

Ecuador  
Calificación Inicial

## NOVACERO S.A

### Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar al Programa de Papel Comercial y Emisión de Obligaciones emitidos por Novacero S.A. la calificación de “AA” dentro de la escala de calificación local. Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general

**Posición Competitiva Consolidada y altas barreras de entrada:** Novacero S.A es una de las empresas líderes del mercado nacional de acero, con participación en varias líneas de negocio que diversifican su operación. La producción de acero se desarrolla bajo estándares altos de calidad y tecnología lo que significa una ventaja competitiva en calidad y costos. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por tratarse de un segmento de uso intensivo de capital.

**Inversiones constantes de mejora bajo un entorno económico desfavorable:** A pesar de las condiciones actuales del mercado, la compañía ha mantenido inversiones constantes en CAPEX las cuales le han proporcionado automatizaciones importantes en los procesos productivos.

**Mejora importante en los márgenes:** El cambio en el mix de ventas, las eficiencias en los procesos productivos y el menor precio de la materia prima han provocado una mejora en el margen bruto desde 2015 con clara tendencia a seguir mejorando. A pesar de la caída de ventas proyectada esperamos una mejora en términos de EBITDA para 2016. No obstante, la incertidumbre de los precios de la materia prima podría afectar los márgenes de la compañía en el mediano plazo.

**Nivel elevado de endeudamiento con tendencia a reducirse:** Debido a las constantes inversiones en CAPEX, históricamente Novacero S.A ha tenido un endeudamiento elevado y relativamente variable con relación a su generación (EBITDA), aunque ha mantenido una tendencia a reducirse desde el 2015, y la calificación otorgada considera la expectativa de que para 2016 y 2017 se ubique en niveles moderados.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y generación de EBITDA, esta relación se redujo a 3.5 veces. La calificación está ligada al supuesto de que el indicador Deuda Financiera Total/EBITDA mantenga una tendencia a la baja.

**Liquidez:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido más bien estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en mayor parte en el corto plazo. Frente a esto, la empresa planea reestructurar una parte de su deuda hacia el largo plazo, y en los próximos años se espera que genere un flujo de caja libre positivo que se utilizará para disminuir la deuda financiera. El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la aceptación que tiene la empresa en el sistema financiero gracias a su imagen y posicionamiento.

**Perspectiva:** Estable, sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento tuviera una tendencia distinta a lo esperado.

### Resumen Financiero

(Millones USD)	2015 (diciembre)	2016 (mayo)
Activos	218,683	225,346
Ventas	220,923	78,655
Margen EBITDA (%)	12.0%	14.9%
ROE (%)*	7.4%	10.6%
Deuda /Capitalización (%)	52.6%	53.2%
CFO / Deuda Fin CP (x)	0.77	0.33
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	0.43	0.19
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	3.52	3.54
Deuda Financiera Total /FFO (x)	5.74	5.41

#### Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrés F Crespo  
(5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto:acrespo@bwratings.com)

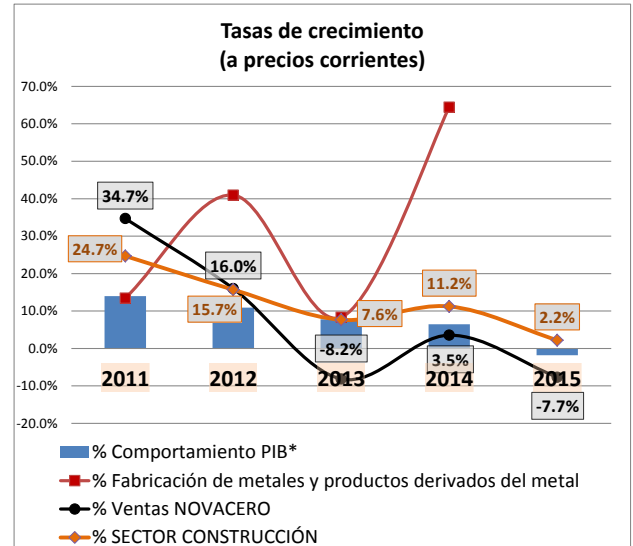
**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

