

Ecuador
Papel Comercial
Primer seguimiento

Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Calificación

Tipo Instrumento	6-ago.-24	28-feb.-25
Tercer Programa de Papel Comercial	AAA	AAA

Perspectiva: Estable

Definición de Calificación:

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-2022 ADELCA	dic-2023 ADELCA	dic-2024 ADELCA
Activos	458.6	475.3	470.8
Ventas	359.5	303.8	310.2
Margen EBITDA (%)	18.76%	17.69%	16.26%
ROE (%) *	13.87%	8.12%	6.37%
Deuda / capitalización (%)	37.48%	38.23%	33.05%
CFO / Deuda Fin CP (x)	0.29	0.33	1.42
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	-0.16	-0.33	1.07
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	2.15	2.93	2.61
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	3.11	4.50	4.11

Fuente: ADELCA

Elaboración BWR

Contactos:

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

Silvia López
(593) 982243341; Ext. 110
slopez@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación “AAA” al Tercer Programa de Papel Comercial de Acería del Ecuador C.A. ADELCA** analizada 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 complejo. ADELCA pertenece al sector metalmecánico que se encuentra directamente relacionado con el sector de la construcción. El sector siderúrgico y metalmecánico es importante para la economía ecuatoriana ya que contribuye como insumo a otras industrias (construcción, farmacéutica, minería, química, textil, agroindustria y transporte), y además es un generador importante de empleos.

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 es afectada por la contracción económica del país, del sector de la construcción y empresas relacionadas a este: Sus líneas comerciales tradicionales principalmente dirigidas al sector de la construcción que es uno de los primeros en afectarse por cambios negativos en la economía, han registrado un crecimiento mínimo en volumen en el período analizado, por lo que la Compañía se encuentra en proceso de introducción de una nueva línea productiva que en este año compensa los resultados de las líneas tradicionales. El riesgo de la variación en los precios de las materias primas también se ha mitigado históricamente gracias a la posibilidad de transferir dichos precios al mercado, a la gestión realizada para mejorar su eficiencia operativa y a su estrategia de promover el reciclaje de chatarra.

Endeudamiento controlado con estructura orientada hacia el largo plazo: La estructura de endeudamiento de ADELCA privilegia el largo plazo, lo que le permite mantener una importante flexibilidad financiera, y el adecuado manejo de recursos de capital de trabajo y de su flujo de caja libre le está permitiendo disminuir paulatinamente sus niveles de deuda respecto a períodos históricos.

Riesgo de liquidez mitigado: Frente a la volatilidad de liquidez existente 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 posibilidad de diversificación de su fondeo con mercado de valores y la estructura de plazos de su deuda financiera. Se espera que el emisor continúe generando suficiente liquidez para cubrir sus inversiones y una parte importante de deuda financiera de corto plazo, manteniendo una flexibilidad financiera consistente con la calificación otorgada.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la expectativa de menor deuda financiera corriente y que el emisor continúe utilizando una estructura de deuda que privilegie el largo plazo.

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:

Tercer programa de Papel Comercial	
Emisor:	Acería del Ecuador C.A. - ADELCA
Nro. Seguimiento	Primer seguimiento
No. de resolución	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2024-00013973
Fecha de aprobación	2-oct-24
Fecha de vencimiento	22-sep-26
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	Capital de Trabajo, financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos.
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 Tercer Programa de Papel Comercial a la fecha de este informe no registra monto en circulación, y no contempla procedimientos de rescates anticipados.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico y riesgo sectorial

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia, con un crecimiento de 2.4%. Por su parte, la previsión de crecimiento para 2024 se ha ido ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la cifra oficial del BCE es un aumento de 0.9%, el FMI proyecta una contracción de 0.4% en este año y un crecimiento de 1.6% para el 2025. En estas cifras se consideran las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que sufre el país desde septiembre

2024. Adicionalmente, en el mes de octubre 2024 el Banco mundial redujo su proyección de crecimiento del 0.07% (jul-24) al 0.03% debido a persistentes obstáculos estructurales de la región¹.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del presidente Daniel Noboa. Durante el año 2024 el nuevo gobierno ha enfrenado una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

Durante la gestión de actual presidente se han aprobado varias leyes orientadas a una mayor recaudación tributaria y a superar los problemas mencionados. La Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, que fue aprobada por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, otorgó exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo. En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año fue aprobado un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardará un tiempo en resolverse². En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000MM del crédito obtenido con el Fondo Monetario

¹ <https://www.primicias.ec/economia/banco-mundial-expectativas-crecimiento-ecuador-80861/>

² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesita para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no serán suficientes. En diciembre de 2024, el FMI depositará otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas³.

En cuanto a la situación fiscal, hasta noviembre este se ubica en USD 2161 millones, y se incrementa a USD 3826 millones al restar los USD 1565 de auto retenciones al impuesto a la renta⁴. La recaudación tributaria alcanzó hasta septiembre 2024 USD 7,144MM por IVA, un 12.7% más que en el mismo periodo del 2023. Con todos los impuestos y contribuciones, la recaudación total llega a casi USD 15,485MM lo que representa un crecimiento del 14.7% interanual⁵. Esto como resultado de mayores recaudaciones de IVA, contribución temporal y autorretenciones a grandes contribuyentes.

En los primeros meses del año 2024 el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, USD 1.36 por barril menos que a lo presupuestado en la proforma. A octubre 2024 el precio del petróleo WTI alcanzó USD 75.63 y para lo que queda de año y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estima que el precio del petróleo podría rondar entre los USD 60 y 75⁶.

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuni⁷. Este bloque petrolero representa casi el 12% de la producción petrolera del país. El BCE estima que la producción petrolera no fiscalizada podría llegar a unos 177 MM de barriles solo si no cierra el bloque petrolero ITT y de 172MM si cierra. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148

millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.⁸ El primer pozo se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años.

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. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante los primeros meses del tercer trimestre. Desde el mes de septiembre y como resultado de la crisis energética que ha ocasionado apagones de hasta 14 horas diarias, se observa una disminución de la popularidad del actual presidente Daniel Noboa y consecuente caída en la intención de voto para las elecciones del año 2025⁹.

A noviembre 2024 el indicador de riesgo país está en torno a los 1250 puntos debido los crecientes temores sobre el impacto de la crisis energética en la economía y las finanzas públicas. Los inversionistas internacionales y multilaterales actualmente monitorean día a día la situación de las lluvias y el nivel de los embalses de las hidroeléctricas en Ecuador por lo que se espera un incremento en la volatilidad de este indicador¹⁰.

