1,09 veces), el mismo que se expandió en 0,24 p.p. en comparación a abril 2019. Es importante recalcar que IPAC mantiene a la fecha de corte un nivel de apalancamientos superior al promedio observado en los últimos cinco años (0,91 veces), pero este indicador ha sido estable y evidencia un soporte patrimonial considerable. PCR considera favorable este rubro frente a un crecimiento de los pasivos totales de la empresa.

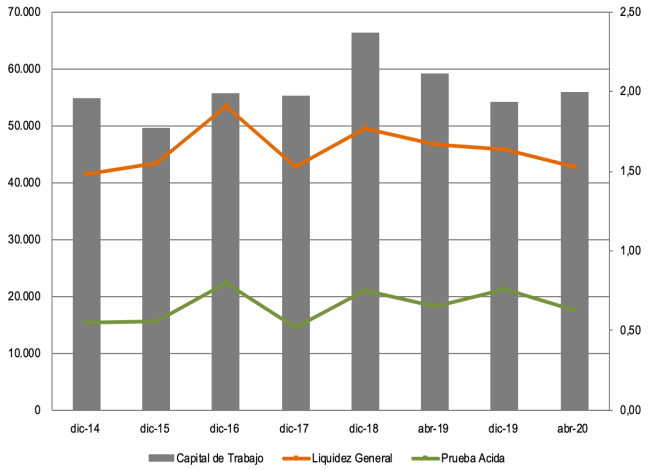
Hay que destacar que la generación de flujos EBITDA al cierre del 2019 permitiría cubrir la deuda financiera en 1,77 años, indicador favorable que se encuentra por debajo del promedio histórico de 1,81 años. Es de esperarse que al cierre del 2020 este indicador sobrepase las 2 veces producto de la contracción del EBITDA sobre el 30%.

Liquidez:

Durante el periodo analizado (2014 – 2019), el emisor ha mantenido adecuados niveles de liquidez con un promedio de 1,65 veces. A la fecha de corte, este indicador se ubicó en 1,53 veces, presentando un decrecimiento interanual (0,14 p.p.). Esta dinámica esta explicada por una expansión interanual de los pasivos corrientes (19,96%) superior al presentado por los activos corrientes (16,24%). Si bien los pasivos corrientes crecieron por la expansión de la deuda financiera y de las cuentas por pagar a relacionadas, los activos corrientes se incrementaron por la acumulación de inventario, por lo que será preciso que en el periodo de recuperación IPAC genere estrategias comerciales para reducir sus niveles de inventario. Es importante destacar que la empresa tiene el respaldo de su relacionada para la adquisición de materia primera acorde a sus requerimientos. Por esto, el indicador de prueba ácida se encuentra 0,63 veces, similar al promedio de los últimos cinco años (0,66 veces) y 0,90 p.p. por debajo del indicador de liquidez general de la empresa.

Gráfico No. 4

Capital de Trabajo y Liquidez



Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

El capital de trabajo se ha mantenido positivo durante los últimos cinco años con una disminución interanual (abril 19 – abril 20) del 5,63%. A la fecha de corte, este indicador totalizó US$ 55,84 millones soportando adecuadamente la operación del negocio.

Con relación al flujo de efectivo, se observa que a la fecha de corte las actividades operativas generaron un saldo positivo de US$ 2,20 millones, que representa una contracción interanual de 64,46 producto de los efectos de la pandemia en la economía y el circulante. Debido a la adquisición de propiedades, planta y equipos, el flujo de inversión

presenta un saldo negativo de US$ 0,82 millones. Ante esto, el flujo de efectivo generado de las actividades de financiamiento es positivo con un valor de US$ 2,13 millones. Con todo, el saldo final del período muestra un valor de US$ 15,99 millones, con un saldo inicial de efectivo de US$ 12,56 millones.

Situación de la Emisión:
El Séptimo Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de IPAC S.A. de hasta US$ 20,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es para la clase J de hasta 359 días, dentro del programa de 720 días, con amortización de capital al vencimiento y cupón cero. Las proyecciones se muestran adecuadas considerando las previsiones macroeconómicas, y los niveles de deuda del emisor.

