

Ecuador
Papel Comercial
Primer seguimiento

Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Calificación

Tipo Instrumento	Calificación Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AAA	AAA	NR

Perspectiva: Estable

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación.

Definición de Calificación:

La 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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-2020 ADELCA	dic-2021 ADELCA	Dic-2022 ADELCA
Activos	453.7	435.4	458.5
Ventas	218.2	369.6	359.5
Margen EBITDA (%)	15.62%	18.82%	18.64%
ROE (%) *	3.46%	12.87%	13.67%
Deuda / capitalización (%)	49.41%	36.35%	37.52%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.76	4.49	0.29
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	2.28	1.96	-0.15
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	5.80	1.78	2.16
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	10.29	2.55	3.12

Fuente: ADELCA

Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Esteban Lopez
(593) 982243341
elopez@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener** la calificación de “AAA” al Segundo Programa de Papel Comercial de Acería del Ecuador C.A. ADELCA analizado en este informe. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago de los valores en los términos y condiciones del programa calificado y demás compromisos financieros de la empresa, adicionalmente se considera el corto plazo de los títulos que se emitirán a través del programa.

Industria estratégica para el desarrollo del país, bajo un entorno económico en recuperación. ADELCA pertenece al sector metalmeccánico que se encuentra directamente relacionado con el sector de la construcción. Las perspectivas de crecimiento de este último son ajustadas para los próximos años; el bajo crecimiento proyectado, menor inversión pública, coyuntura política y un menor empleo adecuado podría afectar la demanda de vivienda. El riesgo del negocio se encuentra mitigado por el posicionamiento del emisor en el mercado y su bajo endeudamiento.

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: ADELCA es una empresa líder del mercado nacional de acero. La industria presenta altas barreras de entrada por tratarse de un segmento de uso intensivo de capital.

Generación operativa volátil y sensible al precio del acero: El acero, principal materia prima dentro de la industria, ha mostrado fluctuaciones importantes en los últimos años. El riesgo del incremento de precios de las materias primas en la generación de ADELCA se ha limitado históricamente gracias a la posibilidad de transferir dichos precios al mercado.

Endeudamiento bajo con estructura orientada hacia el largo plazo: La estructura de endeudamiento de ADELCA desde hace tres años sufrió un cambio en su distribución hacia el largo plazo, lo que le permite una mantener una importante flexibilidad financiera, aunque en el último semestre se observa un incremento de la deuda a corto plazo.

Riesgo de liquidez mitigado: Frente a un entorno de menor liquidez en el sector financiero local y en la economía en general, ADELCA mitiga parcialmente el riesgo de refinanciamiento gracias a su imagen dentro del sistema financiero, el acceso a líneas de crédito tanto locales como del exterior, la diversificación de su fondeo con mercado de valores y la estructura de plazos de su deuda financiera. Para los siguientes años el emisor necesitará financiamiento para inversión en CAPEX, el cual será cubierto con créditos directos de los proveedores del proyecto y deuda financiera a largo plazo.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la expectativa de que se mantengan bajos los niveles de deuda financiera y que se continúe utilizando una estructura de deuda que privilegie el largo plazo. La calificación podría verse afectada en la medida en que, debido a factores externos o a decisiones de la empresa, no se cumplieran estas perspectivas.

Alcance de la calificación. La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

Segundo programa de Papel Comercial	
Emisor:	Acería Del Ecuador C.A. - ADELCA
Nro. Seguimiento	Primer seguimiento
No. de resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00006329
Fecha de aprobación	01-sep-22
Monto del programa	USD 20,000,000.00
Monto en circulación	USD 0.00
Plazo del programa	720 días
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Pago de capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para Capital de Trabajo específicamente pago a proveedores
Calificadora de riesgos	Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente estructurador y colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

El Segundo Programa de Papel Comercial no contempla procedimientos de rescates anticipados.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia, que fue extremadamente complejo para Ecuador. En 2020 Ecuador tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales: falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, presionadas en los últimos años; además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros en exportaciones por precios y nivel de producción, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

En 2021, a raíz de las elecciones presidenciales y sus resultados, la confianza en Ecuador se rescató y el país fue apreciado como favorable a la inversión privada. La recuperación de la confianza sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país, pues el índice de confianza bajó de 5033 puntos base en abril-2020 a 760 luego de conocerse los resultados electorales y la aprobación de la ley para la protección de la dolarización. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings pasó de “Restricted Default” a B-/estable en septiembre de 2020, luego de la reestructuración de los bonos soberanos, esta calificación se mantiene hasta el momento.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, representa una dificultad para el Gobierno y limita el cumplimiento de las metas planteadas.

Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. En las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena se debatieron propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. En otras cosas, se han acordado los siguientes temas: focalización de subsidios de combustibles; condonación deudas en el sector financiero público de hasta USD 3,000; control de precios; moratoria sobre bloques petroleros; entre otros. Las decisiones tomadas y los puntos acordados representan alto costo y por tanto presiones adicionales a la débil economía del país. A pesar de las amenazas de nuevas paralizaciones el Gobierno no aceptó la condonación de deuda mayor a USD 3,000 en el sector público y definirá programas de refinanciamiento para contrarrestar la limitada capacidad de pago de los deudores.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo de 2022, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional. En octubre de 2022 alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,043 puntos. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado; al 31 de enero de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 77.45 dólares.

En junio de 2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso adicional, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa del acuerdo contraído con la Entidad y el monto restante se desembolsó en diciembre de 2022.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual. Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino que se compone principalmente de deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga efectivo el acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa de 15% al menos considerando que el riesgo país según datos del BCE ha presentado una reducción desde su pico en octubre-2022 (1,945 vs. 1,181 a finales de ene-2023), con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%¹.

En marzo-2022, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento². Por su parte, a finales de mayo el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones,³ financiamiento destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo

de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.⁴

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021⁵. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

En octubre-2022 Ecuador accedió a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1,840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la cual aún deberá pasar por el Pleno de Legislativo⁶. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para el año entrante está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por

¹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fondo-monetario-prestar-millones-ecuador/>

² Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

³ Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China

- <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

- <https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

⁶ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/informe-proforma-aprobacion-comision/>

Petroecuador hasta finales de 2022⁷), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). Las cifras al segundo trimestre de 2022 señalaban un crecimiento interanual de 1.7%, que mostraba una ralentización de la economía, pero al tercer trimestre son más alentadoras con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecería en 2.7%⁸ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las expectativas para 2023 son más optimistas, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021 y del tercer trimestre de 2021 y 2022, así como el esperado de 2022 y 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022 (p)	2023 (p)	2021.I	2022.III
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.69%	3.07%	-4.07%	3.19%
Exportaciones	-0.13%	5.55%	5.12%	-7.04%	0.11%
Importaciones	13.25%	9.29%	3.98%	-2.19%	-0.39%
Consumo final Hogares	10.22%	4.97%	3.19%	2.00%	3.84%
Consumo final Gobierno	-1.69%	-0.42%	-0.19%	-9.81%	2.05%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	6.76%	3.68%	-5.63%	0.99%

En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas se contraen en promedio 5.3%.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en

algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o se han reducido.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, con un 11.84% del PIB nacional a precios constantes durante el año 2021. Esto representa un incremento del 3.09% con respecto al año precedente. Durante el año 2020 se dieron variaciones negativas interanuales en las ramas de fabricación de equipos de transporte (-35.3%), producción de madera y sus productos (-19.5%) y producción de minerales no metálicos (-19.2%). En el tercer trimestre del 2022 el PIB de esta industria reportó un crecimiento interanual de 0.47%, 2.72pp inferior al crecimiento del PIB nacional.