La Cámara de Comercio Ecuatoriana ha calculado que el sector industrial perdió USD 4000MM, por otro lado, el sector comercial sufrió una caída de USD 3,500MM en ventas. Esto refleja una afectación significativa en la productividad y competitividad de las empresas, las cuales tuvieron que paralizar operaciones, reducir turnos

³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

⁴ Reporte Macroeconómico No 189 del Observatorio fiscal, disponible en <https://observatoriofiscal.org/>

⁵ <https://www.forbes.com.ec/today/us-15485-millones-recaudaron-impuestos-enero-septiembre-n61065>

⁶ <https://www.primicias.ec/opinion/jose-xavier-orellana-gilmer/mercado-petroleo-gasolina-produccion-precio-78585/>

⁷ Primicias
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

⁹ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/intencion-de-voto-por-daniel-noboa-cae-y-para-luisa-gonzalez-se-mantiene-comunicar/>

¹⁰ <https://www.lahora.com.ec/pais/crisis-electrica-ecuador-mas-riesgo-argentina-inversionistas-internacionales/#:~:text=El%20riesgo%20pa%C3%ADs%20de%20Ecuador,la%20Argentina%20con%201.100%20puntos.>

o en el peor de los casos incluso cerrar temporalmente¹¹.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023 y esta calificación se reafirmó en agosto 2024. Esta modificación fue impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado. La calificadora consideró también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses.

FITCH considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez, la misma que ya se ha evidenciado desde 2023.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.40%¹² frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

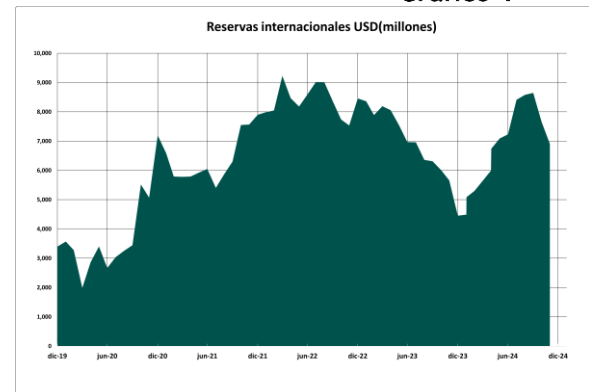
Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	2.40%	0.90%
Exportaciones	2.54%	2.30%	2.40%
Importaciones	4.49%	2.60%	-0.80%
Consumo final Gobierno	4.46%	3.70%	1.10%
Consumo final Hogares	4.59%	1.40%	0.20%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	0.50%	0.60%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente se han recuperado y presentan

niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, a un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 1



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Sector industria del acero

El precio del acero está sujeto a fuertes fluctuaciones debido a la oferta y la demanda, así como a factores externos. En los últimos años, la pandemia del coronavirus y la guerra de Ucrania han sido en gran medida responsables de la evolución del mercado del acero. A principios de 2024, los precios del acero todavía eran relativamente altos, sin embargo, los precios han caído continuamente y se encuentra en un nivel relativamente bajo desde mayo 2024, tendencia que continuaría en 2025 por la poca volatilidad en el mercado del acero. Los precios en América del Norte fluctúan los USD 690 por tonelada, en China se mantienen relativamente estables en un nivel bajo alrededor de USD 490 por tonelada¹³.

China sigue siendo el mayor productor y exportador de acero del mundo, pero en 2024 se han producido fuertes contrastes entre el mercado interno y los suministros externos; la producción de acero del país disminuyó un 1.7% anual, hasta 1.005 millones de toneladas, el nivel más bajo en cinco años, las exportaciones alcanzaron un máximo histórico de 110.72 millones de toneladas, un 22.7% más que en 2023, variación que refleja los profundos problemas estructurales de la economía china y tienen un impacto significativo en el mercado mundial del acero. A pesar de que China ha reducido la

¹¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/apagones-cortes-de-luz-perdidas-empresas-industrias-7500-millones-camara-de-comercio-de-quito-monica-heller-ecuador-2024-nota/>

¹² <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-registro-un-crecimiento-de-2-4-en-2023->

1616#:--:text=En%202023%2C%20el%20Producto%20Interno,%2C2%25%20alcanzado%20en%202022.

¹³ <https://jactio.com/es/stahlpreisentwicklung-aktuell/>

producción de acero, las exportaciones siguen creciendo en medio de una débil demanda interna, ya que el principal factor en la caída del consumo es la desaceleración de los sectores de la construcción y la industria, como principales consumidores de acero; el gobierno chino sigue aplicando una estricta política de control de la deuda, que restringe la financiación de nuevos proyectos de infraestructura, lo que reduce la demanda de acero en el mercado interno. Además, el aumento de los costes energéticos y las normas medioambientales más estrictas también han provocado una caída de la producción¹⁴.

A nivel local, el sector de manufactura de productos no alimenticios, en el tercer trimestre de 2024 registró una variación interanual negativa de 5.4%. Dentro de esta clasificación, la industria de fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal tuvo un desempeño negativo del 2%¹⁵.

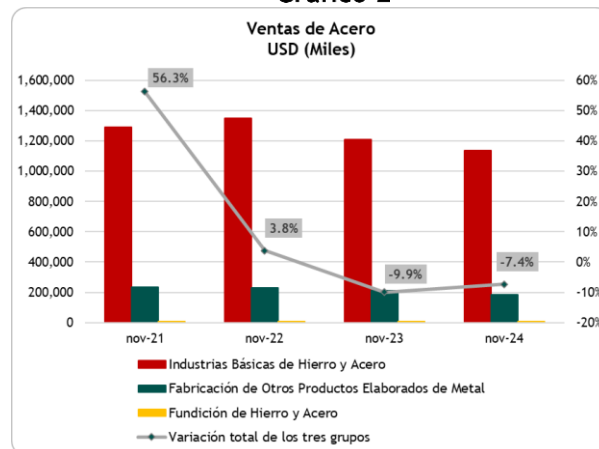
Cabe indicar que las cifras corresponden a la presentación de resultados en base al cambio de año base (metodología de base móvil) que utiliza el Banco Central del Ecuador para la presentación de Cuentas Nacionales (CN), y adicionalmente el sector económico de Manufactura se desagrega en las ramas de “Manufactura de productos alimenticios” y de “Manufactura de productos no alimenticios”.

Dentro del sector manufacturero, la fabricación de metales (CIIU C24) a diciembre 2023 representó el 4.47% 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 92,822 empleos directos y 400,000 empleos indirectos, además el negocio de la chatarra mediante más de 800 proveedores formales beneficia a más 10 mil familias¹⁶.

Entre las principales actividades del sector metalmecánico 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.

Gráfico 2



Fuente: SRI

Elaboración: BWR

Luego de la importante caída en las ventas de los tres grupos del gráfico anterior registrada en 2020, a causa de la pandemia, y la importante recuperación interanual del 56.3% en 2021, a noviembre 2022 el crecimiento se ralentizó, y las ventas decrecieron posteriormente. Cabe indicar que, en 2021, el mayor precio del acero influyó en el crecimiento de las ventas en dólares. Hasta noviembre 2024, las ventas de acero decrecieron interanualmente el 7.4%.

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; además es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse.