Emisión de Obligaciones				
<b>Emisor:</b>	NOVACERO S.A			
<b>Monto Total Emisión</b>	20,000.000			
<b>No. de Resolución</b>	Q.I.MV.20131933			
	<b>Clase A</b>	<b>Clase B</b>	<b>Clase C</b>	<b>Clase D</b>
<b>Monto Autorizado</b>	5,000.000	5,000.000	5,000.000	5,000.000
<b>Monto Colocado:</b>	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
<b>Monto en Circulación:</b>	1,250	1,875	2,500	3,125
<b>Plazo:</b>	1440 días	1440 días	1800 días	1800 días
<b>Cupón de Interés:</b>	Tasa Pasiva Referencial + 3% anual	Tasa Pasiva Referencial + 3% anual	Tasa Pasiva Referencial + 3.5% anual	Tasa Pasiva Referencial + 3.5% anual
<b>Pago de Interés:</b>	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
<b>Fecha Emisión:</b>	21/05/2013	11/06/2013	21/05/2013	05/06/2013
<b>Fecha Vencimiento:</b>	21/05/2017	11/06/2017	21/05/2018	05/06/2018
<b>Garantía:</b>	General			
<b>Fecha Aprobación SIC:</b>	15-abr-13			
<b>Destino de la Emisión:</b>	Fortalecimiento de negocios de la compañía			
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.			
<b>Agente Estructurador:</b>	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A			
<b>Agente Colocador:</b>	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A			
<b>Agente Pagador :</b>	NOVACERO S.A a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador DCV-BCE			
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Governance Asesores Corporativos S.A.			

Emisión Papel Comercial	
<b>Emisor:</b>	NOVACERO S.A
<b>Monto Total Programa:</b>	15,000.000
<b>Monto en Circulación:</b>	0
<b>Número de Resolución:</b>	No. SCVS.IRQ.DRMV.2015.1862
<b>Fecha de aprobación:</b>	03-sep-15
<b>Fecha Tope Programa:</b>	23-abr-17
<b>Plazo del Programa:</b>	720 días
<b>Plazo de la emisión:</b>	359 días
<b>Cupón de Interés:</b>	Cupón Cero
<b>Pago de Capital:</b>	Al vencimiento del plazo de la emisión
<b>Garantía:</b>	General
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Masvalores Casa de Valores S.A Cavamasa
<b>Agente Pagador :</b>	NOVACERO S.A a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador DCV-BCE
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Governance Asesores Corporativos S.A.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



Fuente: Novacero S.A Elaboración: BWR

En 2015 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmecánica, las cuales están relacionadas con las actividades de Novacero S.A.

Por su parte, la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB de 4.5% para 2016 y de 4.3% para 2017. El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, la apreciación del tipo de cambio real y condiciones financieras restrictivas.

La industria metalmecánica tiene un peso considerable dentro del total de la manufactura (11.30% en 2014). Esto hace de esta industria la más importante dentro de dicho sector, luego de la agroindustria, que tiene una participación cercana al 36% del total. Con respecto al PIB la misma representa 1.13%.

El desarrollo del sector metalmecánico es parte de la meta gubernamental de cambio de la matriz productiva del país, y sustitución de importaciones. Esta necesidad se enmarca en la dependencia de materias primas y producto terminado que existe en relación al sector externo.

Actualmente cuatro empresas controlan más del 95% del mercado de productos de acero (laminados, perfiles y trefilados): Acería del Ecuador (ADELCA), Novacero S.A, Acería Nacional del Ecuador (ANDEC), e Ideal Alambrec.

Otras empresas que operan en el sector siderúrgico ecuatoriano pero menos relacionadas a la fundición

del acero son IPAC (tuberías de acero, planchas y flejes, perfiles estructurales de acero, platinas y ángulos laminados, perfilera estructural, acero inoxidable prepintado blanco y planchas de galvalume), y Trefilados del Ecuador - TREFILEC (trefilado de alambón, varillas trefiladas, mallas electro soldadas, vigas, clavos). Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) a escala nacional existen aproximadamente 20 empresas que producen cierto tipo de acero, mientras que cerca de 20 mil lo utilizan como materia prima.