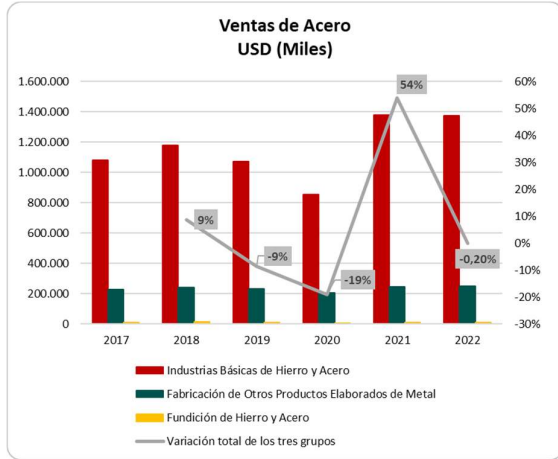
El sector manufacturero se subdivide en 22 ramas dependiendo de la naturaleza de la actividad, el análisis se centra en la rama *fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal*, que a diciembre-2021 representó el 6.2% del total de los ingresos de la industria. Este sector es importante para la economía ecuatoriana ya que contribuye como insumo a otras industrias (construcción, farmacéutica, minería, química, textil, agroindustria y transporte), además es una significativa fuente de empleo. Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector siderúrgico y metalmecánico genera 98,822 empleos directos y 400,000 empleos indirectos, además el negocio de la chatarra mediante más de 800 proveedores formales beneficia a más 10 mil familias⁹.

⁷ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

⁸ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

⁹ <https://fedimetal.com.ec/estadisticas/>

Gráfico 1

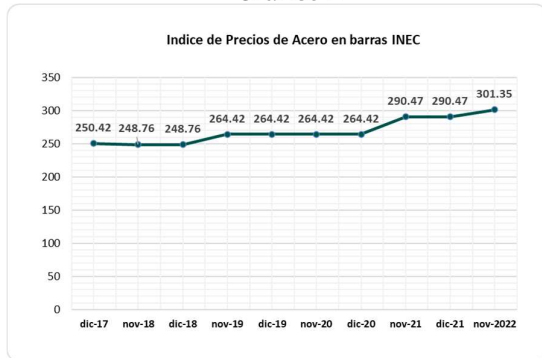


Fuente: SRI
Elaboración: BWR

Entre las principales actividades del sector metalmeccánico se encuentran la fabricación de ángulos, perfiles, secciones abiertas de acero laminadas en caliente, la elaboración de varillas, barras, secciones sólidas laminadas de hierro y acero en caliente, la fabricación de semiconductores y procesadores eléctricos, artículos de alambre, las aleaciones de diversos materiales y las actividades de forja, estampado, prensado y laminado.

Las ventas en dólares de los productos de acero a diciembre del 2020 cayeron en 19% respecto al año anterior debido a las medidas de confinamiento por la pandemia COVID-19 que supuso una presión en este sector. Al cierre del año 2021 el sector reflejó una importante recuperación interanual del 54% (crecimiento del 25% si se lo compara con el 2019). Para diciembre 2022 se observa una estabilización en el crecimiento de las ventas, las cuales se reducen en un 0.2% con respecto a diciembre 2021.

Gráfico 2

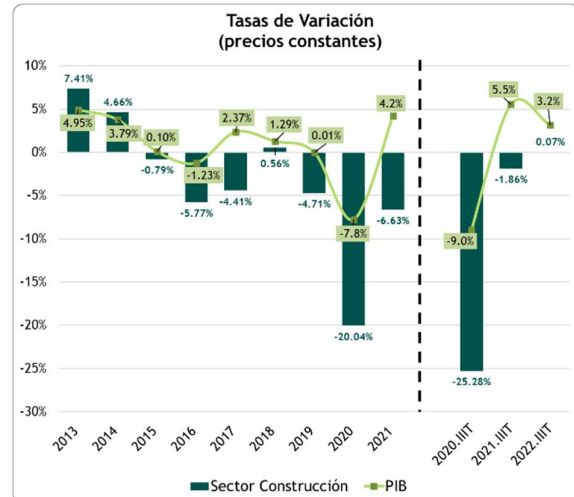


Fuente: INEC
Elaboración: BWR

El incremento de Índice de Precios del acero, que de acuerdo con información reportada por el INEC a diciembre 2021 fue de 9.85%¹⁰, explica la mejora de las ventas en dólares reportada. Adicionalmente a noviembre 2022 se sigue observando un incremento del 3.75% en el precio del acero.

El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse. Este sector registró una tendencia decreciente en el aporte al PIB desde el año 2015 hasta el 2017. En 2018, se observó una ligera recuperación de 0.56%, en el 2019 volvió nuevamente a contraerse un 4.71%, presentó una contracción del 20.04% durante el 2020, a diciembre 2021 se observa una caída del 6.63% y con datos al primer trimestre del año 2022 observamos una estabilización con una caída del 0.47% con respecto al primer trimestre del año 2021. Adicionalmente al cierre del año se espera que el aporte al PIB de este sector vuelva a presentar un crecimiento moderado.

Gráfico 3

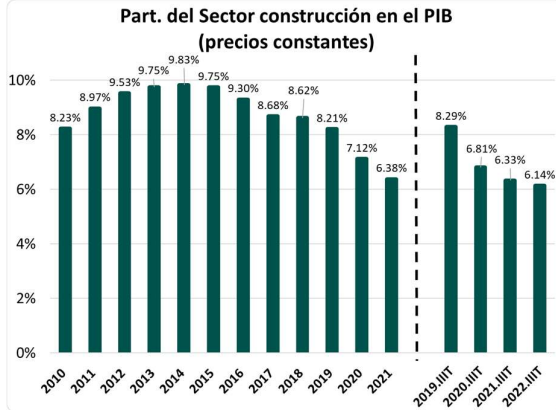


Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El sector de la construcción representó durante el tercer trimestre del 2022 el 6.14% del PIB ecuatoriano y ocupa el noveno lugar entre las industrias más representativas del país. No obstante, durante este mismo periodo, el sector presentó un crecimiento del 0.07% con respecto al mismo periodo del año 2021.

¹⁰ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion-ipco-2/>

Gráfico 4



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

Es importante mencionar que a inicios del año 2023 las viviendas de interés público de hasta USD 103M entraron en crédito preferencial en bancos y mutualistas debido al aumento del salario básico unificado¹¹, adicionalmente, el BIESS por su lado prevé la colocación de 764 millones¹² en créditos hipotecarios para el 2023. Adicionalmente según cifras del Banco Central el sector de la construcción fue la industria que menos creció en el tercer trimestre del 2022, un 0.1% si comparamos con el tercer trimestre del 2021, esto como consecuencia de que el estado no realizó obra pública a niveles de años pasados, según análisis de un exministro de economía, en el año 2022 la inversión del Gobierno en obra pública fue la más baja de la última década¹³. Cabe mencionar que debido a la coyuntura política y su impacto en el nivel de confianza de los agentes económicos este crecimiento podría verse afectado en el corto y mediano plazo.