Instrumento Calificado

Con fecha 10 de octubre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de IPAC S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar el Sexto Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial con garantía general por un monto de hasta USD 20'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores					
Emisor:	IPAC S.A.				
Monto de la Emisión:	Hasta por US$ 20.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Características:	**Clase**	**Monto a Emitir**	**Plazo**	**Pago de Intereses**	**Amortización de capital**
	I	20.000.000,00	359 días	cupón cero	al vencimiento
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de uno mil dólares de los Estados Unidos de América (US$1.000,00), o múltiplos.				
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de Underwriting para su colocación.				
Rescates anticipados:	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.				
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es MASVALORES S.A. Casa de Valores CAVAMASA				
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Estructurador Financiero, Legal y	MASVALORES S.A. Casa de Valores CAVAMASA				
Agente Colocador:					
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados en un ciento por ciento (100%) a Capital de Trabajo (Pago a proveedores).				
Resguardos de ley:	Se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión de obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 11 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.				
Resguardos Adicionales	Mantener durante la vigencia del programa un capital de trabajo siempre positivo El emisor 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 presente emisión, IPAC S.A. limitará su endeudamiento observando la legislación pertinente.				
Garantía:	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Fecha de Autorización	13 de febrero de 2019				
Fecha de vencimiento	27 de marzo de 2020				

Fuente: Circular de Oferta Pública / **Elaboración:** PCR

La colocación de los valores inició el 14 de marzo del 2019, y se terminó de colocar el 100% el 3 de abril de 2019. Posteriormente, se generó la revolvencia de los valores, cumpliendo la colocación del 100% el 27 de marzo de 2020. A continuación, se detalla los saldos por amortizar de la colocación:

Cuadro de Pagos

Valor colocado	Capital Cancelado	Saldo por Vencer	Fecha de emisión	Fecha de Vencimiento
3.000.000,00	-	3.000.000,00	06-mar-20	02-feb-21
2.000.000,00	-	2.000.000,00	06-mar-20	02-feb-21
15.000.000,00	-	15.000.000,00	27-mar-20	02-feb-21
20.000.000,00		**20.000.000,00**		

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

Destino de los Recursos:
El Objeto del papel comercial es 100% a capital de trabajo, específicamente pago a proveedores.

DESTINO	MONTO US$
Pago de Proveedores	20.000.000,00
TOTAL	**20.000.000,00**

Fuente: Circular de Oferta Pública / **Elaboración:** PCR

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

Resguardos de Ley y Cumplimiento:
Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

1. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
   a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;

Resguardo de liquidez								
Descripción	III Semestre							
Indicador de Liquidez	**feb-20**	**mar-20**	**abr-20**	**may-20**	**jun-20**	**jul-10**	**Semestral**	**Límite ≥ 1**
	1,66	1,64	1,73				1,68	Cumple

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

A la fecha de corte el emisor cumple con el indicador de liquidez dado que en los últimos seis meses se ha ubicado superior a la unidad y en abril-20 se ubica en 1,53; presentado un promedio semestral de 1,62

   b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Activos Reales / Pasivos exigibles*								
Descripción	**feb-20**	**mar-20**	**abr-20**	**may-20**	**jun-20**	**jul-10**	**Semestral**	**Límite ≥ 1**
Activos reales/ Pasivos ≥ 1	2,05	1,86	1,82				1,91	Cumple

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

A la fecha de corte, el emisor cumplió en el último semestre con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1. A la fecha de corte esta relación se ubico en 1,82 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones de la presente emisión en mora.

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

3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

El emisor cumple con los resguardos establecidos por Ley.

Resguardos Adicionales
1. Mantener durante la vigencia del programa un capital de trabajo siempre positivo.

Capital de Trabajo (Miles US$)							
Descripción	**nov-19**	**dic-19**	**ene-20**	**feb-20**	**mar-20**	**abr-20**	Cumplimiento
Capital de Trabajo	53.545,91	54.424,69	55.710,94	56.239,59	56.096,94	55.839,38	Si

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

Durante el periodo de análisis el emisor ha mantenido un capital de trabajo positivo.

2. El emisor 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.

A la fecha de corte se cumple con el resguardo mencionado.

Limitaciones de Endeudamiento
Mientras se encuentre en circulación los valores de la presente emisión, IPAC S.A. limitará su endeudamiento observando la legislación pertinente.

Las obligaciones en mercado de valores emitidas del emisor representan el 13,03% de los activos libres de gravamen, dentro del límite permitido.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados
A continuación, se presenta las proyecciones del Emisor para el año 2020, 2021, y 2022, acorde a lo estimado para el séptimo papel programa de papel comercial, el cual aún está pendiente de su aprobación por parte la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Los ingresos de IPAC S.A se encuentran distribuidos principalmente en: línea de Distribuidores (25,75%), estructureros[7] (22,34%), exportaciones (17,02%) e industriales (16,45%). El 18,41% restante se distribuye entre ventanilla, Induglob, Disensa, Mabe y Metaltronic. Es importante tomar en cuenta que la empresa mantiene participación en clientes del extranjero lo cual contribuye en la diversificación del riesgo país.