La construcción en el tercer trimestre de 2024 decreció en 2.5% (serie ajustada) en comparación con el tercer trimestre del 2023. De acuerdo con la información de insumos necesarios para la construcción, la producción en toneladas métricas de cemento cayó respecto al tercer trimestre de 2023 en 1.6% y los despachos en toneladas métricas cayeron en 2.8%. De igual forma, las ventas de productos metálicos y no metálicos demandados como insumos por la industria de construcción registraron una caída interanual de 9%. Las importaciones de materiales de

¹⁴ <https://ategi.com/2025/02/06/el-mercado-del-acero-en-china-en-2024-y-prevision-para-2025/>

¹⁵

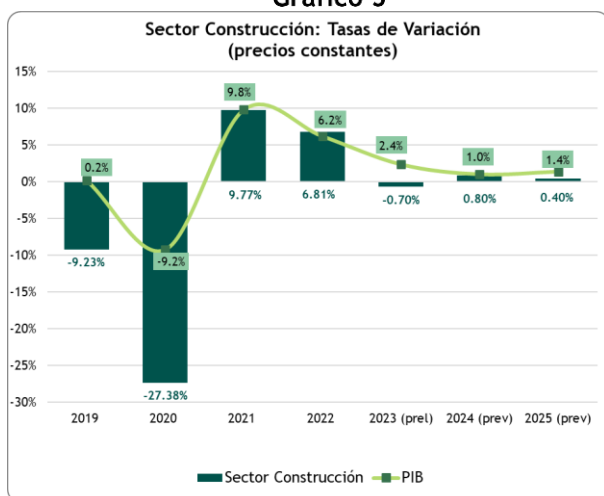
https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2024.pdf

¹⁶ <https://fedimetal.com.ec/estadisticas/>

construcción en TM se redujeron en 2.7%¹⁷.

Las principales actividades económicas que registraron disminuciones en el empleo, clasificadas según la nomenclatura de la CIU fueron: Construcción de carreteras y líneas de ferrocarril (-12.1%), Construcción de edificios (-5.8%), Construcción de proyectos de servicios públicos (-22.1%), Fontanería (plomaría, gasfitería) e instalación de calefacción y aire acondicionado (-2.1%); y, Terminación y acabado de edificios (-8.7%). Respecto al tercer trimestre de 2023, el VAB de la construcción decreció 2.5% en su serie ajustada por efecto estacional¹⁸.

Gráfico 3



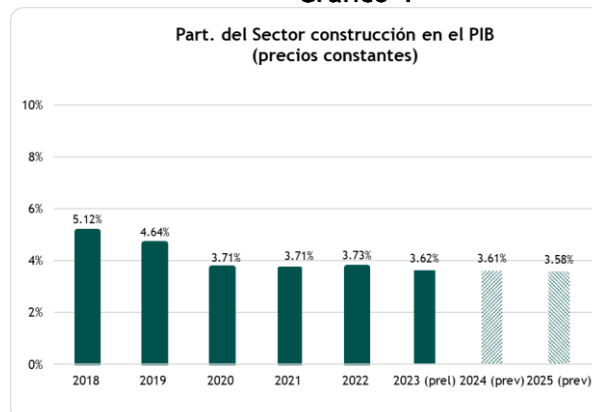
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El sector de la construcción en el año 2023 generó un PIB de USD 4,695MM, con una contracción del 0.7% en comparación con el año 2022. Para el año 2024 se proyecta un incremento del 0.8% y alcanzaría los USD 4,258MM del PIB, de acuerdo con cifras del Banco Central del Ecuador. En cuanto a las ventas acumuladas en el año 2023 reflejaron un incremento del 3.3% frente al 2022; y en el primer semestre de 2024, el sector ha generado USD 2,413MM lo que representa un decrecimiento del 7.28% en comparación al mismo período del 2023 de acuerdo con información del Servicio de Rentas Internas (SRI)¹⁹.

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2024.pdf

¹⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2024.pdf

Gráfico 4



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

De acuerdo con la Cámara de la Construcción de Guayaquil y de la Federación de Cámaras de la Construcción del Ecuador, el sector está en un nivel de recuperación y a la expectativa de los resultados para el segundo semestre de 2024, de los beneficios vigentes de la Ley de Eficiencia Económica, que dispone la devolución del IVA para las personas naturales y las sociedades que hubiesen pagado este tributo en las adquisiciones locales o importaciones de bienes y servicios para la construcción de proyectos inmobiliarios, sin embargo, esta ventaja no ha tenido todavía impactos positivos debido a que la demora en la emisión del reglamento, que fue publicado el 28 de mayo de 2024. La disminución del IVA al 5% está enfocada a un segmento popular de familias que buscan hacer ampliaciones a sus viviendas, y la devolución del IVA está enfocada a las promociones de grandes áreas para los inversionistas²⁰.

El sector continúa con el desafío de reactivarse tomando en consideración la reducción de la inversión en infraestructura pública, el deterioro del entorno operativo, la inseguridad, 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

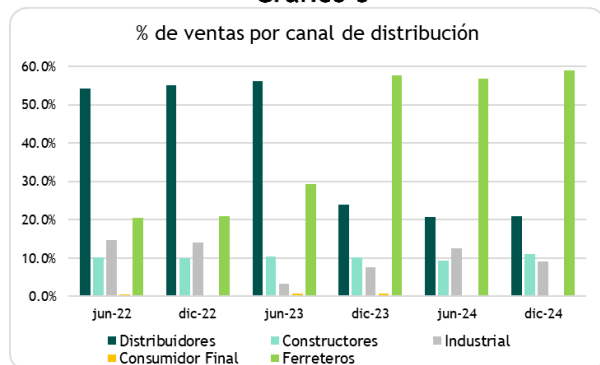
¹⁹ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-sri>

²⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/iva-construccion-incentivos-tributarios-ecuador-nota/>

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

ADELCA mantiene sus ventas diversificadas a través de varios canales de distribución. Estos canales incluyen distribuidores, ferreteros, constructores, industriales y consumidores finales. Hasta junio 2023, el canal de distribuidores predominaba, pero a partir del segundo semestre de 2023 la segmentación de clientes se modificó y el canal de ferreteros alcanzó el 57.6% y el de distribuidores se redujo. A diciembre 2024, el canal de ferreteros continúa teniendo la mayor participación con un 59.0%, seguido por distribuidores con 21.0%, industrial 9.0%, y constructores 11.0%.

Gráfico 5



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

ADELCA fue fundada en 1963 con enfoque en la producción de varillas de acero para la construcción. En 2008, comenzó la fabricación de palanquilla mediante el reciclaje de chatarra. Para la Compañía, la planta de fundición es fundamental para alcanzar la reducción de costos y mantener márgenes de utilidad, además de disminuir la dependencia de los proveedores de palanquilla, que se utiliza principalmente en su línea de laminados. La gestión eficaz de costos en esta industria es crucial debido a la presión competitiva que limita los precios.

A diciembre 2024, la Compañía cuenta con 1,129 colaboradores.

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.