El sector muestra el desafío de reactivarse tomando en consideración la reducción de la inversión en infraestructura pública, el deterioro del entorno operativo, el desempleo y la recuperación económica tras la pandemia.

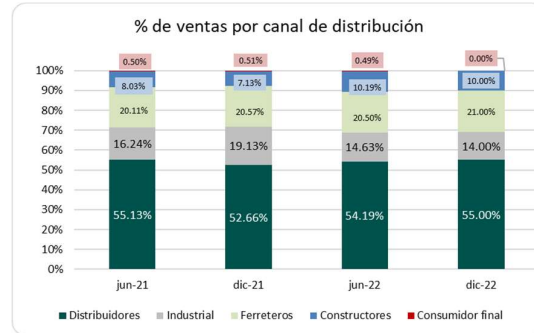
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Acería del Ecuador C.A. ADELCA es una compañía líder en el mercado del acero ecuatoriano y pionera en el reciclaje y fabricación de acero en el país. Su principal actividad es la fabricación e industrialización de acero estructural, acero en varillas, perfiles, pletinas, entre otros productos

de acero y la importación y exportación de bienes y servicios relacionadas a su actividad. La Compañía maneja nueve oficinas de venta a nivel nacional y dos plantas ubicadas en Alóag y Milagro.

La Compañía mantiene sus ventas diversificadas en diferentes canales de distribución, el principal a junio 2022 fue el canal de distribuidores con un 55% de participación en el total de ventas, seguido de ventas a centros ferreteros con una participación de 21% y en tercer lugar con una participación del 14% están las ventas industriales.

Gráfico 5



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ADELCA fue fundada en 1963 con orientación hacia la producción de varillas de acero para la construcción. En 2008, inició la fabricación de palanquilla basada en el reciclaje de chatarra. En 2014, la Compañía decidió invertir en una nueva planta en Milagro que fue financiada mediante recursos propios y un préstamo por USD 79MM con el Banco Interamericano de Desarrollo BID y la Corporación Interamericana de Inversiones CII. Este proyecto incluía dos fases: la planta de producción de laminados y la planta de fundición. En julio-2017, se concluyó la construcción y el montaje de la sección de la planta de laminados mientras que la planta de fundición inició sus operaciones en enero-2019.

Las plantas fundidoras son esenciales para reducir costos y sostener los márgenes, al mismo tiempo permiten reducir la dependencia en proveedores de palanquilla, que se utiliza principalmente para su línea de laminados. El manejo de costos en la industria es crítico ya que la competencia limita los precios.

A la fecha de corte de información de este reporte, 1,197 personas trabajan en la empresa, lo que la

¹¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/vivendas-de-hasta-103000-entran-en-credito-preferencial-en-bancos-y-mutualistas-nota/>

¹² <https://www.lahora.com.ec/pais/biess-entregar-millones-creditos-2023/>

¹³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sector-construccion-inmobiliario-ecuador-inversiones.html>

convierte en uno de los mayores empleadores locales. A continuación, se aprecia el desglose del personal según su función.

Dirección	34
Administrativos	289
Operativos	823
Comercial	51
Total	1,197

ADELCA no ha tenido problemas laborales materiales y tampoco tiene sindicato. Dentro de la empresa, se encuentra conformada la Asociación Profesional de Trabajadores de Adelca (APTA), que recibe el aporte voluntario del 1% del sueldo de los colaboradores y brinda beneficios a sus afiliados. ADELCA asesora a esta asociación en temas financieros y Administrativos.

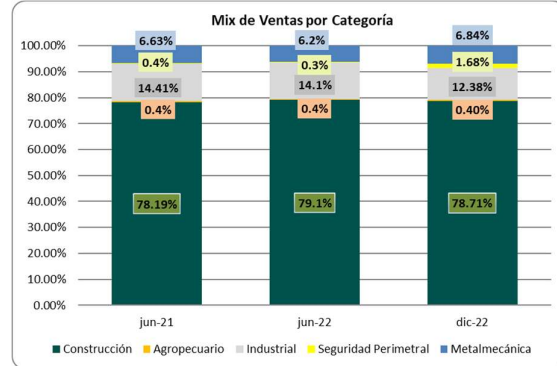
Las plantas de producción de ADELCA ubicadas en Alóag y Milagro se dedican a la fabricación de laminados y fundición de acero. La planta ubicada Alóag cuenta con una capacidad instalada anual de 300 mil toneladas métricas de laminados y 300 mil toneladas métricas para fundición. Por otro lado, la planta ubicada en Milagro cuenta con una capacidad instalada anual de 400 mil TM para laminados y 400 mil TM para fundición de acero. A raíz de la pandemia covid-19, la Compañía tomó la decisión de que el proceso de fundición se concentre en la planta de Milagro dado que es una planta más moderna. A la fecha de corte ADELCA está utilizando alrededor de la mitad de su capacidad instalada por lo que en nuestra opinión cuanta con el potencial para lograr el crecimiento planificado en los siguientes años.

ADELCA utiliza tecnología moderna que les permite ofrecer productos de calidad. Cuenta con la certificación ISO 9001:2015 - Sistema de Gestión de Calidad y sus productos cuentan con sellos de calidad INEN con el fin de asegurar su calidad en el corto plazo. También cuenta con la certificación ISO 14001-2015 la cual es una norma de que consigue que las empresas puedan demostrar que son responsables y están comprometidas con la protección del medio ambiente. Por último, podemos mencionar que ADELCA también cuenta con la ISO 45001 la cual es la norma internacional para sistemas de gestión de seguridad y salud en el trabajo, destinada a proteger a los trabajadores y visitantes de accidentes y enfermedades laborales.

El emisor comercializa sus productos en tres categorías, dentro de las cuales la construcción es

la de mayor importancia, seguida por el sector industrial y el metalmecánico. Juntas suman el 97.93% de los ingresos a la fecha de corte.

Gráfico 6



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

Dentro de estos sectores, la Compañía maneja distintas líneas. La más importante es la de laminados, que incluye la producción y comercialización de varillas de construcción (recta y figurada), perfiles (ángulos, barras, pletinas y tees) y alambros. Otra línea importante es la fabricación y venta de trefilados, tales como alambros de púas, clavos, grapas, mallas sismo resistentes electrosoldadas, de cerramiento, de tumbado, varillas trefiladas, vigas y viguetas.

La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de esta. Según datos del año 2021 ADELCA consume aproximadamente el 50% de la chatarra a nivel nacional y la consigue a través del mercado local de chatarra y desguace de barcos e importaciones¹⁴.

Además de ser la principal fuente de materia prima, el reciclaje de chatarra ha solidificado la imagen de Acería del Ecuador C.A. ADELCA como una empresa socialmente responsable y que se ha convertido en el principal reciclador. ADELCA compra barcos viejos y/o inservibles para el reciclaje de chatarra, estrategia exitosa ya que es un proceso de obtención de chatarra de buena calidad a un bajo costo. Desde el 2014 tienen un dique que le permite desguazar barcos. ADELCA cuenta con varios puntos de acopio de chatarra en el país con la finalidad de brindar mayor facilidad logística. También, cuenta con el “Club de Recicladores” con el objetivo de fidelizar y formalizar a los proveedores de chatarra.