Las ventas de la empresa presentaron una tendencia decreciente entre el 2014 y 2016. Sin embargo, se puede observar una recuperación desde el 2017 hasta el 2018. Al cierre del 2019 se observa un total de ingresos por US$ 191,51 millones, lo que representó una contracción de 5,72% al compararse con el cierre del 2018 que fue el año de mejor ventas desde 2014. A la fecha de corte los ingresos totalizaron US$ 43,48 millones al experimentar una disminución interanual de 32,23% comportamiento que se deriva de la disminución de las ventas de distribuidores (-36,95%) por un valor nominal de US$ 6,56 millones, estructureros (-25,68%) por un valor nominal de US$ 3,36 millones, industriales (31,42%) por US$ 3,38 millones, ventanillas (-39,34%) por US$ 2,31 millones, y las exportaciones (-22,77%) por US$ 2,18 millones. Las demás líneas también presentan una disminución importante alcanzando incluso el sobre el 50% de ventas. Ante esto, la empresa ha proyectado un decrecimiento de los ingresos durante el 2020 por 34% en comparación al nivel de 2019.

Tomando en cuenta las ultimas proyecciones del Emisor, se observa un cumplimiento adecuado de las estimaciones en lo que va del 2020 si se consideran que la empresa espera una reducción de aproximadamente 78,50% en la utilidad neta. Esto se deriva de la contracción de las ventas, por lo que los ingresos de igual forma han sido proyectados reflejando la realidad económica del país y del mundo, con una disminución interanual de 33,84%. Con todo, el desempeño a abril de 2020 muestra un cumplimiento de 34,32% de lo estimado para el 2020 con relación a ingresos, mientras que el cumplimiento de la utilidad neta es de 51,07% pues la estimación a la baja de esta fue incluso superior. Se observa, además, que el rubro de menor cumplimiento (27,58%) es el de gastos generales, lo que refleja una respuesta adecuada del emisor para precautelar los resultado en las condiciones adversas provocadas por la pandemia.

Por otro lado, los gastos financieros presentaron un avance de 34,33%, mientras que los ingresos no operacionales sobrepasaron el 46,26%. De esta forma, se evidencia que las proyecciones están acorde a los eventos suscitados por la pandemia del COVID-19, por lo que se distingue una buena administración de la empresa tanto en tiempos de crecimiento como en momentos de contracción.

Proyección Estado de Resultado IPAC S.A. (miles US$)								
Descripción	2019 (Proyectado)	2019 REAL	Porcentaje de Cumplimiento	2020	Real 2020 (abril)	Porcentaje de Cumplimiento	2021	2022
Ventas	191.512	191.512	100,00%	126.690	43.482	34,32%	155.394	158.525
Costo de venta	154.416	161.637	104,68%	101.623	36.067	35,49%	125.705	128.277
Utilidad Bruta	**37.096**	29.875	80,53%	**25.067**	7.415	29,58%	**29.689**	**30.248**
Gastos Generales	21.616	17.202	79,58%	18.881	5.125	27,14%	20.421	20.574
Otros Impuestos	839	0	0,00%	674	0	0,00%	674	674
Utilidad Operativa	**14.641**	12.672	86,55%	**5.511**	2.290	41,56%	**8.594**	**9.000**
Gastos Financieros	**-1.552**	-1.552	100,00%	**1.792**	-615	-34,33%	**1.832**	**1.771**
Ingresos no Operacionales	**-35**	-35	100,00%	**571**	264	46,26%	**68**	**80**
Utilidad antes de Impuestos	**13.125**	11.156	85,00%	**3.149**	1.546	49,09%	**6.694**	**7.149**
Participación de trabajadores	1.969	0	0,00%	472	0	0,00%	1.004	1.072
Impuesto a la renta	2.877	-2.877	-100,00%	894	-635	-71,05%	1.647	1.744
UTILIDAD NETA	**8.279**	8.450	102,07%	**1.782**	910	51,07%	**4.042**	**4.332**

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

PCR considera que el emisor tiene la capacidad de generar los flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado actuales. Cabe destacar que las estrategias implementadas por la institución han contribuido a su sólido posicionamiento y su adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido cumplir a tiempo y forma con sus obligaciones, manteniendo la trayectoria y experiencia en el mercado de valores. Se destaca, además, el soporte patrimonial de la empresa y el bajo nivel de apalancamiento, que ayudan a mantener una buena cobertura de la deuda financiera.