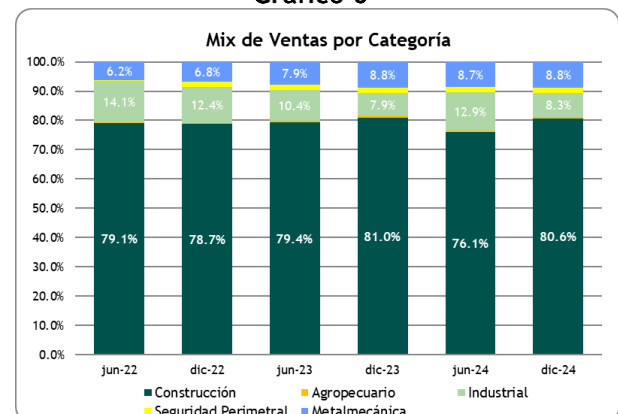
Las plantas de producción de ADELCA, ubicadas en Alóag y Milagro, se especializan en la fabricación de laminados y fundición de acero. La planta de Alóag tiene una capacidad instalada anual de 300M

toneladas métricas tanto para laminados como para fundición. Por otro lado, la planta de Milagro cuenta con una capacidad instalada anual de 400M toneladas métricas para laminados y la misma cantidad para fundición de acero. Debido a la pandemia de COVID-19, la Compañía decidió centralizar el proceso de fundición en la planta de Milagro, la cual es más moderna. A diciembre 2024, la utilización de su capacidad instalada de laminados es del 52.79%, y de fundición es del 60.23%, de la planta de producción ubicada en la ciudad de Milagro.

ADELCA utiliza tecnología moderna que le permite ofrecer productos de calidad. Mantiene 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. Por otro lado, la certificación ISO 14001:2015, demuestra su responsabilidad y compromiso con la protección del medio ambiente. ADELCA también cumple la norma ISO 45001, para sistemas de gestión de seguridad y salud en el trabajo, destinada a proteger a los trabajadores y visitantes de accidentes y enfermedades laborales. Estas certificaciones fueron actualizadas en noviembre 2021 y tienen validez hasta el año 2024.

La comercialización de sus productos se realiza a través de cinco categorías: construcción, industrial, metalmecánica, seguridad perimetral y agropecuario. La construcción se mantiene como la más importante y alcanza el 80.6% de participación a diciembre 2024, seguido de los sectores industrial y metalmecánica.

Gráfico 6



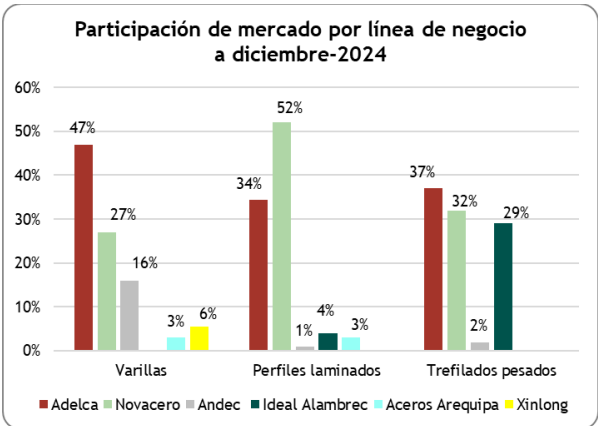
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

La Compañía tiene tres líneas de negocio: laminados, trefilados y planos. La primera abarca la producción y comercialización de varillas de construcción (recta y figurada), perfiles (ángulos, barras, pletinas y tees) y alambrón. La línea de trefilados por su parte incluye productos como: alambres de púas, clavos, grapas, mallas sismo resistentes electrosoldadas, de cerramiento, de tumbado, varillas trefiladas, vigas y viguetas.

Desde el año 2023, la Compañía incursiona en la línea comercial de planos, que incluyen productos como: perfiles doblados, techos y tubos, orientados a clientes en los que ya tienen fidelidad. La nueva línea ha permitido contrarrestar en 2024 la contracción en la venta de otros productos fruto de la coyuntura económica actual.

Para la generación de palanquilla, materia prima de la línea de laminados, la empresa compra chatarra, tanto local como en el exterior, ya que la demanda nacional supera la oferta local. El reciclaje de chatarra, principal fuente de materia prima ha consolidado la imagen de ADELCA como una empresa socialmente responsable y líder en el sector de reciclaje. La Compañía adquiere barcos viejos o fuera de servicio para reciclar su chatarra, una estrategia exitosa que garantiza material de alta calidad a bajo costo. Dispone de un dique que facilita el desguace de barcos y cuentan con varios puntos de acopio de chatarra en todo el país para mejorar la logística. Además, ha implementado el programa “Club de Recicladores” para fidelizar y formalizar a los proveedores de chatarra.

Gráfico 7



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

En la participación de mercado, con corte a diciembre 2024 la Compañía lidera en su principal línea de negocio (varillas), así como en trefilados pesados, mientras que en la línea de perfiles laminados ocupa la segunda posición.

ESTRUCTURA DEL GRUPO- ADELCA

Acería del Ecuador C.A. - ADELCA tiene inversiones en su subsidiaria Provmetálica S.A., con una participación del 99.99%. Esta compañía fue constituida en Ecuador en noviembre del 2007 y se dedica a la venta al por mayor y menor de materiales reciclables. Según las notas de balances auditados del año 2023, en los últimos cinco años esta compañía no ha llevado a cabo operaciones.

Además, ADELCA posee participación minoritaria en HomeCenters Ecuatorianos S.A.S y Colegios del Ecuador COLDEC S.A.S, negocios nuevos en los que ha realizado inversiones desde el cuarto trimestre del 2022. A diciembre 2024, las inversiones en subsidiarias representan el 5.48% del total de activos de ADELCA.

ADELCA mantiene relaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas en diversos países de Centroamérica, principalmente en Nicaragua y Costa Rica. La actividad principal de estas empresas es la compra de chatarra para luego venderla a ADELCA.

Por vinculación accionarial ADELCA pertenece al grupo económico del mismo nombre, conformado por las empresas con participación minoritaria: Durallanta, Cavstates y Direcacero, de acuerdo con los últimos datos disponibles en la página web del Servicio de Rentas Internas (SRI). Es importante mencionar que no consolida balances con estas empresas y no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A la fecha de corte de la información analizada, ADELCA cuenta con un patrimonio de USD 267.01MM, del cual el capital social representa el 28% de su estructura total. A continuación, se detalla su estructura accionarial:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
ELERAYNA BAY LLC	Estados Unidos	13,228	18.25%
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	9,524	13.14%
CAPITAL SOCIAL		72,500	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La estructura accionarial de ADELCA está dividida en 20 entidades jurídicas y personas naturales. Los principales accionistas son entidades jurídicas, y las principales cuatro corresponden a sociedades de responsabilidad limitada domiciliadas en Estados Unidos.