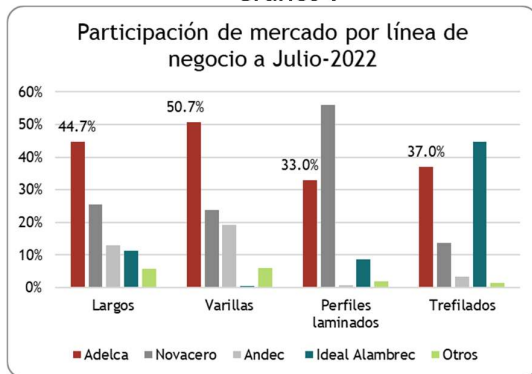
La diversificación de clientes es una fortaleza de la empresa. A diciembre-2022, solamente el 21.2%

¹⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/el-rentable-negocio-de-la-chatarra-400-millones-desde-2015-nota/>

de las ventas se concentran en clientes con participación mayor a la del 3%. No obstante, como se mencionó en párrafos anteriores, el total de las ventas de producto terminado se dan a nivel local y por lo tanto mantiene alta dependencia de la economía nacional.

El emisor es líder en su principal línea de negocio (varillas), también lidera en la venta de productos largos de acero y ocupa el segundo lugar en las líneas de perfiles laminados y trefilados. En el siguiente gráfico se presentan los últimos datos disponibles con respecto a la participación dentro del mercado de productos metálicos para la construcción.

Gráfico 7



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ESTRUCTURA DEL GRUPO- ADELCA

Acería del Ecuador C.A. - ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetálica S.A., con una participación del 99.98%. La subsidiaria tiene como objeto la venta al por mayor y menor de materiales reciclables, y desde el año 2009 no ha mantenido operación por lo que no es generadora de ingresos. Según las notas a los estados financieros del año 2021 los accionistas de la Compañía mantienen un plan de ventas en el único inmueble de su propiedad ubicado en Santo Domingo de los Tsáchilas y evaluará las mejores opciones del mercado. En el cuarto trimestre del año 2022 ADELCA compró acciones de la empresa HomeCenters ecuatorianos S.A. por USD 2.04 MM, lo que representa una participación del alrededor del 35% del capital de esta compañía, por lo que no deberá consolidar balances con ella.

ADELCA mantiene relaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas en diversos países de Centro América (principalmente Nicaragua y Costa Rica) cuya actividad principal es comprar chatarra y venderle al emisor.

Adicionalmente, por vinculación accionarial ADELCA pertenece de acuerdo con el Servicio de Rentas Internas (SRI) al grupo económico del mismo nombre, conformado por las empresas

KUBIEC, Durallanta, Francelana, Cavstates y Direcacero, con las cuales no consolida. Hay que mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias.

ACCIONISTAS Y SOPORTE- ADELCA

A noviembre 2022 el patrimonio de ADELCA es de USD 241.52MM, y de este el 30% corresponde a capital social. La estructura accionarial de la empresa indirectamente refleja su origen familiar, y su estructura está distribuida de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
ELERAYNA BAY LLC	Estados Unidos	13,318	18.37%
HARD STEEL, LLC	Estados Unidos	13,107	18.08%
BASIC MATERIAL INVESTMENTS LLC	Estados Unidos	12,339	17.02%
SINGLETARY HOLDINGS	Estados Unidos	12,339	17.02%
FIDEICOMISO TENENTES	Ecuador	11,963	16.50%
OTROS MENORES AL 5%	Ecuador	9,435	13.01%
CAPITAL SOCIAL		72,500	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La estructura accionarial de ADELCA se encuentra dividida en 20 entidades de carácter jurídico y personas naturales. Los principales accionistas son de tipo jurídico, de los cuales los primeros cuatro son sociedades de responsabilidad limitada domiciliadas en Estados Unidos.

La Compañía cuenta con una política de pago de dividendos, en la cual se estableció que anualmente se repartirá alrededor del 25% de dividendos calculados sobre las utilidades del año anterior, teniendo en cuenta factores económicos y futuras inversiones en CAPEX de la compañía, según los cuales este porcentaje puede variar. En el primer semestre del 2022 se realizó un pago de dividendos por USD 6.75MM a los accionistas, que corresponde al 25.4% de los resultados del año 2021.

Adicionalmente a la fecha de corte mantiene acciones en tesorería por USD 435.5M compradas a sus accionistas minoritarios en el año 2021. Esta recompra de acciones se realizará en los términos establecidos en el art. 192 de la ley de compañías que especifica que se deben únicamente emplear fondos de las utilidades líquidas de la compañía y que la adquisición no acarreará la disminución del capital suscrito de la compañía.

La deuda financiera representa el 37.5% de la capitalización¹⁵ de la Compañía. La solidez patrimonial de la empresa demuestra el compromiso de los accionistas con la operación a largo plazo de la empresa.

GOBIERNO CORPORATIVO- ADELCA

Consideramos que los órganos administrativos de ADELCA, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con su capacidad de pago.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante en el sector metalmeccánico.

El órgano supremo para la gobernanza de ADELCA es la Junta General de Accionistas. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, este está compuesto por el presidente del Directorio, seis directores principales, un director alterno y un secretario corporativo.

El Directorio se reúne de manera bimensual y establece políticas y procesos que permiten ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la Compañía, así como otras disposiciones que permiten garantizar la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas. El Directorio aprueba, revisa y supervisa los planes estratégicos y financieros controlando resultados y riesgos; asegurando el cumplimiento de políticas y prácticas que incluyen los aspectos económico, social y ambiental.

El Presidente Ejecutivo es elegido por el Directorio por un periodo de cinco años y tiene como parte de sus funciones la representación legal de la Compañía, la administración a la Compañía y sus bienes, velar porque la Compañía cumpla con todas sus obligaciones legales, presentar anualmente un informe de su administración a la JGA y al Directorio, entre otras. El Presidente Ejecutivo tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector. Actualmente el Presidente Ejecutivo es la empresa Direcacero dirección de empresas del Acero S.A..

ADELCA cuenta también con un vicepresidente ejecutivo nombrado por el Directorio. El mismo es colaborador directo del Presidente Ejecutivo y tiene las mismas atribuciones que este. Si bien los estatutos consideran la existencia de dos vicepresidencias, actualmente esta posición la

ocupa una sola persona que cuenta con amplia experiencia en la Compañía y el sector.

ADELCA mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, maquinaria, transporte pesado, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina e inventario con vigencia hasta noviembre 2023. Además, mantiene pólizas de fidelidad privada, transporte de dinero, transporte interno, cumplimiento de contrato y buen uso de anticipo.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La Compañía cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por el Vicepresidente Ejecutivo que se revisa periódicamente en el Directorio.

El plan estratégico de la Compañía considera el proyecto de optimización integral en todos los niveles de la organización, basado en la asesoría alemana explicada anteriormente y la mejora en la gestión del inventario.

En cuanto a la infraestructura informática, la empresa utiliza varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de Acería del Ecuador C.A.-ADELCA, auditados por firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para 2021, y por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte diciembre 2022.