[7] Son aquellos encargados de la construcción de puentes, hospitales entre otras obras grandes

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 30 de abril de 2020, es así como el monto máximo a emitir es de US$ 122,82 millones por lo que el Sexto Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de US$ 20,00 millones se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

Certificado de Activos Libres de Gravamen	
Detalle	**Monto (USD)**
Total Activos	**215.863.266**
(-) Activos Diferidos e Intangibles	16.579.550
(-) Impuestos Diferidos	378.024
(-) Activos Gravados	25.385.664
(-) Inventarios en prenda comercial	-
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulacion	20.000.000
(-) Monto no redimido de Titularizacion de Flujos en Circualción	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociacion de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañias nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
Total de Activos libres de gravamen	**153.520.028**
80% Activos libres de gravamen	**122.816.022**
Cobertura	**6,14**

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

Activos en Litigio

A abril de 2020, IPAC S.A. no indicó cuantificación de activos en litigio. En el Consejo de la Judicatura se establecen demandas hacia la empresa. Sin embargo, no se observan cuantificaciones por lo que no representaría un riesgo para la empresa.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de abril de 2020, los valores por emitir que mantiene IPAC S.A. en el mercado de valores y son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (Miles US$) – Al 30 de abril de 2020	
Detalle	**Valor**
Patrimonio	**103.525**
200% Patrimonio	**207.051**
Monto no redimido de obligaciones en circulación	20.000,00
Séptimo Papel Comercial (por emitir)	20.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	**40.000,00**
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	**38,64%**

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

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado ampliamente por la garantía general en 6,98 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a abril 2019				
Orden de Prelación de Pagos	**Primera**	**Segunda**	**Tercera**	**Cuarta**
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	4.865.205,31	20.000.000,00	10.000.000,00	75.258.786,16
Pasivo Acumulado	4.865.205	24.865.205	34.865.205	110.123.991
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	15.992.199			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	173.520.028			
Cobertura Fondos Líquidos	3,29	0,64	0,46	0,15
Cobertura ALG	35,67	6,98	4,98	1,58

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

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

PCR ha tomado en cuenta el saldo de las cuentas por cobrar a abril 2020 por US$ 34,85 millones de los cuales respaldan el total de emisión vigente y cubren completamente la emisión (US$ 20,00 millones). Es importante tomar en cuenta que el emisor se comprometió a mantener y reponer libre de todo gravamen el valor en dólares del total de cuentas por cobrar que equivalgan al saldo en circulación del Sexto Programa.

Las cuentas y documentos por cobrar a abril de 2020 se ubicaron en US$ 33,26[8] millones, con lo que representaron el 16,15% del total de activos. Debido a que las ventas disminuyeron de manera importante a nivel interanualmente (-32,22%) producto de la pandemia por el COVID-19, las cuentas por cobrar presentaron un incremento de 7,76%, al dificultar el proceso de recuperación de cartera y en general la paralización de actividades económicas de sus clientes. Este comportamiento se encuentra explicado por el incremento en la cartera vencida, la cual suma US$ 25,56 millones. A la fecha de corte, la cartera vencida se concentra principalmente en los plazos de 0 a 30 días (48,26%). Adicionalmente, considerando la cartera más deteriorada, mayor a 121 días, esta se encontró cubierta en 108,12% con las provisiones constituidas (US$ 2,33 millones). Adicionalmente, IPAC cuenta con una política de Gestión de Crédito y Cobranzas[9].

En caso de que la propuesta del cliente exceda el plazo establecido, este deberá ser aprobado por el comité de crédito[10]. Por otra parte, IPAC mantiene un seguro de crédito (COFACE & CONFIANZA) el cual otorga un cupo "asegurado" por el cliente. Es importante considerar que la cartera de clientes de IPAC está compuesta por más de 4.861 clientes, siendo el de mayor participación Agofer (12,94%), seguido de MABE (3,31%) y STEELMARK (3,03%).