Si bien las actividades de NOVACERO S.A se registran dentro del sector de fabricación de metales y productos derivados del metal, su desempeño ha estado siempre ligado directamente al del sector de la construcción, por ser este su principal mercado.

El sector de la construcción ha pasado de crecer un 25% en 2011 a 2% en 2015. En este último año ocupó el segundo lugar en importancia (11.4% del PIB), luego de la manufacturera.

El comportamiento del sector de la construcción no ha mostrado resultados alentadores en 2016. En el primer trimestre del año fue una de las industrias con mayor desaceleración (-4.4%), según información del Banco Central del Ecuador. El sector se ha visto afectado no solo por la caída de los precios del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública y la apreciación del dólar.

La construcción está expuesta a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el gráfico 1, y mantiene una correlación positiva frente al PIB.

Además, este sector estuvo entre los sectores con más porcentaje de desvinculación laboral durante el 2015 con un 27,6%, según el reporte *Situación Económica del Ecuador y su Impacto en el Mercado Salarial y Laboral: Realidad, Análisis, Cambios, Estrategias y Perspectivas*, de la consultora Deloitte.

Otro factor a tomar en cuenta es que la construcción se ha visto afectada por el incremento de las cuentas por cobrar al Estado. El presidente de la Cámara de la Industria de la Construcción (Camicon), Silverio Durán, explicó en junio-2016 que “el Gobierno empezó a pagar algo, pero no lo que se esperaba”. Sus socios le han indicado que el problema ahora está centralizado en Finanzas.<sup>1</sup>

Por otro lado la falta de liquidez en la economía ha provocado que el sistema financiero nacional disminuya la colocación de créditos por lo que la demanda de bienes inmuebles también se ve afectada. Adicionalmente las salvaguardias, los proyectos de ley referente a las herencias y la plusvalía han creado incertidumbre en el sector por lo que varios proyectos se encuentran retenidos hasta tener una perspectiva más clara respecto al futuro inmediato.

Podemos decir que en cuanto a las salvaguardias se busca impulsar la capacidad de reemplazo de bienes importados por lo que algunos participantes locales pueden aprovechar estas medidas.

Se espera un año difícil para el sector inmobiliario y de la construcción, consideramos probable una contracción del mismo para finales del 2016.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Actualmente es una de las mayores productoras y comercializadoras de productos de acero en el país. La compañía posee tres plantas industriales y tres oficinas de venta en Quito, Guayaquil y Cuenca a nivel nacional.

Novacero S.A comercializa principalmente los siguientes productos de acero: varilla, perfiles, viales, trefilados y cubiertas. La empresa se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le brinda ciertas ventajas sobre los demás competidores de la industria. Los segmentos con alto valor agregado y consecuentemente con mejores márgenes son aquellos que se comercializan en el segmento varilla que es su principal producto.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (97%) pero también exporta producto terminado a países como Costa Rica, Perú y Bolivia.

Cabe mencionar que en el año 2006 iniciaron el proyecto de acería para obtener su propias palanquillas, materia prima del proceso de laminación para la fundición de la chatarra metálica, que empezó a funcionar en octubre 2009 y les ha permitido mejorar su valor agregado, calidad y competitividad.

Los otros dos participantes importantes de la industria también cuentan con plantas de fundición. El manejo de costos particularmente en la industria es crítico ya que la competencia limita los precios.

A la fecha de corte de información de este reporte 1202 personas trabajan en la empresa, lo que hace a Novacero S.A uno de los mayores empleadores locales. El emisor no ha tenido problemas laborales materiales y tampoco tiene sindicato, manteniendo una buena relación con sus empleados. Además se les ha brindado seguridad y

1. <http://www.eluniverso.com/noticias/2016/07/17/nota/5693436/estado-debe-sus-proveedores-937-millones-segun-finanzas>

estabilidad laboral.

mayo-2016	
UNIDAD	PERSONAS
Administración	52
Comercial	74
Operaciones	15
Producción	601
Técnica	460
<b>Total</b>	<b>1,202</b>

La capacidad instalada de Novacero S.A en su principal planta (Lasso) es de 224 mil toneladas al año y actualmente tienen cerca de un 75% de utilización. Por su lado las plantas de Guayaquil y Quito tienen una capacidad instalada de 124 mil toneladas y 34 mil toneladas respectivamente.