La política de dividendos de la Compañía establece el pago de alrededor del 25%, calculados sobre las utilidades del año anterior, considerando factores económicos y futuras inversiones en CAPEX, por lo que el porcentaje puede variar. En el año 2023 se pagaron dividendos por USD 7.95MM (25.06% de los resultados del año 2022) y a diciembre 2024 por USD 5.04MM (24.14% de los resultados del año 2023).

A diciembre 2024, mantiene acciones en tesorería por USD 437.5M compradas a sus accionistas minoritarios en el año 2021. Esta recompra de

acciones se realizó 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 33.1% de la capitalización ²¹ de la Compañía. La solidez patrimonial de la empresa demuestra compromiso de los accionistas con la operación a largo plazo de la compañía.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de ADELCA, así como la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación, son adecuados y, en la actualidad no presentan 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 metalmecánico.

El órgano supremo para la gobernanza de ADELCA es la Junta General de Accionistas (JGA). 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. Como buena práctica de gobierno corporativo, la empresa cuenta actualmente con tres miembros externos dentro de este órgano.

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, y 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 período de cinco años y tiene como parte de sus funciones la representación legal de la Compañía, la administración de la entidad y de 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 Direcero 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 entre noviembre y diciembre 2025. 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 de consultores internacionales y la mejora en la gestión del inventario mediante mejoras digitales.

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, 2022 y 2023. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Se analizan también los estados financieros auditados por la firma Deloitte del año 2024, el mismo no contiene observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

Además, se cuenta con la información de balances consolidados de ADELCA con la subsidiaria

²¹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

Provmetálica; estados financieros auditados por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para los períodos 2021, 2022 y 2023, los mismos no contienen 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.

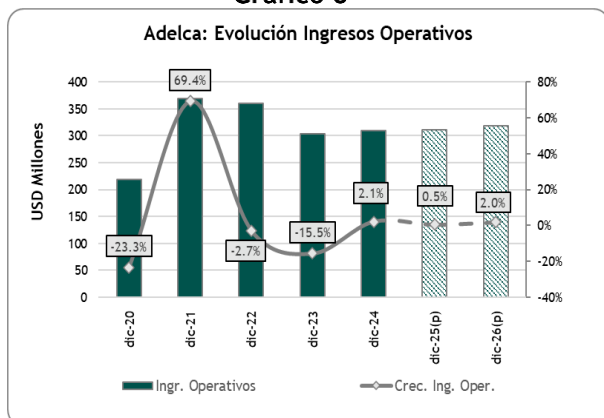
Se incluye en el análisis la sensibilización de proyecciones recibidas de ADELCA sobre los estados financieros de los períodos 2025-2026, a fin de incorporar la visión y expectativas de la calificadoradora. Las proyecciones de la Compañía incorporan las expectativas sobre el crecimiento de las ventas, manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro.

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

Gestión Operativa y Tendencias

Las ventas históricas de la Compañía presentan una tendencia variable, influenciada por la evolución que ha tenido el sector de la construcción y el impacto en la economía derivada de la coyuntura por los cortes de luz, la inseguridad y la disminución del consumo de los hogares. Esto se debe a que la Compañía es uno de los principales proveedores de insumos para dicho sector, principalmente para obras del sector privado.

Gráfico 8



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente, la disminución más significativa en las ventas de la Compañía se registró en 2020 debido a la pandemia de COVID 19. Sin embargo, en 2021 se observó un notable crecimiento (69.4%)

impulsado por la recuperación de la demanda en diversas industrias y el aumento de los precios de los materiales para la construcción relacionados con sus líneas comerciales.

En el año 2023, las ventas disminuyeron en 15.5% debido a una menor cantidad de proyectos de construcción, la curva de aprendizaje asociada a las nuevas líneas comerciales, y el aumento de la inseguridad en el país, que afectó tanto al canal de distribución de ferreteros como al sector informal de la economía.

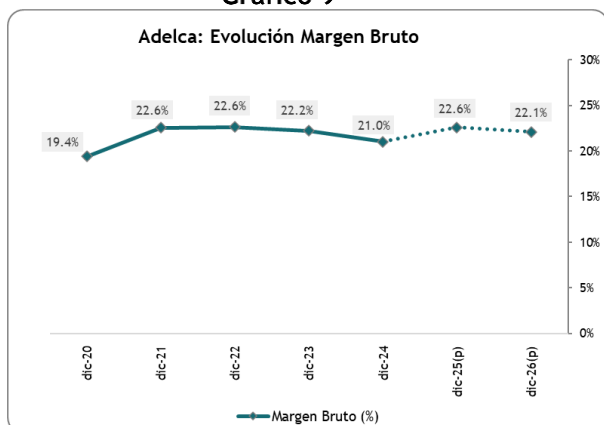
En el año 2024, el crecimiento anual es del 2.1%, que se consiguió gracias a la evolución positiva de la nueva línea de Planos, cuya facturación fue mínima en el año 2023, así como a una exportación de palanquilla. Esto contrasta con las líneas comerciales de laminados que crece en volumen (toneladas) el 0.6% y trefilados el 5.0%, pero en términos absolutos decrecen anualmente el 5.3% y 6.5% respectivamente.

Para el año 2025 la Compañía espera obtener un crecimiento de ventas del 0.45%, teniendo en cuenta la evolución en los nuevos productos ya que la línea de Planos tendría la mayor ejecución (crecimiento en volumen del 71.5%), la desaceleración de la economía y estiman que los precios se mantengan estables para materia prima como para semielaborados y productos terminados en base a la estrategia comercial. En las proyecciones de este informe, se mantienen los supuestos detallados por la Compañía, los cuales se justifican bajo los planes de expansión tanto de la nueva línea como de sus líneas tradicionales.

El margen bruto se ha mantenido estable en los últimos períodos históricos gracias a las mejoras en la productividad en la nueva planta industrial, impulsadas por consultorías internacionales, y a un precio estable de la materia prima. El incremento en el costo de la materia prima se ha trasladado al precio de venta, mientras que los costos fijos han podido ser absorbidos por el crecimiento de los ingresos y la optimización de las plantas de producción.

En el período de análisis, el margen bruto es del 21.0% menor al registrado en el período 2023 (22.2%). La proyección del margen bruto para el año 2025 es del 22.6% y año 2026 del 22.1%.

