

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago de 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 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.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
maquila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Papel Comercial de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA en comité No.188-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de junio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha abril de 2020. (Aprobada por la Junta General de Accionistas el 13 de mayo de 2020 por un monto de hasta USD 25.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región, y la industria de acero se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la paralización económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se posiciona como líder en la producción y comercialización de productos largos, y como un importante actor en el desarrollo de la industria siderúrgica a nivel nacional, con participaciones de mercado que oscilan entre 28% y 50% para los diversos productos que comercializa.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA es pionera en el reciclaje y fabricación de acero y cuenta con casi 60 años de experiencia y trayectoria. Sus operaciones se realizan bajo estrictas normas técnicas y de seguridad, acompañadas de un eficiente programa integral en protección ambiental.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, y que está conformado por el Presidente del Directorio, seis Directores Principales, un Director Alterno y un Secretario Corporativo. El Directorio se reúne cada dos meses para establecer políticas y procesos que permitan ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la compañía, así como otras disposiciones que garanticen la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA cuenta con más de 280 proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración y garantiza el aprovisionamiento oportuno de materia prima. La compañía creó la iniciativa "Club de Recicladores", con el objetivo de formalizar y fidelizar a los proveedores de chatarra y generar una red de recolección a nivel nacional.
- Entre 2017 y 2018 la compañía culminó el montaje y activación de la segunda planta de producción con tecnología de vanguardia, ubicada en el cantón Milagro, provincia del Guayas, que le permitió incrementar su capacidad productiva, diversificar su producción y reducir el volumen de importaciones. El proyecto constituyó la inversión privada más grande en el país, financiada mediante recursos del Banco Interamericano de Desarrollo.
- ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA se encuentra inmersa en un programa de optimización integral, para incrementar la eficiencia en todos los niveles de la organización, tanto operativos como administrativos.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece adicionalmente un límite de endeudamiento que restringe la relación entre el pasivo financiero y el patrimonio a un máximo de 3 veces.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA provienen de la venta de productos metálicos, laminados y trefilados de elaboración propia, así como de la comercialización de cemento de la marca Selvalegre, lo que le permite tener un portafolio de ventas diversificado y que atiende a diversas necesidades y sectores de la economía. Entre 2017 y 2019, los ingresos mantuvieron una tendencia creciente en función del incremento en la capacidad productiva de la compañía. El montaje de la segunda planta de producción en Milagro en 2017 permitió consolidar los procesos de fundición y laminación, lo que dio paso a la producción de una mayor variedad de productos destinados a diversos

grupos de clientes en varias industrias. Tras la declaratoria del estado de emergencia a nivel nacional y la consecuente paralización económica, las ventas de la compañía se detuvieron, evidenciando una caída de 44% entre abril de 2019 y abril de 2020. El costo de ventas presentó un comportamiento coherente con la evolución de las ventas, y corresponde en su mayoría a la materia prima adquirida localmente mediante la red de recicladores, así como a una porción importada de Centro América y Estados Unidos. El incremento en los precios de la materia prima durante el periodo analizado impulsó al alza la participación del costo de ventas sobre los ingresos, pero para abril de 2020 la participación del costo de ventas fue similar a la de abril de 2019, lo que le permitió mantener el margen bruto en niveles estables a pesar de la caída en la actividad. A partir de 2018, la compañía ha trabajado junto a una empresa alemana para la asesoría en procesos productivos y la mejora en los niveles de eficiencia, lo que le ha permitido disminuir los gastos operativos durante el periodo analizado. La compañía maneja un esquema de remuneración variable en todos sus niveles operativos, lo cual le permitió reducir los gastos durante el periodo de inactividad en los meses de marzo y abril. La evolución del EBITDA resalta la capacidad de la compañía de generar recursos a partir de las operaciones ordinarias. La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa.

La evolución del Estado de Situación Financiera responde fundamentalmente a la inversión en la nueva planta de producción, que empezó a operar a partir de mediados de 2017, y que fue financiada mediante un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo a un plazo de 10 años, impulsando al alza el pasivo bancario de largo plazo. La segunda etapa de la planta de producción inició sus actividades con un retraso frente al periodo estimado, lo que ocasionó un exceso de inventarios al cierre de 2018. Consecuentemente, la compañía trabaja en disminuir los niveles de inventario, evidenciando una caída para 2019 y para abril de 2020, con el objetivo de incrementar los niveles de eficiencia en los procesos de almacenamiento. ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA ha financiado sus operaciones mediante recursos propios y recursos de terceros de manera equitativa, con una participación promedio de 55% del pasivo sobre el activo total. El pasivo financiero se concentró fundamentalmente en operaciones bancarias de largo plazo, mientras que el capital social y los resultados acumulados de ejercicios anteriores financiaron más del 40% del activo total.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ABRIL 2019	ABRIL 2020
		Actual			Proyectado			Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	247.923	285.145	315.669	284.367	191.180	229.416	238.593	97.339	54.805
Utilidad operativa	33.419	21.501	16.903	20.597	12.376	21.278	22.129	5.522	1.724
Utilidad neta	16.496	9.780	3.597	5.791	785	8.672	9.489	725	(2.268)
EBITDA	47.409	36.326	35.274	40.873	27.847	39.742	40.788	12.462	5.713
Deuda Neta	120.907	152.105	187.931	162.384	124.221	97.136	87.193	188.527	157.762
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	46.304	7.370	(16.768)	34.252	40.641	34.096	24.579	1.941	4.184
Necesidad Operativa de Fondos	75.060	95.606	138.060	127.874	109.196	108.991	115.422	147.035	123.219
Servicio de Deuda (SD)	9.982	19.663	83.730	59.428	53.008	48.557	41.671	77.894	56.221
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,75	1,85	0,42	0,69	0,53	0,82	0,98	0,16	0,10
Capital de Trabajo	81.513	92.744	71.479	80.322	66.986	65.574	77.169	88.984	86.930
ROE	9,47%	5,27%	1,90%	2,97%	0,40%	4,24%	4,54%	1,15%	-3,53%
Apalancamiento	1,28	1,32	1,38	1,17	0,94	0,74	0,68	1,50	1,16