Como se indicó anteriormente, ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetalica, con quien consolida. Por ello, se han analizado los estados financieros consolidados de Acería del Ecuador C.A. -ADELCA y Subsidiaria auditado por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020 y por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2021. Este informe no contiene

¹⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

En el caso de Adelca no existen diferencias relevantes entre los estados financieros auditados individuales y los consolidados, por lo cual consideramos que sus estados financieros individuales reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

Hemos recibido por parte de ADELCA las proyecciones de los estados financieros para el año 2022-2024, que incorporan las expectativas sobre el crecimiento de las ventas, manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual de ADELCA, el cual mantiene la mayoría de los activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias- ADELCA

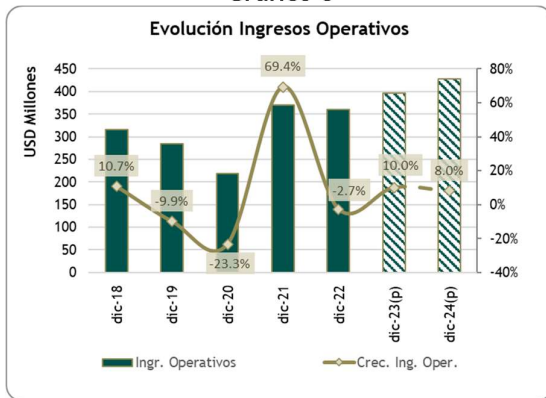
Los ingresos operativos de Acería del Ecuador C.A. muestran una correlación positiva con el crecimiento del sector de la construcción, dado que de los productos que vende la Compañía son insumos para esta industria, y también recogen el efecto de negocios estatales puntuales hasta 2018 que fueron de importancia.

Para diciembre 2022 la compañía presenta una disminución en los ingresos operativos moderada de 2.7% con respecto al año 2021. Para el final del año 2023 y 2024, el emisor proyecta un incremento de las ventas en dólares de 10% y 8% respectivamente, considerando una posible disminución del precio internacional del acero. La calificadora considera que el supuesto es factible, aunque la evolución de los ingresos dependerá también de la evolución del entorno operativo y del sector de la construcción.

Por otro lado, el margen bruto en los últimos años ha presentado una tendencia creciente, gracias a las mejoras de productividad en la nueva planta impulsadas por consultorías internacionales y a la tendencia al alza del precio del acero, que se mantiene a la fecha de corte. El efecto del mayor costo de esta materia prima ha podido ser transferido al precio de venta, adicionalmente se refleja una mayor absorción de los costos fijos por incremento en ingresos y por las optimizaciones en las plantas de producción. Es así como el margen bruto a la fecha de corte se ubicó en 23.98% (22.6% dic-2021)

Para 2023 y 2024 se espera que el margen disminuya a 19.7% y 18.6% respectivamente como resultado de los probables ajustes hacia abajo en el precio de venta promedio que irá en función del comportamiento de la evolución del precio del acero, y la situación macroeconómica adversa.

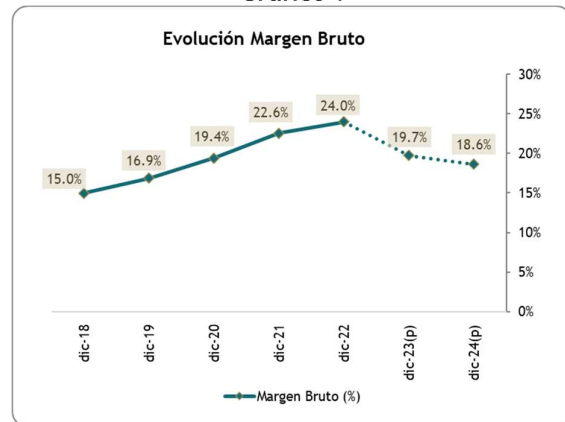
Gráfico 8



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

En el gráfico anterior se aprecia el impacto en las ventas de 2020 que tuvo el confinamiento obligatorio del primer semestre de dicho año a causa de la pandemia del COVID19, así como la positiva evolución de los ingresos en el año 2021, los cuales presentaron un incremento de 29.96% comparado con el 2019, esto como efecto de la recuperación de los niveles de demanda de las diferentes industrias y de la subida de los precios de materiales de construcción metálicos.

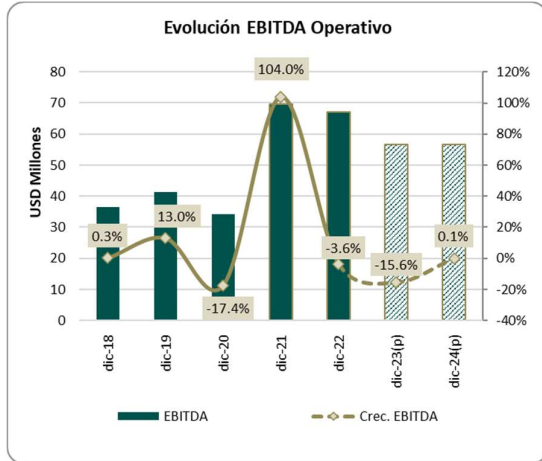
Gráfico 9



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

En relación con los gastos operativos, históricamente, estos han mantenido un peso promedio del 10% frente a las ventas. A diciembre-2021, representaron el 9% de los ingresos y a diciembre 2022 el 10.7%, lo que evidencia la mejora en los procesos fruto del proceso de consultoría internacional realizado. Para los años 2023 y 2024 se esperaría reducción alcanzando el 10.2% y 9.8% respectivamente.

Gráfico 10



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las fluctuaciones del EBITDA se relacionan directamente con el comportamiento de las ventas y las variaciones en el margen bruto. En 2020, el emisor generó un EBITDA de USD 34.1MM afectado por el decrecimiento en ventas y la afectación de la pandemia. En el año 2021 dicho efecto fue mitigado por las mejoras en el margen bruto y el control adecuado de los gastos operacionales. En dicho período el EBITDA creció un 104% con respecto al año 2020 y 68.5% con respecto al año 2019.

Para el final del año 2022 se observa una disminución en el EBITDA, que decrece en 3.6% con respecto diciembre 2021. Para el año 2023 se espera una disminución del EBITDA en 15.6% como resultado del ajuste del margen bruto y un mayor peso de los costos de operación.

A la fecha de corte el resultado neto de ADELCA llega a 31.34MM con un incremento del 16.1% con respecto a diciembre 2021 principalmente por un incremento del margen bruto. Para los años 2023 y 2024 la administración espera obtener resultados similares a los del año 2021 (USD 26.55MM), esto como resultado de menores ventas acompañadas de una mayor eficiencia operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a diciembre 2022 se sitúa en 7.01% y 13.67% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada y siguen la tendencia creciente que inició una vez finalizada la crisis sanitaria por la pandemia COVID-19.