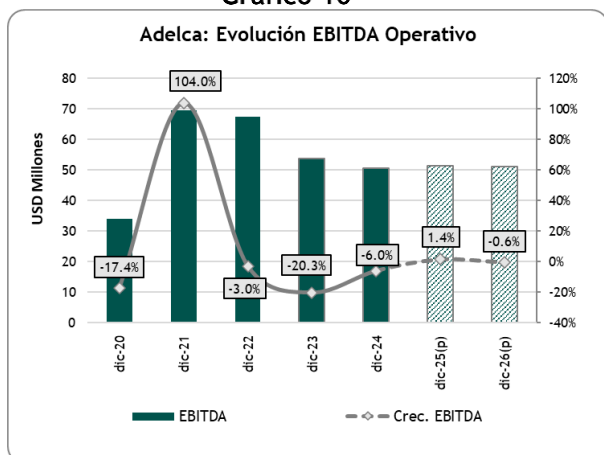
Gráfico 9



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

Los gastos operativos históricamente se mantienen estables, con una relación frente a las ventas del 10.8% en promedio. En el año 2023 fueron del 10.7% frente a las ventas (9.3% año 2022) incremento causado por las consultorías realizadas durante ese año e incursión en nuevas líneas de producción. En el año 2024, los gastos representan el 10.6% de las ventas, ligeramente menor al obtenido en el año 2023, y en términos absolutos crecen el 1.4% por la variación en el gasto de ventas que incluyen los gastos de exportación. Para la proyección para el año 2025 representaría el 12.08% de las ventas, y en el año 2026 el 11.96% en línea con el crecimiento esperado de los ingresos operativos.

Gráfico 10



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

Las fluctuaciones del resultado del ejercicio y del EBITDA están directamente relacionadas con el comportamiento de las ventas y las variaciones en el margen bruto. En el año 2023 la utilidad neta y el EBITDA disminuyeron en 34.2% y 20.3% respectivamente, en función de la tendencia de estos indicadores. En el año 2024, el decrecimiento es del 6.0% debido a la variación en el margen bruto y gastos operacionales. Las proyecciones sensibilizadas del año 2025

consideran una variación positiva del EBITDA (1.4%), en función de la expectativa de que el margen bruto se recupere.

El ROA y ROE en el año 2024 se sitúan en 3.51% y 6.36% respectivamente, reflejan una rentabilidad adecuada, que se reduce en comparación anual por las variaciones en las ventas del período y en el margen bruto.

Estructura del balance

ACTIVOS					
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Total Activo Corriente	48.1%	47.5%	50.2%	45.0%	44.5%
Fondos Disponibles	2.8%	6.1%	9.1%	5.6%	7.7%
Inversiones corto plazo	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	6.0%	12.5%	9.5%	9.0%	11.1%
Inventarios Neto	19.7%	25.7%	28.7%	27.9%	22.1%
Gastos anticipados	3.4%	2.2%	2.6%	1.7%	2.7%
Otros activos corrientes	0.8%	0.7%	0.3%	0.7%	0.8%
Total Activo No Corriente	51.9%	52.5%	49.8%	55.0%	55.5%
Propiedad, planta y equipo	48.0%	48.9%	46.3%	48.2%	47.3%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
Cuentas por Cobrar LP Otras	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
Activo Financiero no Corriente	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.2%	0.2%	0.6%	4.1%	5.5%
Activos Intangibles y Diferidos	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Otros activos	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
PASIVO Y PATRIMONIO					
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Total Pasivo Corriente	15.6%	21.4%	24.0%	21.6%	19.9%
Deuda Financiera CP	5.8%	2.2%	10.6%	12.2%	8.2%
Deuda Comercial	7.6%	13.6%	6.9%	5.3%	9.1%
Otros Pasivos CP	2.2%	5.6%	6.4%	4.1%	2.6%
Total Pasivo LP	39.8%	28.8%	23.3%	24.8%	23.4%
Deuda Financiera LP	37.8%	26.2%	21.0%	21.0%	19.8%
Otros pasivos LP	2.0%	2.6%	2.3%	3.8%	3.6%
PATRIMONIO	44.7%	49.8%	52.7%	53.6%	56.7%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: ADELCA
Elaboración: BWR

La estructura de activos está concentrada en el no corriente, que en el año 2024 representa el 55.5%, por la composición de propiedad, planta y equipo (edificaciones, maquinaria y equipos, instalaciones, activos en construcción). El 5.5% del activo corresponde a inversiones en empresas relacionadas, desde el período 2023 registra mayores inversiones en las empresas HomeCenters y Coldec, y esta última pasa de USD 2.24MM (año 2023) a USD 8.64MM (año 2024). El 1.8% del activo en el año 2024 es la porción a largo plazo de la cuenta por cobrar al cliente Ecuador-Ersindustries S.A. (ERSI) por proyectos ejecutados en años anteriores, y que se encuentra en proceso legal para su recuperación.

El 44.5% de los activos corresponden al corto plazo, en el que las cuentas por cobrar comerciales e inventarios son las más representativas. El inventario está concentrado en materia prima y semielaborados (alambrón), seguido de productos terminados, repuestos y materiales. En el año 2024, el inventario disminuye anualmente en

21.7% por variaciones en el consumo de bobinas que se compraron antes de que inicie la producción de la línea de planos y los cortes de energía eléctrica ocasionaron que las últimas semanas no se produzca. Esto genera un indicador de rotación de 153 días menor al obtenido en el año 2023 (202 días). La proyección para el año 2025 es mantener niveles de inventarios similares, también con el objetivo de optimizar su capital de trabajo y evitar afectaciones por la variación del precio de las materias primas y el indicador proyectado es de 160 días para el año 2025 y 156 días en el año 2026.

Las cuentas por cobrar comerciales netas de provisiones en el año 2024 crecen en 16.3% anual por el mix de productos que tiene la Compañía en sus ventas, con plazos de crédito otorgados entre 60 y 120 días; por lo que el indicador de rotación incrementa a 66 días (55 días en el año 2023).

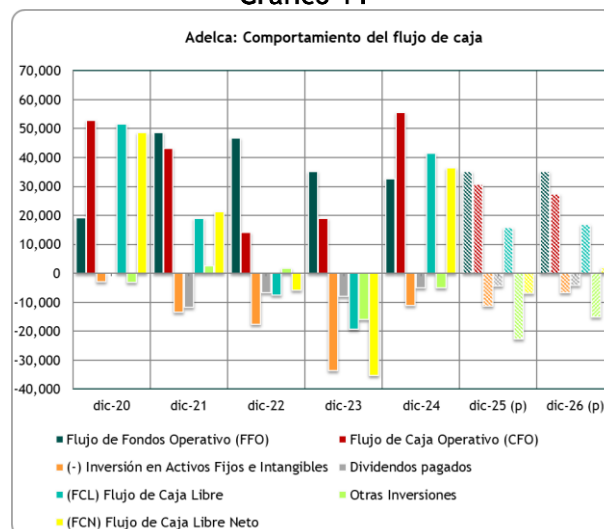
En la estructura de pasivo, la deuda financiera a largo plazo se mantiene como la principal fuente externa de financiamiento, y dicha estructura se considera adecuada por los tipos de inversiones que la compañía realiza, y mitiga el incremento del endeudamiento.

El patrimonio de la Compañía mantiene una composición importante en la estructura financiera, y respalda el financiamiento de los activos no corrientes.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Históricamente los flujos operativos de ADELCA han sido positivos, permitiendo cubrir las variaciones en el capital de trabajo, el gasto financiero y parte de las inversiones en CAPEX y subsidiarias. En el año 2024, el flujo de caja operativo (CFO) registra USD 55.49MM debido a la contribución positiva de la reducción del inventario, y el financiamiento de proveedores en la variación de capital de trabajo.