Activos que respaldan la emisión (US$ Miles)				
Activos	**Valor en libros**	**Valor que respalda la Emisión de Obligaciones**	**VI Papel Comercial**	**Cobertura**
Cuentas por Cobrar	35.261,64	20.000	20.000	**1,76**

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

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados de los años 2014 al 2019, a diciembre 2014, 2018, y 2019 la firma auditora fue PriceWaterHouseCoopers del Ecuador Cia. Ltda., para el 2015 fue Ernst & Young Ecuador E&Y Cia. Ltda., y para los años 2016 y 2017 fue BDO Ecuador S.A., los cuales no presentan salvedades. Estados financieros internos con corte a abril 2019 y 2020.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 10 de octubre de 2018.
- Circular de Oferta Pública.
- Escritura de Contrato de Papel Comercial.
- Declaración Juramentada de Activos que Respaldan la Emisión con corte a octubre 2018.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a abril 2020.
- Otros papeles de trabajo.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

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

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

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

[8] Cuentas y documentos por cobrar y otras cuentas por cobrar.

[9] El objetivo de esta política es establecer los pasos a seguir en el otorgamiento del crédito como respaldo de las negociaciones comerciales minimizando el riesgo de incobrabilidad u aún cuando se presenten contar con documentos legales que permitan lograr un dictamen a favor de la empresa.

[10] El comité de crédito esta compuesto principalmente por: Director Financiero de Duferco, Gerente de Crédito de Duferco y el Gerente Financiero de IPAC.

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

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

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable[11]. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

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

Con respecto al Sexto Programa de Corto Plazo o Papel Comercial de IPAC S.A., la presencia bursátil se ubicó en 0 durante todo el periodo de acuerdo con la Bolsa de Valores de Guayaquil, debido a que durante ese tiempo no se realizaron negociaciones en el mercado secundario, que implicaría que el valor presenta una liquidez nula. Dicha observación, obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Presencia Bursátil											
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US$	Resolución SCVS	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
IPAC S.A.	Sexto Programa de Corto Plazo o Papel Comercial	20,000,000	SCVS INMV DNAR SA 2019 00001302 (13 de febrero de 2019)	Guayaquil	0	-	0	-	0	-	0.00%

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

Adicional, IPAC S.A., registra vigente en el Mercado de Valores el Sexto Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de hasta US$ 20,00 millones y cuyo plazo del programa es de hasta 359 días, como se describe a continuación:

Presencia Bursátil (US$)				
Instrumento	**Resolución Aprobatoria**	**Monto Autorizado**	**Saldo de capital octubre de 2019**	**Calificaciones**
Sexto programa de corto plazo o papel comercial – IPAC S.A.	SCVS INMV DNAR SA 2019 00001302 13 de febrero del 2019	20.000.000	20.000.000	PCR Octubre - 2019 AAA-
Total		**20.000.000**	**20.000.000**	

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

Respecto a la aceptabilidad del valor, los títulos de IPAC empezaron a cotizar en el mercado el 14 de marzo del 2019, y se terminó de colocar el 100% el 3 de abril de 2019. Lo que refleja una buena aceptación de los valores por parte de los inversionistas. Además, se han colocado el 100% de valores en revolvencia con vencimiento en febrero 2021.

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

Hechos de importancia

- Se destaca el decreto de emergencia sanitaria y estado de excepción que ha mantenido al país con una paralización considerable de las actividades económicas a causa de la propagación del COVID-19.

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene cuentas por pagar y por cobrar con empresas relacionadas, cabe destacar que las cuentas con relacionadas son exclusivamente por compra o venta de materia prima (acero) las mismas que tienen plazos definidos y no generan intereses. Por otra parte, el emisor cuenta el respaldo de su principal accionista Duferco S.A. y en casos extraordinarios contarían con el apoyo de la entidad. A continuación, se detalla las cuentas:

Operaciones efectuadas con sus Relacionadas al 30 de abril 2020					
Empresa	País	Venta	Compra	CxC	CxP
Agofer	Colombia	5.626.546	-	1.995.516	-
Galvanizadora Peruana	Perú	-	-	14.187	-
Duferco SA	Suiza	-	51.369.525	-	72.362.664
Tubex	España	3.480	-	3.480	-
Tubos y Perfiles S.A. de CV	Mexico	28.392	-	-	-

