CALIFICACIÓN SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

PF GROUP S.A.

Corporativos
31 de agosto de 2023

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de Calificación	Valores de Deuda
Fecha última calificación	febrero 2023

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA	feb-2019	Class
AA	ago-2019	Class
AA	feb-2020	Class
AA	ago-2020	Class
AA (+)	feb-2021	Class
AA (+)	ago-2021	Class
AA (+)	feb-2022	GlobalRatings
AA	ago-2022	GlobalRatings
AA	feb-2023	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA para la Segunda Emisión de Obligaciones de PF GROUP S.A. en comité No.217-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de agosto de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio de 2022 y junio 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00002418, con fecha 22 de marzo de 2019, por un monto de hasta USD 5.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de manufactura ha mostrado una recuperación lenta y progresiva luego de la pandemia. Este comportamiento en gran medida se explica por el tiempo que implica recuperar la capacidad productiva perdida por la caída en el consumo de los hogares tras la afectación por la pandemia. Durante el primer trimestre de 2023 el sector presentó una desaceleración, hecho que replica el enfriamiento de la economía en general.
- PF GROUP S.A. cuenta con una larga trayectoria del sector de manufactura y comercialización de productos químicos, plásticos, textiles, entre otros, tanto para la industria general como para el consumo directo. Actualmente la empresa no cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo definidas en sus estatutos, sin embargo, las directrices de su operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración.
- La liquidez corriente de PF GROUP S.A. conservó una tendencia positiva durante 2020 y 2021, situación que se revirtió en 2022 producto de disminuciones en inventarios y cuentas por cobrar. Una adecuada reprogramación de pasivos generó un índice de liquidez superior a la unidad a junio de 2023, situación que se proyecta mantener en los años siguientes.
- La compañía tiene una alta dependencia de las variaciones en los costos de las materias primas utilizadas, las cuales se adquieren principalmente en el exterior. En este sentido, el Costo de Ventas ha tenido incrementos en su participación desde 2020 lo que generó disminuciones en la utilidad operativa en 2021 y una pérdida operativa en 2022. No obstante, un descenso en estos costos, se proyectan pérdidas en montos menores a las actuales para los próximos dos años.
- La empresa llevó a cabo un férreo control de inventarios y de cuentas por cobrar, cuentas que tuvieron una importante disminución en 2022 con lo que el volumen de activos corrientes decreció lo que junto a aumentos en la deuda de corto plazo tuvo como consecuencia un índice de liquidez menor a la unidad. Una adecuada reprogramación de pasivos permite proyectar un capital de trabajo positivo para los próximos ejercicios. Otra efecto de estas reducciones fue una generación de flujos operativos positiva en 2022 lo que permitió financiar las inversiones realizadas en el activo fijo y la cancelación de un monto importante de la deuda con costo. Aunque en menor proporción, esta situación se proyecta dentro de los mismos parámetros en 2023.
- Los resguardos de Ley que respaldan la Emisión se han cumplido cabalmente, incluido el límite de endeudamiento, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con los compromisos financieros puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas. A la fecha de este informe, el saldo por cancelar de la emisión calificada ha disminuido de manera importante y la cancelación total se producirá en 2024. La proyección realizada permite suponer que PF GROUP S.A. producirá los flujos suficientes para cumplir con los pagos derivados de esta obligación.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de PF GROUP S.A. provienen de la venta de productos de sus 5 divisiones y catálogo de más de 1.400 ítems dentro de diversos sectores como el textil, comercial, químico, entre otros. La compañía presentó ventas crecientes para el año 2021 y decrecientes para el año 2022. Para 2021, aun cuando las actividades económicas a nivel nacional continuaron en recuperación por la emergencia sanitaria, la empresa mantuvo niveles de ingresos superiores inclusive a los de 2020, año con el mayor crecimiento de ventas histórico. La variación de precios de las materias primas y la situación particular de competidores en países con alta devaluación generó una ralentización durante la segunda mitad del año 2021 y durante el año 2022. Es así como para diciembre de 2022 los ingresos alcanzaron USD 16,57 millones, denotando una baja de USD 4,64 millones con respecto a diciembre 2021.

El costo de ventas aumentó su participación sobre las ventas a partir de 2020, representó el 84% al cierre de 2021 y 90,23% para 2022. Las variaciones corresponden a la dinámica de precios de las principales materias primas utilizadas. Las variaciones de la participación del costo de ventas tuvieron un impacto directo en el margen bruto, que disminuyó para 2021 y 2022 en términos relativos y monetarios.

Los gastos operativos mantuvieron una cierta estabilidad en términos monetarios durante el periodo analizado, sin embargo, en términos relativos cada año paso a tener una mayor representación en las ventas, desde 11,51% en 2020 a 12,60% en 2022.