Gráfico 11



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La Compañía realizó en años anteriores importantes inversiones en CAPEX para mejorar la capacidad instalada de producción, por lo que esta es holgada y no ha significado mayores inversiones posteriores para las líneas tradicionales. En el año 2023 las inversiones por USD 33.5MM correspondieron principalmente a la construcción de un nuevo galpón y mantenimiento de las plantas y de la maquinaria, y en el año 2024 las inversiones en CAPEX ascienden a USD 11.06MM para mantenimiento de las plantas y equipos, además la implementación de proyectos de crecimiento orientados a seguir ampliando su oferta de productos metálicos. La proyección para el año 2025 es de USD 11.06MM y en el año 2026 por USD 6.44MM.

Por otro lado, en 2023 ADELCA realizó inversiones en nuevas subsidiarias, por USD 16.6MM para terrenos y construcción de instalaciones necesarias para el inicio de operaciones de estas. En el año 2024 estas inversiones contabilizan un incremento de USD 6.4MM; para el año 2025 este valor llegaría a USD 23.8MM, y en 2026 a USD 15.40MM.

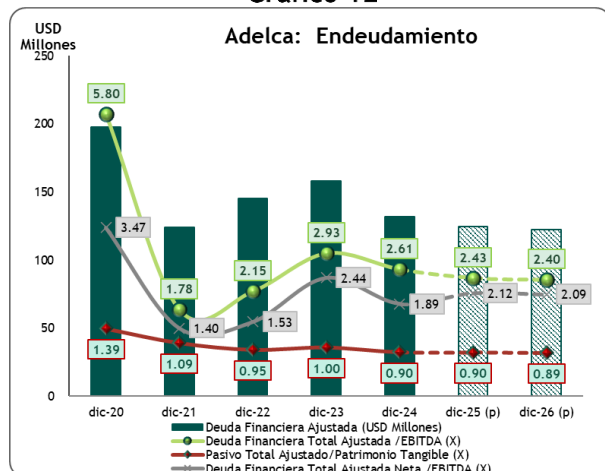
El flujo de caja libre (FCF) del año 2024 es positivo, aun luego de cubrir las inversiones en subsidiarias, por lo que la empresa logra disminuir el saldo de su deuda financiera. En contraste, en los años 2022 y 2023 las necesidades de capital de trabajo fueron mayores por lo que los recursos del flujo operativo no pudieron cubrir las inversiones de CAPEX, pago de dividendos e inversiones en subsidiarias, y la Compañía recurrió a mayor deuda financiera.

El flujo de caja libre neto (FCN) contabiliza USD 36.42MM en el año 2024, mientras que en el año 2023 fue negativo por USD 35.23MM.

Esperamos que en los períodos 2025 y 2026 los flujos de caja libre varíen en función de las inversiones proyectadas en otros negocios, y progresivamente se irá disminuyendo su nivel de deuda financiera. Esta expectativa se fundamenta en requerimientos más bajos de inversiones en CAPEX, y la optimización en el manejo de su capital de trabajo.

En el período analizado, el indicador de Deuda financiera total ajustada / EBITDA es de 2.61 veces (2.93 veces año 2023), y esperamos que para el cierre del 2025 y 2026 esta relación siga mejorando, acercándose a un indicador de 2.41 veces en promedio, indicador favorable para que la empresa mantenga una alta flexibilidad financiera.

Gráfico 12



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

En el año 2024, las obligaciones financieras totales contabilizan USD 131.82MM y representan 64.7% del pasivo total (año 2023 por USD 157.77MM). Debido a la reestructuración de plazos de su deuda financiera realizada en el año 2020, en el período de análisis el 70.8% de la deuda tiene vencimientos mayores a 1 año, y sus contrapartes son varias entidades financieras locales y del exterior.

Consideramos que la estructura de plazos de la deuda es una fortaleza 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 2024		
	Miles (USD)	%
2025	37,200	28%
2026	27,498	21%
2027	26,488	20%
2028	15,710	12%
2029	13,997	11%
2030	9,643	7%
Total Deuda Financiera	130,535	100%

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

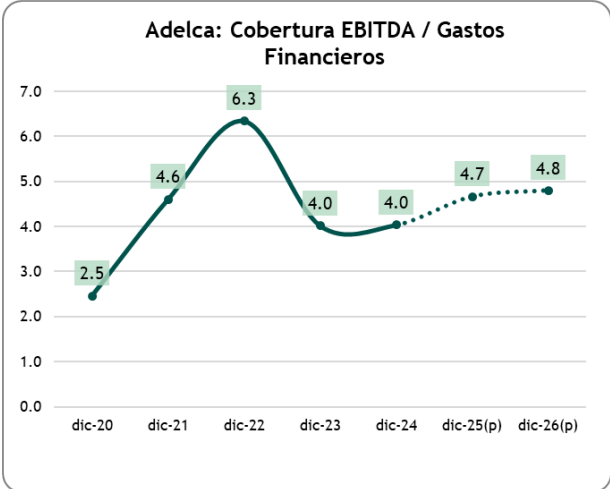
El indicador de pasivo total ajustado frente a patrimonio tangible a diciembre 2024 es de 0.90 veces, y el de deuda financiera ajustada frente a patrimonio tangible es de 0.58 veces, por lo que la estructura de patrimonio es importante frente al nivel de endeudamiento financiero, considerando que para el cálculo del patrimonio tangible se han restado las inversiones en subsidiarias (USD 25.78MM), cartera deteriorada netas de provisión (USD 9.93MM) y otros activos corrientes (USD 3.96MM). La cartera deteriorada neta de provisiones incluye cartera en proceso de recuperación judicial, y el saldo por cobrar a un cliente con el cual 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 y esperarían recuperarlos en el mediano plazo.

Capacidad de Pago y Liquidez

ADELCA históricamente tiene flexibilidad financiera para cumplir con el pago de gastos financieros. El indicador de cobertura se ubica en el año 2024 en 4.0 veces, es similar al año 2023, pero inferior a años anteriores debido al incremento en el nivel de deuda financiera y del aumento en la tasa activa en el sistema financiero ecuatoriano.

En la proyección sensibilizada esperamos que, gracias a la mayor eficiencia operativa, el indicador muestre una tendencia a recuperarse y supere las 4 veces desde el año 2025.