Fuente: IPAC S.A. / Elaboración: PCR

Miembros de Comité

Econ. Karla Torres

Econ. Yoel Acosta

Econ. Juan S. Galarraga

Anexos

IPAC S.A.	
Estado de Flujo de Efectivo	
Del 1 de enero 2019 al 30 abril 2020	
en USD	
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	**PARCIAL**
Efectivo recibido de clientes (cobros procedentes de la venta de bienes y prestaciones de servicios)	42.476.502
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios	-37.871.700
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	-4.319.643
EFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	285.159
Gastos financieros (intereses pagados)	-1.016.187
Impuestos y Contribuiones (impuestos a las ganancias pagadas)	-3.390.519
(Otros pagos por actividades de operación)	6.316.637
	1.909.931
EFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	**2.195.090**
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSION	
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	-
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	-890.929
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-
compras de activos intangibles	-
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	-
Compras de otros activos a largo plazo	-
EFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSION	**-890.929**
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	
Otras entradas, salidas de efectivo	2.131.379
Dividendos pagados	-
Pagos de préstamos	-
Financiación por préstamos a largo plazo	-
EFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	**2.131.379**
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	3.435.540
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	12.556.660
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO	**15.992.199**

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

Accionistas	Nacionalidad	Capital (US$)	%
Duferco C.E.C S.A.	Suiza	46.094.604,00	99,99998%
Duferco International Trading Holding S.A.	Luxemburgo	8,00	0,00002%
Total		46.094.612,00	100%

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

Cartera Comercial (US$) miles			
Descripción / Periodo		**abr-19**	**abr-20**
Cartera Por Vencer		**25.900,36**	**11.207,14**
Cartera Vencida	0-30 días	5.170,59	12.334,02
	31-60 días	878,14	8.758,45
	61-90 días	725,08	1.625,82
	91-120 días	107,67	681,98
	121+ días	1.298,41	2.157,15
Total Cartera Vencida		**8.179,88**	**25.557,43**
Morosidad		**24,00%**	**69,52%**
Provisión cuenta incobrable		**-2.119,70**	**-2.332,20**
Total Cartera Comercial		**34.080,25**	**36.764,57**
Cartera Comercial Neta		**32.342,89**	**34.852.970,01**