El EBITDA de la compañía, siguiendo la tendencia de la utilidad operativa, presentó fluctuaciones. Para los años 2020 y 2021 mantuvo valores favorables que le permitió generar una cobertura promedio superior a las dos unidades sobre gastos financieros. Sin embargo, ante la coyuntura presentada durante 2022, la generación de EBITDA se vio afectada y no existió cobertura sobre los gastos financieros.

Durante los años 2020 y 2022, el activo exhibió un comportamiento decreciente, con excepción de 2021, cuando el activo total incrementó. En el periodo analizado, los activos se concentraron mayoritariamente en el largo plazo, coherente con el giro de negocio de la compañía que concentra un mayor rubro en la propiedad, planta y equipos neto e inversiones en subsidiarias. Los niveles de eficiencia del activo fueron decrecientes a partir del año 2020 como consecuencia de obtener perdida, lo que indica que FP GROUP está generando pérdidas en relación con sus activos totales.

Adicionalmente, en los años 2020 y 2021 el capital de trabajo fue positivo y el índice de liquidez superior a la unidad, promediando 1,46. Sin embargo, esta situación se revirtió en el año 2022 ante el decreciente de los activos corrientes y la estructura del pasivo de la compañía, lo que provocó un capital de trabajo negativo, y por ende un índice de liquidez inferior a la unidad, 0,74.

El periodo promedio de recuperación de cartera se presentó estable en 68 días entre 2020 y 2021. Para diciembre 2022 y fruto de la disminución en ventas, las cuentas por cobrar disminuyeron USD 148 millones, por lo que la rotación de la cartera se ubicó en 56 días, situación que generó liquidez ante el menor crédito otorgado a clientes.

Los inventarios constituyen un rubro importante del activo de la compañía y representaron en promedio durante el periodo de estudio, el 21% de los activos totales. Durante 2022 el monto de inventarios disminuyó en alrededor de USD 2 millones, lo que favoreció la posición de liquidez y la generación operativa. En consecuencia, los días de inventario tuvieron un comportamiento decreciente entre 2020 y 2022, al pasar de 148 días a 113 días. Para junio de 2023 el nivel de existencias alcanzó los 99 días, lo que representa poco más de 3 meses de ventas.

En cuanto a la propiedad, planta y equipo, mantuvo un comportamiento creciente entre 2020 y 2022 producto del crecimiento de las operaciones de la compañía y el aumento en edificios e instalaciones. Durante 2022 la compañía culminó la construcción y adecuación de propiedad, planta y equipos que servirán para el desarrollo y comercialización de una nueva línea de negocio de la compañía durante 2023.

PF GROUP S.A. apalanca sus operaciones a través del crédito de proveedores en la compra de inventarios, las emisiones de obligaciones en el Mercado de Valores y la adquisición de obligaciones financieras. Al 31 de diciembre de 2021 y 2022, las obligaciones con costo fueron las principales fuentes de financiamiento, representando el 73% y 76% del pasivo total, respectivamente.

El indicador de deuda neta, consecuente con el incremento de la deuda financiera total en el año 2021 pasó de los USD 12,97 millones en 2020 a USD 14,81 millones al cierre de 2021. Para este último año, el incremento de la deuda neta fue del alrededor de 14,13%, fundamentando en créditos obtenidos principalmente de corto plazo para el financiamiento del capital de trabajo, referente a la compra de inventarios y un mayor crédito a clientes. Durante 2022 la compañía reestructuró la deuda bancaria y disminuyó la deuda neta en 8,74%, de acuerdo con el flujo generado a nivel operativo.

Finalmente, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 32% de los activos en 2020 a financiar el 27% al cierre de 2022. La cuenta más representativa fue el capital social, que representó el 65% al cierre del 2022 y totalizó USD 4,34 millones y se ha mantenido sin presentar variaciones durante el periodo analizado.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	JUNIO 2022	JUNIO 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	17.609	21.209	16.568	8.529	6.400
Utilidad operativa (miles USD)	1.913	1.056	(473)	(142)	(413)
Utilidad neta (miles USD)	692	(252)	(1.532)	(722)	(753)
EBITDA (miles USD)	2.777,35	1.920,17	297,77	245,11	-54,77
Deuda neta (miles USD)	12.977	14.810	13.515	15.326	12.525
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.377	177	2.671	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	6.988	7.395	4.114	5.768	2.356
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	6.691	4.350	6.746	4.495	6.888
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,42	0,44	0,00	0,00	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	4.538	2.400	(3.109)	3.709	44
ROE	8,35%	-3,13%	-23,09%	-19,73%	-25,58%
Apalancamiento	2,12	2,57	2,76	2,83	2,96

Fuente: Estado Financieros Auditados 2020,2021 y 2022 y Estados Financieros internos junio 2023

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La proyección financiera contempla de forma primordial premisas dentro de un escenario moderadamente estresado durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico. En el caso de PF GROUP S.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por el encarecimiento de las principales materias primas utilizadas por la compañía, que contrajo las ventas durante el año 2022. Si bien se evidenció crecimiento en el 2021 en función de la reactivación de ciertos sectores, existe incertidumbre por un ambiente inflacionario mundial, posibles rebrotes de COVID 19, interrupciones al comercio internacional, y el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia.