Gráfico 13



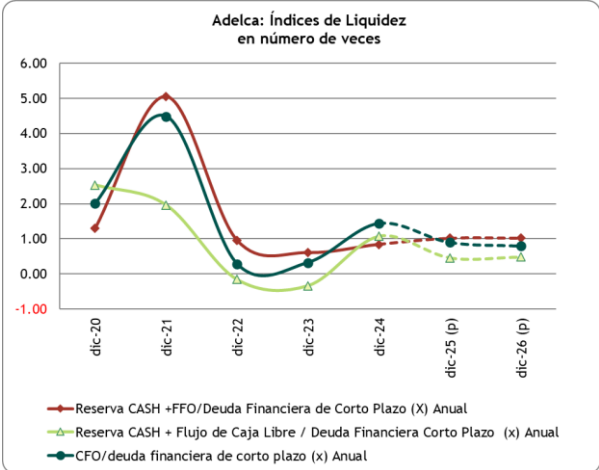
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La compañía cuenta con líneas de crédito adicionales por USD 402MM (incluyen líneas de crédito para operaciones contingentes como son cartas de crédito de importaciones), de las cuales el 66% no han sido utilizadas.

Los indicadores de liquidez calculados por la calificadora no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadora 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, así como las decisiones de inversión en CAPEX y en otros negocios. En el año 2024, el flujo de caja libre neto cubre aproximadamente el 92.9% de la deuda financiera corriente. El riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por 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 14



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

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

Fecha de corte	dic-24
Activo Ajustado (USD M)	428,902
Activo Total (USD M)	470,509

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	9,875	9,875	43.43
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	138,162	148,037	2.90
3era	Deuda sin garantía específica de balance	55,459	203,496	2.11
TOTAL		203,496	203,496	2.11

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis de ADELCA como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los programas de papel comercial analizados se encuentran respaldados por la garantía general de la empresa.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, inversiones en acciones y 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 diciembre 2024 el 44.5% 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

Para el Tercer Programa de Papel Comercial, 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 valores:



Descripción	Valor contable
Cuentas por cobrar	\$ 10,000,000.00
Inventarios	\$ 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.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
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.

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 y 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 y 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 o 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.
- 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.

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado del tercer programa de papel comercial asciende a USD 20MM, que representa el 7.49% 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. 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.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA							PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	19,063	79,546	26,505	41,809	26,759	36,111	15,808	15,484
Cuentas por Cobrar Comerciales	34,654	27,287	54,488	43,380	42,870	52,280	52,260	57,173
Inventarios	112,702	89,463	111,915	131,698	132,732	103,976	107,229	107,296
Activos fijos	228,039	217,865	212,886	212,462	229,301	222,739	218,573	209,162
Otros Activos	28,787	39,506	29,605	29,301	43,671	55,402	79,370	92,924
Total Activos	423,245	453,667	435,399	458,649	475,334	470,509	473,239	482,040
Cuentas por Pagar Proveedores	21,775	34,478	59,008	31,807	25,204	42,703	44,232	41,268
Deuda Financiera Total	185,903	197,828	123,871	145,051	157,765	131,816	124,746	122,571
Deuda Financiera Corto Plazo	67,984	26,344	9,633	48,761	57,961	38,555	34,287	34,369
Deuda Financiera Largo Plazo	117,919	171,484	114,238	96,290	99,804	93,261	90,460	88,202
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	20,277	18,778	35,590	39,875	37,508	28,977	68,798	67,229
Total Pasivos	227,955	251,084	218,469	216,733	220,477	203,496	193,544	189,800
Patrimonio	195,290	202,583	216,930	241,916	254,857	267,013	279,694	292,240
Resumen de Resultados								
Ventas	284,367	218,213	369,551	359,518	303,849	310,161	311,712	317,853
Costo de ventas	-236,415	-175,861	-286,160	-278,224	-236,292	-245,020	-241,265	-247,607
Otros ingresos operativos								
Egresos operativos	(28,315)	(23,247)	(33,244)	(33,364)	(32,493)	(32,958)	(37,655)	(38,025)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19,637	19,105	50,147	47,930	35,064	32,183	32,792	32,220
Ingresos y gastos no operativos neto	234	2,458	912	2,672	3,455	2,118	526	474
Gasto Financiero del período	(14,433)	(13,872)	(15,117)	(10,629)	(13,373)	(12,509)	(11,032)	(10,659)
Impuesto a la renta	353	(804)	(8,953)	(8,148)	(4,978)	(5,190)	(5,304)	(5,244)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	5,987	7,293	26,527	31,734	20,895	17,200	16,982	16,791
Otros resultados integrales	196	406	-462	-92	727	598	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	5,987	7,293	26,527	31,734	20,895	17,200	16,982	16,791
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	41,268	34,086	69,542	67,428	53,758	50,506	51,426	51,128
(-) Gasto Financiero del período	-14,433	-13,872	-15,117	-10,629	-13,373	-12,509	-11,032	-10,659
(-) Impuesto a la renta del período	-88	-989	-5,764	-10,097	-5,290	-5,458	-5,304	-5,244
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	26,747	19,224	48,660	46,703	35,095	32,539	35,090	35,225
(-) Variación Capital de Trabajo	1,883	33,644	-5,444	-32,510	-16,186	22,952	-4,247	-7,904
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	28,630	52,868	43,216	14,193	18,909	55,491	30,843	27,321
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	234	2,458	912	2,672	3,455	2,118	526	474
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-41	-845	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-11,743	-6,747	-7,954	-5,044	-4,300	-4,245
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,100	-2,705	-13,233	-17,487	-33,486	-11,060	-11,056	-6,444
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-427	-181	-276	-232	-212	-40	-215	-248
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	21,296	51,595	18,877	-7,601	-19,288	41,465	15,797	16,858
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-18,810	11,926	-73,957	21,180	20,180	27,069	-13,416	-2,175
OTRAS INVERSIONES NETO	-600	-3,039	2,477	1,725	-15,942	-5,044	-22,685	-15,006
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	-438	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,886	60,483	-53,041	15,303	-15,050	9,352	-20,303	-324
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	19,063	79,546	26,505	41,809	26,759	36,111	15,808	15,484
Indicadores								
Patrimonio Tangible	174,461	180,353	199,558	227,377	219,907	225,406	215,713	212,832
% crecimiento en ingresos operativos	-9.9%	-23.3%	69.4%	-2.7%	-15.5%	2.1%	0.5%	2.0%
MARGEN EBIT (%)	6.9%	8.8%	13.6%	13.3%	11.5%	10.4%	10.5%	10.1%
MARGEN EBITDA (%)	14.5%	15.6%	18.8%	18.8%	17.7%	16.3%	16.5%	16.1%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.85	2.39	4.22	5.39	3.62	3.60	4.18	4.30
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.86	2.46	4.60	6.34	4.02	4.04	4.66	4.80
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.86	2.46	4.60	6.34	4.02	4.04	4.66	4.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.50	5.80	1.78	2.15	2.93	2.61	2.43	2.40
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.04	3.47	1.40	1.53	2.44	1.89	2.12	2.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	49%	36%	37%	38%	33%	31%	30%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.39	1.30	5.05	0.96	0.61	0.84	1.02	1.02
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.42	2.01	4.49	0.29	0.33	1.44	0.90	0.79
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.31	2.53	1.96	(0.16)	(0.33)	1.08	0.46	0.49
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.30	2.41	2.22	(0.12)	(0.61)	0.94	(0.20)	0.05



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