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

Anexo 1: Resumen (Miles US$)								
IPAC S.A.								
Estados Financieros Individuales								
Balance General	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**dic-18**	**abr-19**	**dic-19**	**abr-20**
Activo Corriente								
Efectivo y Bancos	15.873	6.653	8.186	7.173	10.581	2.088	12.533	15.992
Inversiones temporales	543	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas y Documentos por cobrar	30.369	18.624	25.075	27.548	32.384	32.343	32.989	34.853
Cuentas por Cobrar Relacionadas	4.154	4.646	1.968	2.466	2.573	465	1.052	-
Otras Cuentas por Cobrar	662	523	-	-	1.156	-	1.278	409
Inventario	105.803	89.423	67.906	105.431	87.834	90.237	74.343	95.246
Gastos pagados por anticipo	118	267	594	677	172	1.558	197	803
Activos por Impuestos Corrientes	10.353	19.256	12.999	16.965	17.842	20.958	17.153	13.663
Total Activo Corriente	**167.875**	**139.392**	**116.729**	**160.260**	**152.542**	**147.649**	**139.545**	**161.978**
Activo Corriente prueba ácida	**62.072**	**49.969**	**48.823**	**54.828**	**64.708**	**57.411**	**65.202**	**66.732**
Activo No Corriente								
Propiedad, planta y equipo	37.688	41.405	40.233	38.343	37.705	37.330	37.172	36.927
Activos por Impuestos Diferidos	-	-	-	-	-	276	-	378
Plusvalía Mercantil	6.650	-	-	-	6.650	-	6.650	2.183
Otros Activos	656	371	259	20	-	181	-	258
Activos Intangibles	18.200	22.701	20.725	18.749	10.123	16.114	10.330	14.138
Total Activo no Corriente	**63.194**	**64.477**	**61.216**	**57.111**	**54.478**	**53.901**	**54.152**	**53.885**
Activo Total	**231.069**	**203.869**	**177.946**	**217.371**	**207.021**	**201.550**	**193.697**	**215.863**
Pasivo Corriente								
Obligaciones Financieras a Corto Plazo	34.504	25.527	17.508	31.803	26.502	23.802	27.967	30.000
Cuentas y Documentos por Pagar Comerciales	14.503	6.686	4.546	5.008	3.216	2.284	2.587	3.538,22
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	61.718	56.947	37.452	64.625	53.506	60.593	52.107	71.153
Impuestos a la Renta por pagar	-	-	-	-	54	404	99	-
Otras Cuentas por Pagar	-	-	-	-	-	-	233	236
Obligaciones Acumuladas	2.350	626	1.469	3.507	2.850	1.004	2.455	644
Intereses Comisiones y Otros	-	63	145	129	-	392	-	567
Total Pasivo corriente	**113.075**	**89.850**	**61.120**	**105.073**	**86.129**	**88.480**	**85.447**	**106.139**
Pasivo No Corriente								
Obligaciones Financieras a Largo Plazo	10.000	7.396	4.612	1.589	-	-	-	-
Obligaciones por Beneficios Defenidos	2.102	1.713	2.441	2.772	3.114	3.292	3.440	3.626
Pasivos por Impuestos Diferidos	853	860	782	571	377	652	217	595
Pasviso por Arriendamiento							1.978	1.978
Total Pasivo No Corriente	**12.955**	**9.969**	**7.835**	**4.932**	**3.491**	**3.944**	**5.634**	**6.199**
Pasivo Total	**126.030**	**99.818**	**68.956**	**110.005**	**89.620**	**92.424**	**91.082**	**112.338**
Patrimonio								
Capital	42.795	46.095	46.095	46.095	46.095	46.095	46.095	46.095
Aporte Futura Capitalización	0	0	0	0	-	-	-	-
Reserva Legal	9.152	9.152	9.697	11.043	11.043	12.034	12.862	12.862
Reserva por valuacion	7.088	-	-	-	-	7.088	-	7.088
Superávit Revaluación Inversión Acciones	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidades Retenidas	46.005	48.804	53.198	50.228	60.263	43.909	43.659	37.481
Total Patrimonio	**105.039**	**104.051**	**108.990**	**107.366**	**117.401**	**109.126**	**102.615**	**103.525**
Total Pasivo y Patrimonio	**231.069**	**203.869**	**177.946**	**217.371**	**207.021**	**201.550**	**193.697**	**215.863**
Deuda Financiera	**44.504**	**32.923**	**22.120**	**33.392**	**26.502**	**23.802**	**27.967**	**30.000**
Corto Plazo	34.504	25.527	17.508	31.803	26.502	23.802	27.967	30.000
Largo Plazo	10.000	7.396	4.612	1.589	-	-	-	-
Estado de Resultados								
Ventas Netas	215.096	159.336	144.899	176.327	203.120	64.150	191.512	43.482
Costos de Ventas	179.526	137.936	118.820	137.640	169.746	53.880	161.637	36.067
Utilidad Bruta	**35.570**	**21.400**	**26.079**	**38.688**	**33.375**	**10.270**	**29.875**	**7.415**
Gastos operacionales	17.610	15.828	15.076	15.583	18.171	5.374	17.202	5.125
Resultado de Operación	**17.959**	**5.571**	**11.003**	**23.104**	**15.204**	**4.896**	**12.672**	**2.290**
Otros Ingresos y Egresos	**-3.023**	**-2.961**	**-2.261**	**-1.769**	**-1.482**	**-657**	**-1.516**	**-745**
Ingresos Financieros	54	0	0	0	0	73	0	135
Gastos Financieros	-3.130	-2.961	-2.261	-1.769	-1.784	-493	-1.552	-615
Otros Ingresos y Gastos	53	0	0	0	302	-236	35	-264
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	14.936	2.611	8.742	21.336	13.722	4.239	11.156	1.546
(-) Participación e Impuestos	-5.743	-3.420	-3.287	-7.875	-3.819	-1.578	-2.877	-635
Otro resultado Integral	157	- 6	- 168	- 85	-	-	171	-
Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio	**9.193**	**-809**	**5.454**	**13.375**	**9.904**	**2.661**	**8.450**	**910**