Estructura del balance- ADELCA

ACTIVOS						
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22
Total Activo Corriente	45.1%	43.0%	48.1%	47.5%	53.1%	50.2%
Fondos Disponibles	1.2%	2.8%	2.8%	6.1%	3.3%	9.1%
Inversiones corto plazo	1.1%	1.7%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	8.7%	8.2%	6.0%	12.5%	9.4%	8.0%
Inventarios Neto	31.1%	26.6%	19.7%	25.7%	35.4%	28.7%
Gastos anticipados	2.1%	2.6%	3.4%	2.2%	4.3%	3.5%
Otros activos corrientes	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.8%
Total Activo No Corriente	54.9%	57.0%	51.9%	52.5%	46.9%	49.8%
Propiedad, planta y equipo	53.5%	53.9%	48.0%	48.9%	44.0%	46.3%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
Cuentas por Cobrar LP Otras	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo Financiero no Corrien	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%
Activos Intangibles y Diferidc	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Otros activos	0.4%	0.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.1%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
PASIVO Y PATRIMONIO						
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22
Total Pasivo Corriente	29.0%	23.5%	15.6%	21.4%	28.3%	23.9%
Deuda Financiera CP	19.7%	16.1%	5.8%	2.2%	4.9%	10.6%
Deuda Comercial	7.6%	5.1%	7.6%	13.6%	17.7%	7.7%
Otros Pasivos CP	1.7%	2.3%	2.2%	5.6%	5.8%	5.6%
Total Pasivo LP	29.0%	30.3%	39.8%	28.8%	24.6%	23.4%
Deuda Financiera LP	25.7%	27.9%	37.8%	26.2%	22.4%	21.0%
Otros pasivos LP	3.4%	2.5%	2.0%	2.6%	2.2%	2.4%
PATRIMONIO	41.9%	46.1%	44.7%	49.8%	47.1%	52.7%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: ADELCA
Elaboración: BWR

Históricamente los activos no corrientes del emisor han representado más del 50% del total de activos, aunque durante el año su participación baja y a diciembre llega al 49.8%. Al pertenecer a una industria de uso intensivo de capital, el activo no corriente se encuentra representado en su mayoría por propiedad planta y equipo que principalmente se compone de edificaciones, instalaciones y maquinarias.

Con respecto al activo corriente, las cuentas más significativas a la fecha de corte son los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. Los inventarios se registran al costo o a su valor neto de realización el que resulte menor. El costo de los productos para la venta y de los productos semielaborados está compuesto por los costos de adquisición y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios. El costo de los inventarios y de los productos vendidos se determina usando el método promedio ponderado

A diciembre 2022 el nivel de inventario es superior al histórico como resultado de un mayor aprovisionamiento para el desarrollo de nuevos productos el siguiente año, mitigar el riesgo derivado del conflicto entre Rusia y Ucrania, terremotos en Turquía y al efecto de la contracción en las ventas durante el paro nacional de junio-2022, que duró 18 días. En los años 2023 y 2024 el emisor espera incrementar el nivel de

sus inventarios con el objetivo de apalancar la producción de las nuevas líneas de negocios.

La deuda se encuentra concentrada en el largo plazo, dicha estructura se considera adecuada por los tipos de inversiones que la compañía realiza. Sin embargo, en el segundo semestre del año 2022 se observa un incremento de 5.8P.P la participación de la deuda a corto plazo. Adicionalmente, la compañía mantiene un patrimonio sólido que históricamente cubre casi en su totalidad el activo no corriente.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

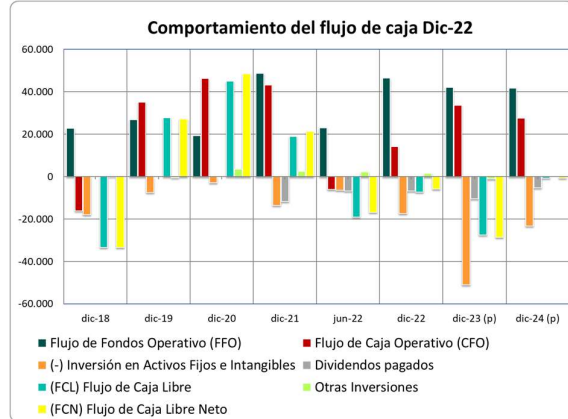
Históricamente ADELCA ha generado flujos de caja operativos (CFO) positivos. La excepción se da en el 2018, ya que se produjo una acumulación coyuntural de inventario de materia prima (chatarra) que se liberó en el 2019 y 2020. En 2020, el Flujo de Caja Operativo se ubicó en USD 43.7 MM, resultado que se obtuvo gracias a la liberación de capital de trabajo ocasionada por la contracción del tamaño del negocio y las estrategias adoptadas por la administración para el control adecuado de costos y gastos. En 2021 el flujo de caja operativo aumentó a USD 43.22MM principalmente por el aumento de las ventas y la optimización del costo de ventas.

A la fecha de corte se registra un flujo de caja operativo de USD 14.2MM (-67% con respecto dic-21) resultado del aumento de los requerimientos de capital de trabajo y principalmente por el pago a proveedores realizado durante el año.

Al cierre del año 2021, los días de inventario se ubicaron en 141 días (183 en diciembre-2020) y para diciembre 2022 se espera que este indicador baje a niveles de 153 días

A diciembre 2022 se evidencia un plazo mayor del inventario con respecto al promedio histórico como resultado de un aprovisionamiento con el fin de mitigar los potenciales problemas de suministros dados por la coyuntura mundial. Por otro lado, los días de cuentas por pagar a 2021 se incrementaron hasta alcanzar 74 días por compras realizadas en el segundo semestre, mientras que a la fecha de corte se observa una disminución con respecto a la tendencia histórica, por lo que el indicador se ubica en 46 días debido al pago a proveedores realizado en el año 2022. Para los siguientes años, se espera que los días de cuentas por pagar se incrementen a los niveles históricos y lleguen a los 65 días.

En cuanto a la política de cobro, los días de cuentas por cobrar a la fecha de corte se redujeron notablemente a 40 días (56 días diciembre-2021) como consecuencia de la reducción de ventas en su línea de laminados (-10.6%).



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Entre 2016 y 2018, la empresa realizó fuertes inversiones en CAPEX, principalmente por el establecimiento de la nueva planta de Milagro, que mejoró su capacidad instalada. En 2020 y 2021 no se realizaron inversiones de capital importantes debido al entorno operativo y a que la planta ya se encuentra funcionando normal y únicamente se realizaron mantenimientos.

A diciembre 2022 se han realizado inversiones por USD 17.2MM que corresponden principalmente a la construcción de un nuevo galpón y mantenimiento de las plantas y de la maquinaria. Para el final del año 2023 y el año 2024, se ha considerado una inversión de USD 50.65MM y 22.88MM respectivamente que serán utilizados para mantenimiento de las plantas y la implementación de proyectos de crecimiento orientados a seguir ampliando su oferta de productos metálicos.

En 2020 la compañía acumuló una importante cantidad de efectivo, procedente principalmente de la generación operativa, la liberación de capital de trabajo y en menor proporción, de mayor endeudamiento adquirido, como estrategia conservadora ante los riesgos financieros de la pandemia. Estos recursos permitieron la cancelación del préstamo con el BID y el pago de dividendos por USD 11.7MM en los primeros meses del 2021. Cabe indicar que en los 5 años precedentes la empresa no había realizado desembolsos con concepto de dividendos.