Al ser una de las acerías más grandes del Ecuador, la empresa utiliza economías de escala a favor de sus costos, lo que se refleja en altos niveles de eficiencia operacional, que ha mostrado una tendencia a mejorar en los últimos años. Los niveles de eficiencia operacional de la planta están entre los más competitivos del país, hecho que también se debe a que la empresa ha realizado constantes inversiones de capital, especialmente durante los últimos años. Además la empresa constantemente ha estado renovando, modernizado sus maquinarias e innovando sus procesos productivos.

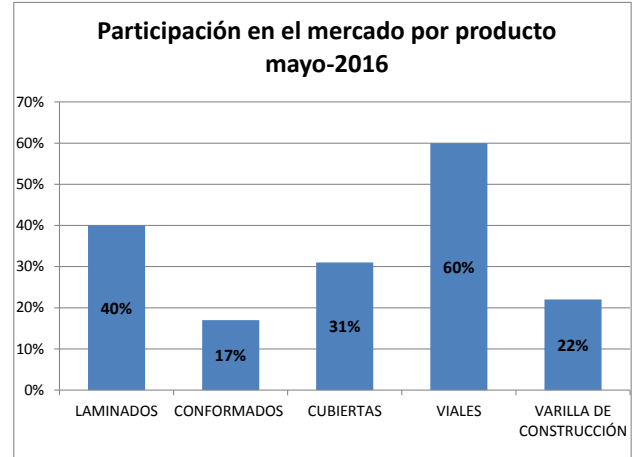
La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de la misma. Novacero S.A consume aproximadamente el 35% de la chatarra a nivel nacional y ha creado una red de microempresarios recicladores, los cuales se encargan de recopilar y venderle la chatarra a la empresa. Actualmente Novacero S.A trabaja con 32 centros de acopio a nivel nacional.

La diversificación de clientes y proveedores es otra fortaleza de la empresa. Tanto la recolección de materia prima (chatarra) como la distribución de productos se hace a medianos y grandes negocios. A mayo-2016, los 10 clientes más importantes por volúmenes de ventas representan apenas el 18% de las ventas totales; el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 2.9% de las ventas. Sin embargo como se mencionó anteriormente, un gran porcentaje de las ventas de la empresa se dan a nivel local y por lo tanto mantiene alta dependencia de la economía local.

La participación de mercado de Novacero S.A varía dependiendo del segmento y en su principal producto (varillas), posee una penetración del 22%. Dicho producto representa el 43% del total de las ventas de la compañía. A mayo-2016 la línea de cubiertas representó el 13% del total de ventas y a

su vez posee el 31% de participación en este mercado. Si bien la línea de laminados y viales tienen participaciones importantes en el mercado estas representan el 12% y 4% de las ventas respectivamente.

Gráfico 2



Fuente: Novacero S.A Elaboración: BWR

Es importante notar que en cada uno de los segmentos prácticamente la totalidad de ventas se concentra entre 2 y 4 empresas.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**

Novacero S.A no pertenece a ningún grupo empresarial ni tampoco posee empresas subsidiarias.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

Novacero S.A es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, como indica el siguiente cuadro:

Accionistas	Capital (USD)	Tipo	% de Participación
CARULEN SA	45,271,920	Extranjera	99.9%
LUIS VILLACRES SMITH	28,080	Natural	0.1%
<b>TOTAL</b>	<b>45,300,000</b>		<b>100.0%</b>

A mayo 2016

El patrimonio de Novacero S.A suma USD 87.83 MM al 31 de mayo de 2016, el 51.6% corresponde a capital social.

Los accionistas soportan la operación mediante la capitalización de los resultados, en distintos porcentajes dependiendo de las necesidades de flujo de la empresa. En 2014 se repartió el 43% del resultado anterior, en 2015 se reinvertió el 100%, y para 2016 y 2017 la empresa prevé mantener esta última política.

**ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La administración de Novacero S.A, está conformada por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y operativa en la industria

metalmecánica es amplia.