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

Anexo 2: Indicadores Financieros								
IPAC S.A.								
MÁRGENES	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**dic-18**	**abr-19**	**dic-19**	**abr-20**
Costos de Venta / Ingresos	83,46%	86,57%	82,00%	78,06%	83,57%	83,99%	84,40%	82,95%
Margen Bruto	16,54%	13,43%	18,00%	21,94%	16,43%	16,01%	15,60%	17,05%
Gastos Operacionales / Ingresos	8,19%	9,93%	10,40%	8,84%	8,95%	8,38%	8,98%	11,79%
Margen EBIT	8,35%	3,50%	7,59%	13,10%	7,49%	7,63%	6,62%	5,27%
Gastos Financieros / Ingresos	1,46%	1,86%	1,56%	1,00%	0,88%	0,77%	0,81%	1,41%
Margen Neto	4,27%	-0,51%	3,76%	7,59%	4,88%	4,15%	4,41%	2,09%
Margen EBITDA	10,23%	6,46%	11,08%	16,13%	10,05%	10,68%	8,25%	9,36%
EBITDA y Cobertura								
Depreciación y amortización (12 meses)	4.049	4.715	5.052	5.339	5.202	1.956	3.134	1.779
EBIT (12 meses)	17.959	5.571	11.003	23.104	15.204	14.689	12.672	6.871
EBITDA (12 meses)	22.008	10.287	16.055	28.444	20.406	16.644	15.806	8.650
EBITDA (acumulado)	22.008	10.287	16.055	28.444	20.406	6.852	15.806	4.069
Gastos Financieros (12 meses)	3.130	2.961	2.261	1.769	1.784	1.480	1.552	1.845
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	5,74	1,88	4,87	13,06	8,52	9,93	8,17	3,72
EBITDA /Deuda de corto plazo (12 meses)	0,64	0,40	0,92	0,89	0,77	0,70	0,57	0,29
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	7,03	3,47	7,10	16,08	11,44	11,25	10,19	4,69
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,64	0,40	0,92	0,89	0,77	0,70	0,57	0,29
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,49	0,31	0,73	0,85	0,77	0,70	0,57	0,29
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,17	0,10	0,23	0,26	0,23	0,18	0,17	0,08
Solvencia								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,90	0,90	0,89	0,96	0,96	0,96	0,94	0,94
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,10	0,10	0,11	0,04	0,04	0,04	0,06	0,06
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,35	0,33	0,32	0,30	0,30	0,26	0,31	0,27
Deuda de Corto Plazo / Deuda Total	0,78	0,78	0,79	0,95	1,00	1,00	1,00	1,00
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,12	0,10	0,07	0,05	0,03	0,04	0,05	0,06
Deuda Financiera / Patrimonio	0,42	0,32	0,20	0,31	0,23	0,22	0,27	0,29
Pasivo Total / Capital Social	2,94	2,17	1,50	2,39	1,94	2,01	1,98	2,44
Pasivo Total / Patrimonio	1,20	0,96	0,63	1,02	0,76	0,85	0,89	1,09
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	0,59	0,97	0,49	0,17	0,17	0,24	0,36	0,72
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,02	3,20	1,38	1,17	1,30	1,43	1,77	3,47
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,73	9,70	4,29	3,87	4,39	5,55	5,76	12,99
Rentabilidad								
ROA (12 meses)	3,98%	-0,40%	3,07%	6,15%	4,78%	1,32%	4,36%	0,42%
ROE (12 meses)	8,75%	-0,78%	5,00%	12,46%	8,44%	2,44%	8,24%	0,88%
Liquidez								
Liquidez General	1,48	1,55	1,91	1,53	1,77	1,67	1,63	1,53
Prueba Acida	0,55	0,56	0,80	0,52	0,75	0,65	0,76	0,63
Flujo de Efectivo / Deuda de Corto Plazo	0,48	0,26	0,47	0,23	0,40	0,09	0,45	0,53
Capital de Trabajo	54.801	49.543	55.609	55.187	66.414	59.168	54.097	55.839
Rotación								
Días de Cuentas por cobrar	50,83	42,08	62,48	56,15	57,40	60,50	62,01	96,19
Días de Cuentas por pagar	29,08	17,45	13,77	13,10	6,82	5,09	5,76	11,77
Días de Cuentas por pagar relacionados	123,76	148,63	113,47	169,03	113,48	134,95	116,05	236,74
Días de Inventarios	212	233	206	276	186	201	166	317
Ciclo de conversión de efectivo	9,04	15,79	19,47	25,34	35,73	51,40	39,50	35,09
Flujo de Efectivo								
Flujo Operativo	40.003	8.075	13.736	3.921	12.486	6.176	26.824	2.195
Flujo de Inversión	-10.986	-6.256	-1.400	-1.206	-2.189	-1.126	-2.620	-891
Flujo de Financiamiento	-18.409	-11.581	-10.803	-3.728	-6.889	-13.559	-22.252	2.131
Saldo al inicio del período	5.808	16.415	6.653	8.186	7.173	10.597	10.581	12.557
Saldo al final del período	16.415	6.653	8.186	7.173	10.581	2.088	12.533	15.992

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

Atentamente,

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

Econ. Jose Matias Velastegui
Analista