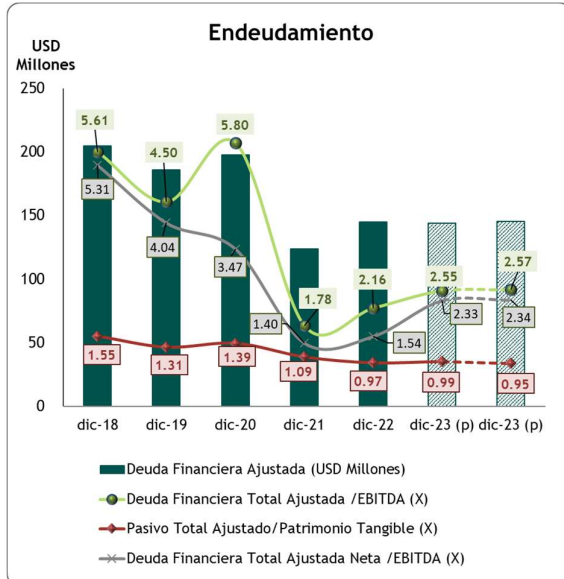
Por su parte, durante el año 2022 las necesidades de capital de trabajo ocasionaron que el flujo de caja operativo sea inferior a los niveles históricos de los últimos tres años, por lo que las inversiones en CAPEX también han sido cubiertas con los excedentes de efectivo acumulados en periodos pasados. Para fin de año, se esperaba que el Flujo de Caja Libre llegara a USD -23.05MM principalmente por la menor generación operativa, y las importantes inversiones en CAPEX. Sin embargo, las inversiones en CAPEX planificadas para el segundo semestre del año 2022 se

realizarán en el año 2023 por lo que el FCL a diciembre registró USD -7.32MM.

En el pasado ADELCA mantuvo un endeudamiento elevado y variable relacionado con sus inversiones en CAPEX y la volatilidad de los flujos de efectivo de actividades operativas. El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA llegó a su pico en 2020, año en el que la deuda financiera representó 5.8 veces el EBITDA. No obstante, si analizamos el indicador considerando la caja, no se superaron las 3.5 veces.

A diciembre-2021 en el indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA reflejó una importante mejora, se ubicó en 1.78 veces, la variación se debe principalmente a la disminución del 37% en la deuda financiera y la mayor generación operativa. Al final del año 2022 este indicador alcanza 2.16 veces y para los siguientes años se espera que el indicador siga aumentando progresivamente considerando las mayores necesidades de capital de trabajo. Las proyecciones de la empresa revelan su intención de mantener un endeudamiento controlado en los próximos años.

Gráfico 11



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las obligaciones financieras totales a diciembre-2022 representan el 67% del pasivo y ascienden a USD 145.05MM. Gracias a la reestructuración de plazos de su deuda financiera realizada en el año 2020, actualmente el 66.4% de la deuda tiene vencimientos mayores a un año y sus contrapartes son varias entidades financieras, tanto locales como del exterior.

Consideramos que la estructura de plazos de la deuda es una fortaleza para la Compañía pues está enfocada al largo plazo y está acorde a las inversiones en CAPEX que ha realizado. Dicha estructura, en conjunto con un endeudamiento controlado le dan a la empresa una importante flexibilidad financiera.

Amortización de Deuda Financiera			
Corte: diciembre 2022			
	Miles (USD)		%
2023	47,870 (*)		33%
2024	21,813		15%
2025	17,623		12%
2026	16,393		11%
2027	14,072		10%
2028	8,920		6%
2029	8,856		6%
2030	9,504		7%
Deuda Financiera Total	145,051		

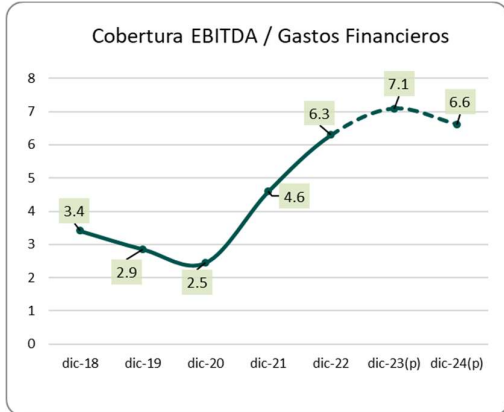
(*) Se incluye gastos adicionales relacionados con los préstamos
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR

El indicador de Pasivo Total Ajustado/Patrimonio Tangible se ubica en 0.97 veces con corte diciembre-2022. El patrimonio se encuentra ajustado por una cuenta por cobrar neta de provisión por USD 8.7MM, que representa el 23.6% del total de cartera de la Compañía. En septiembre-2019 se firmó un convenio transaccional para la recuperación de estos valores, no obstante, hasta la fecha el deudor no lo ha cumplido. La Administración indica que a la fecha de corte se mantienen acciones legales para recuperar estos valores.

Capacidad de Pago y Liquidez- ADELCA

Históricamente ADELCA ha mantenido flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero. A la fecha de corte, este indicador se ubica en 6.3 veces y esperamos que, gracias a la mayor generación operativa, el indicador siga manteniéndose por encima de 6.5 veces en los siguientes años.

Gráfico 12



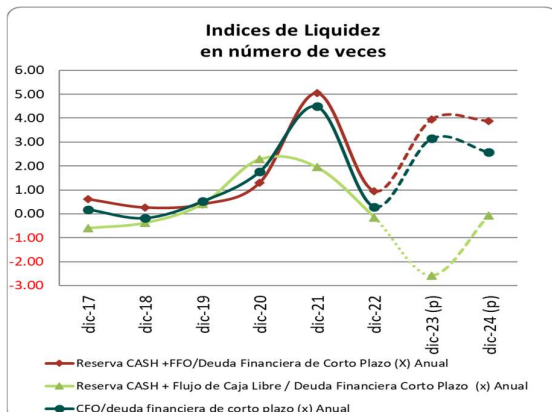
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La compañía cuenta con líneas de crédito por USD 380.15MM (incluyen líneas de crédito para operaciones contingentes como son cartas de crédito de importaciones), de las cuales el 57% no han sido utilizadas. Los indicadores de liquidez calculados por la calificadoradora no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadoradora considera que la disponibilidad de créditos estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

En los últimos años los requerimientos de liquidez de ADELCA han estado altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada período y especialmente por la inversión en CAPEX. De igual forma, en 2023 y 2024, se espera que el flujo de caja libre será negativo por las importantes inversiones que realizará la empresa.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la importante proporción de deuda de largo plazo; la existencia de activos en garantía, el acceso al mercado de valores, así como por la trayectoria y prestigio de la empresa en el mercado.

Gráfico 13



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

El gráfico anterior revela mayores requerimientos de liquidez en 2022, cabe mencionar que el emisor ya ha utilizado parte de sus recursos líquidos y ha recibido recursos financieros suficientes para cubrir las necesidades del año.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

Fecha de corte	dic-22
Activo Ajustado (USD M)	441.688
Activo Total (USD M)	458.466

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	15.490	15.490	28,51
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	145.051	160.541	2,75
3era	Deuda sin garantía específica de balance	56.405	216.946	2,04
TOTAL		216.946	216.946	2,04

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis de ADELCA como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El presente programa de papel comercial se encuentra respaldado por la garantía general de la empresa.