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Los ingresos de la compañía se detuvieron durante los meses de marzo y abril, con una reactivación a partir del mes de mayo, que se mantiene por debajo de los niveles presupuestados. La compañía estima que los niveles de ventas se recuperarán gradualmente durante el segundo semestre del año, alcanzando entre los meses de octubre y diciembre un 85% del monto presupuestado inicialmente. Consecuentemente, se estima una disminución en las ventas de 2020, con una recuperación significativa a partir de 2021 en función del incremento en la capacidad productiva y en los niveles de eficiencia en los procesos de producción, así como de la recuperación en la economía y en el sector de la construcción. El avance en la curva de aprendizaje de la tecnología implementada en la planta de Milagro, la implementación del programa de optimización de procesos y la estrategia de desapalancamiento del balance permitirán reducir los costos, gastos operativos y gastos financieros, generando perspectivas de resultados crecientes durante el periodo de vigencia de la Emisión.

La evolución del activo durante el periodo de vigencia de la Emisión estará determinada por la gestión de los niveles de inventario, que se proyectan a la baja al cierre de 2020, en función de la estrategia implementada por la compañía. Los niveles de deuda neta presentarán un comportamiento decreciente, en función de la amortización de las obligaciones bancarias de largo plazo y de una menor necesidad operativa de fondos. Si se considera la colocación total de la Primera Emisión de Papel Comercial, esta podría reemplazar a las obligaciones bancarias de corto plazo, diversificando la estructura de financiamiento. No obstante, las proyecciones evidencian que la compañía cuenta con una óptima capacidad de generación de flujo mediante recursos operativos y de financiamiento externo, aún sin considerar la colocación completa del Papel Comercial. En cuanto al patrimonio, se estima que este se verá fortalecido por las utilidades generadas entre 2020 y 2022, disminuyendo los niveles de apalancamiento e incrementando su participación dentro de la estructura de financiamiento de la compañía.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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, 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 afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado estrategias operativas y de financiamiento para cuidar los niveles de liquidez.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados y los gastos de operación. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo.
- Elevada correlación de la actividad con el sector de la construcción, que afronta periodos de recuperación y recesión en función del ciclo económico. Para mitigar este riesgo, la compañía ha desarrollado productos más innovadores, con mayor valor agregado, que le permiten llegar a un segmento de mercado más amplio.
- Fluctuaciones en el precio de la materia prima en el mercado internacional, que puede elevar los costos de producción y reducir el margen bruto. Las condiciones actuales del mercado suponen shocks tanto de oferta como de demanda, lo que ha permitido mantener la estabilidad en el precio.

- 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 la compañía 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, 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; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. establece que los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Se identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- 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 a través de pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos, con la compañía aseguradora ZURICH DEL ECUADOR S.A., que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.
- El aprovisionamiento inoportuno de chatarra puede generar problemas en la continuidad de la operación de la compañía, considerando que es la materia prima base de todos sus procesos. Para mitigar este riesgo, la compañía ha consolidado y formalizado una red de distribuidores a nivel nacional, y cuenta con proveedores en el exterior, que le permiten disponer de materia prima en menor o mayor cantidad, dependiendo del momento y las condiciones de demanda.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar 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.
- Los inventarios pueden sufrir pérdidas durante el periodo de transporte, lo cual podría generar pérdidas para la compañía considerando que representan el 25,26% de los activos totales. La empresa mitiga este riesgo mediante la optimización en la gestión de inventarios. Asimismo, la compañía mantiene pólizas de seguro de transporte con la compañía aseguradora ZURICH DEL ECUADOR S.A., lo cual disminuye el riesgo de pérdidas.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

- Se debe indicar que las cuentas por cobrar relacionadas que mantiene ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA representan aproximadamente el 0,5% del activo total y el 1,8% de los activos que respaldan la Emisión, por lo cual no representan un riesgo significativo para los flujos de la compañía.

INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL				
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL
	USD 25.000.000,00	720 días	Cero cupón	Al vencimiento
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.			
Destino de los recursos	Los recursos de la presente emisión se destinarán en 100% para capital de trabajo (pago a proveedores de bienes y servicios para la producción, la distribución y la comercialización de productos terminados).			
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV			
Representantes de obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.			
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 			
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial se compromete a mantener adicionalmente un límite de endeudamiento de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil. 			
Limitaciones de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel comercial limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento financiero de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil. 			

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos Inicial de la Primera Emisión de Papel Comercial ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA, realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General