Con respecto a las ventas, se espera para 2023 un decrecimiento de 15% frente a las ventas de 2022, situación previsible teniendo como base las ventas del primer semestre de 2023. En cambio, para el año 2024 se proyecta una leve mejora del 5% frente al año anterior en función de mejores condiciones del entorno, aunque sin alcanzar los niveles de 2022.

Para los años 2023 y 2024, se proyecta una participación del costo de ventas del 87,5% sobre ventas, considerando la disminución de las ventas y la posible baja en los precios de las materias primas de los siguientes años. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y del Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

Se proyecta un EBITDA creciente para periodo futuros a partir de 2023, por contar con mejores resultados operativos e incrementos en depreciaciones como consecuencia de un mayor valor en propiedades, planta y equipo por la culminación de construcciones en curso en el primer semestre del 2023. Por otro lado, se proyecta que la cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantenga inferior a la unidad (reflejándose una mejora año tras año) Así también los años de pago con EBITDA son decrecientes por el periodo de vigencia de la emisión, representando alrededor de 20,5 años para los años proyectados, 2023 y 2024.

Por otra parte, se proyectan 50 días de cartera y 65 días de pago, lo que permitirá que haya una mayor liquidez a nivel operativo y una menor necesidad de financiación. Con esta proyección se estima un índice

de liquidez superior a la unidad. Sin embargo, se espera que para 2024 este índice decrezca, dado que las obligaciones con entidades financieras aumentarían respecto de 2023.

Se proyecta que los inventarios disminuyan (coherente con la caída de las ventas) y se estiman 100 días de inventario en 2023 y 2023. De esta manera, mejorará el flujo de efectivo que podrá ser utilizado para necesidades operativas.

Durante 2023 y 2024, la deuda neta se mantendrá estable, producto de aumentos en el financiamiento a través de entidades financieras y a la cancelación en su totalidad de las obligaciones emitidas. Finalmente, el servicio de la deuda se proyecta en alrededor de USD 9 millones para el año 2023 y USD 4 millones para 2024.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía. El incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La inestabilidad política afecta la inversión extranjera directa y el establecimiento de nuevas empresas. Además, ante mayor incertidumbre política, las arcas fiscales también resultan afectadas puesto que se incrementan los costos de financiamiento en el exterior.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mitiga este riesgo mediante la diversificación de la cartera de productos en cada línea de negocio.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de PF GROUP S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas en el exterior, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar *back up* por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- Los avances tecnológicos afectan a la industria manufacturera del Ecuador al exigir una actualización constante de maquinaria y procesos para mantenerse competitiva. Las empresas que no adopten tecnologías modernas pueden limitar su crecimiento y participación en el mercado. La compañía invierte constantemente en maquinaria y equipos con el fin de mejorar los procesos productivos
- Los costos de producción representan un factor de riesgo para la industria, ya que aumentos en los costos de materias primas, energía y mano de obra pueden afectar la rentabilidad y competitividad de las empresas. Para mitigar este riesgo, la compañía mantiene convenios de compra de materia

prima con diversos proveedores, tanto locales como del exterior, que le permiten contar con disponibilidad de materia prima permanente.

- Presión en márgenes de rentabilidad derivada de precios atractivos de competidores internacionales por factores exógenos. La compañía esta incursionando en nuevos nichos de mercado para diversificar su operación y portafolio de productos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es recuperable dentro de los plazos pactados y para mitigar el riesgo le da un seguimiento continuo y cercano.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que mantiene sobre los activos contratada con Seguros Equinoccial S.A., que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones y adecuaciones.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PF GROUP S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 61 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,26% del total de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos no se tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	1.000.000	1.800	8,00%	Trimestral con periodo de gracia de 540 días	Trimestral
	B	2.000.000	1.800	8,00%	Trimestral	Trimestral
	C	2.000.000	1.800	8,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación (junio 2023)	Clase A: USD 357.143 Clase B: USD 400.000 Clase C: USD 500.000					
Garantía general	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	El 60% para financiar nuevas inversiones y hasta un 40% para reestructurar pasivos financieros.					
Estructurador financiero	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Representante de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.
Resguardos	▪ 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. ▪ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	▪ Adicionalmente, la emisora se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión una relación de pasivos financieros sobre patrimonio menor o igual a 3,65 veces.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública.

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones PF GROUP S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.

Presidente Ejecutivo