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.04 veces a diciembre 2022.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de ADELCA son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance ADELCA para ser liquidados, a junio 2022 el 50.2% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Con respecto al activo no corriente, representado principalmente por el activo fijo, su capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

De acuerdo con la declaración juramentada los activos libres de gravamen una vez realizadas las deducciones normativas correspondientes cubren holgadamente el monto del programa calificado. En este mismo documento el emisor se compromete mantener a lo largo de la vigencia del programa cuentas por cobrar e inventarios libres de todo gravamen por los siguientes montos:

DESCRIPCIÓN	VALOR CONTABLE
Cuentas por cobrar	US\$ 15'000.000,00
Inventarios	US\$ 10'000.000,00

Para la emisión de papel comercial que se analiza en este informe, el emisor se obliga a establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. 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. A la fecha de corte la empresa cumple el resguardo con un indicador 2.08.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A diciembre 2022, la empresa declara que se encuentra al día con sus obligaciones.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. A diciembre 2022 ADELCA no mantiene obligaciones en circulación.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos podrá dar lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar

provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Adicionalmente el emisor debe cumplir los siguientes límites y compromisos según el contrato de emisión:

- El emisor mantendrá un límite de endeudamiento financiero semestral de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil. **(A la fecha de corte presenta un indicador 0.60 veces)**
- La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar al representante de los Obligacionistas un informe respecto al cumplimiento del límite de endeudamiento semestral. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes al 30 de junio y 31 de diciembre de cada año. **(Cumple)**

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado de la segunda emisión de papel comercial analizada en este informe asciende a USD 20MM, que representa el 8.28% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte de este informe, ADELCA mantiene únicamente el papel comercial analizado en este prospecto. Según la confirmación de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil en los seis últimos meses no se han efectuado negociaciones de estos títulos en el mercado secundario. Cabe mencionar que durante el primer semestre del año 2022 se realizó el pago total del capital en circulación de la primera

emisión de papel comercial por USD 4MM, la cual se canceló del Catastro público del Mercado de valores en noviembre 2022 mediante resolución SCVS-IRQ-DRMV-2022-00008228. Información de la emisión mencionada:

Tipo Instrumento	Monto Programa	No. De resolución	Calificación	Fecha de Calificación	Calificadora
Primera emisión de Papel Comercial	25.000.000	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00005847	AAA	29-jul-22	GlobalRatings

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA								PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23	dic-24
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	41,809	12,050	12,839
Cuentas por Cobrar Comerciales	39,729	39,303	34,654	27,287	54,488	44,625	36,859	62,423	67,696
Inventarios	105,767	140,130	112,702	89,463	111,915	168,584	131,698	139,357	152,526
Activos fijos	242,348	241,591	228,039	217,865	212,886	209,637	212,463	245,487	250,739
Otros Activos	19,446	19,606	28,787	39,506	29,605	37,901	35,637	29,837	30,159
Total Activos	431,292	451,288	423,245	453,667	435,399	476,268	458,466	489,155	513,959
Cuentas por Pagar Proveedores	34,539	34,350	21,775	34,478	59,008	84,139	35,074	50,274	54,060
Deuda Financiera Total	184,663	204,713	185,903	197,828	123,871	129,774	145,051	144,015	145,510
Deuda Financiera Corto Plazo	43,277	88,859	67,984	26,344	9,633	23,127	48,761	10,675	10,718
Deuda Financiera Largo Plazo	141,386	115,854	117,919	171,484	114,238	106,647	96,290	133,341	134,791
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	26,467	22,922	20,277	18,778	35,590	38,017	36,821	90,362	95,780
Total Pasivos	245,669	261,985	227,955	251,084	218,469	251,930	216,946	234,378	241,290
Patrimonio	185,623	189,303	195,290	202,583	216,930	224,338	241,520	254,777	272,669
Resumen de Resultados									
Ventas	285,145	315,669	284,367	218,213	369,551	166,681	359,518	395,470	427,107
Costo de ventas	-232,693	-268,346	-236,415	-175,861	-286,160	-126,368	-273,297	-317,522	-347,527
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(33,079)	(31,441)	(28,315)	(23,247)	(33,244)	(17,940)	(38,296)	(40,172)	(41,747)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19,373	15,882	19,637	19,105	50,147	22,372	47,925	37,775	37,833
Ingresos y gastos no operativos neto	216	612	234	2,458	912	234	2,672	332	325
Gasto Financiero del período	(7,530)	(10,709)	(14,433)	(13,872)	(15,117)	(4,575)	(10,629)	(7,973)	(8,562)
Impuesto a la renta	(2,279)	(2,188)	353	(804)	(8,953)	(3,877)	(8,631)	(6,504)	(6,387)
RESULTADO NETO DE LA GESTIÓN	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	31,337	23,630	23,209
Otros resultados integrales	1,572	81	196	406	-462	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	11,352	3,678	5,987	7,293	26,527	14,155	31,337	23,630	23,209
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	36,397	36,517	41,268	34,086	69,542	32,913	67,004	56,579	56,620
(-) Gasto Financiero del período	-7,530	-10,709	-14,433	-13,872	-15,117	-4,575	-10,629	-7,973	-8,562
(-) Impuesto a la renta del período	-2,416	-2,946	-88	-989	-5,764	-5,450	-9,843	-6,504	-6,387
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	26,451	22,862	26,747	19,224	48,660	22,888	46,532	42,103	41,671
(-) Variación Capital de Trabajo	-18,548	-38,960	8,402	27,125	-5,444	-28,993	-32,337	-8,525	-14,156
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	7,903	-16,098	35,149	46,349	43,216	-6,105	14,195	33,578	27,515
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	216	612	234	2,458	912	234	2,672	332	325
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-31	99	-41	-845	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-11,743	-6,747	-6,747	-10,372	-5,317
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-33,747	-17,642	-7,100	-2,705	-13,233	-6,440	-17,203	-50,651	-22,879
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-169	-421	-427	-181	-276	-44	-232	-431	-350
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-25,828	-33,450	27,815	45,076	18,877	-19,102	-7,316	-27,545	-706
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	21,406	20,050	-18,810	11,926	-73,957	5,903	21,180	-1,036	1,494
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,556	56	-600	3,481	2,477	2,215	1,440	-1,178	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	-438	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-6,978	-13,344	8,405	60,483	-53,041	-10,984	15,304	-29,759	789
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	24,002	10,658	19,063	79,546	26,505	15,522	41,809	12,050	12,839
Indicadores									
Patrimonio Tangible	179,716	169,386	174,461	180,353	199,558	209,660	224,742	236,704	254,560
% crecimiento en ingresos operativos	15.0%	10.7%	-9.9%	-23.3%	69.4%	1.2%	-2.7%	10.0%	8.0%
MARGEN EBIT (%)	6.8%	5.0%	6.9%	8.8%	13.6%	13.4%	13.3%	9.6%	8.9%
MARGEN EBITDA (%)	12.8%	11.6%	14.5%	15.6%	18.8%	19.7%	18.6%	14.3%	13.3%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.51	3.13	2.85	2.39	4.22	6.00	5.38	6.28	5.87
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.30	7.10	6.61
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.83	3.41	2.86	2.46	4.60	7.19	6.30	7.10	6.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	5.07	5.61	4.50	5.80	1.78	1.97	2.16	2.55	2.57
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flex	4.41	5.31	4.04	3.47	1.40	1.74	1.54	2.33	2.34
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	52%	49%	49%	36%	37%	38%	36%	35%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.61	0.26	0.39	1.30	5.05	1.98	0.95	3.94	3.89
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	(0.18)	0.52	1.76	4.49	(0.53)	0.29	3.15	2.57
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.60)	(0.38)	0.41	2.28	1.96	(1.65)	(0.15)	(2.58)	(0.07)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.66)	(0.38)	0.40	2.41	2.22	(1.46)	(0.12)	(2.69)	(0.07)

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2023.