La empresa cuenta con un Directorio que sesiona regularmente dos veces al año o con mayor frecuencia si es que se requiere. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con cinco Miembros Principales, de los cuales tres son independientes.

Además de la Presidencia Ejecutiva de la compañía, la administración se encuentra conformada por siete gerentes incluyendo el Gerente General. El Presidente Ejecutivo tiene amplia experiencia en el sector y una gran trayectoria dentro de la empresa.

Novacero S.A posee un Departamento de Auditoría Interna el cual reporta directa e independientemente, ya sea a la Presidencia Ejecutiva o a la Gerencia General. Adicionalmente, la empresa cuenta con la certificación de calidad ISO 9001:2007, además de las normas de calidad ecuatorianas INEN requeridas.

Respecto a la administración de riesgos ambientales y del personal, la compañía mantiene la certificación ISO 14001:2004, sobre el Sistema de Gestión Ambiental, y la certificación OHSAS 18001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional.

La plana gerencial de la compañía se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros pues una parte importante lleva en promedio 15 años o más en la empresa.

De acuerdo al Informe de Auditoría la empresa ha constituido las provisiones para las prestaciones laborales de acuerdo a lo establecido por ley.

Consideramos que la información ha sido presentada de forma transparente, clara y suficiente.

**PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas:**

Para el presente reporte se utilizaron los Estados Financieros de Novacero S.A., auditados del período 2013-2015 por la firma Kreston As Ecuador Cía, Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado Estados Financieros no auditados con corte al 31 de mayo de 2015 y mayo de 2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por Novacero S.A y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

**Gestión Operativa y Tendencias**

Los ingresos de Novacero S.A han estado

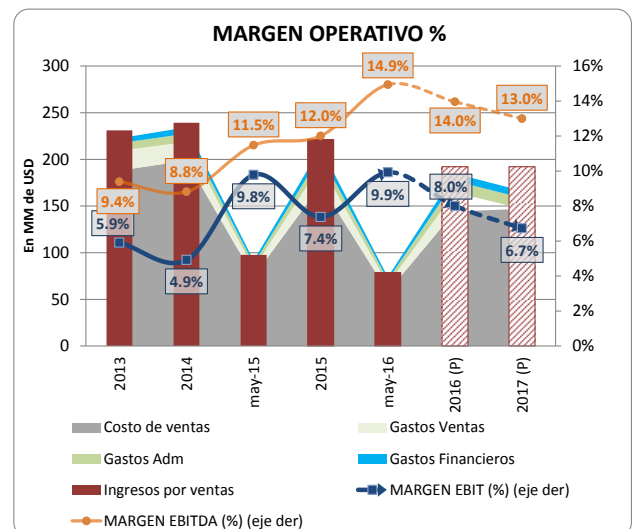
influenciados directamente por el comportamiento del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos importantes en la última década aunque como se mencionó anteriormente, ha venido desacelerándose en los últimos años.

En 2014 se aprecia un crecimiento en las ventas totales de 3.54%, no obstante para finales del 2015 los ingresos del emisor se contrajeron en 7.68%. La caída responde tanto a una reducción de volumen en toneladas como a un menor precio promedio, por la disminución en el precio del acero a nivel internacional y la menor demanda en el mercado nacional debido a la coyuntura económica.

En el 2016 se aprecia una profundización de esta tendencia; a mayo-2016 las ventas son menores en 19.4% con respecto a mayo-2015. La caída va en línea con la contracción económica actual (, y del sector de la construcción (-4.4% en términos constantes).

Según la administración de Novacero S.A la generación en el segundo semestre del año tendrá una mayor dinámica por lo que esperan que la caída se reduzca -3.8% para finales del año. No obstante, tomando en cuenta el entorno actual y el comportamiento en los primeros cinco meses del año, hemos considerado para el presente análisis una proyección de caída en ventas de aproximadamente 13% en 2016.

**Gráfico 3**



Fuente: Novacero S.A Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

El margen bruto en 2014 fue de 16.9%, porcentaje bajo con respecto a sus históricos. Este hecho se dio por los altos costos de materia prima (chatarra) que se manejaron durante el 2014, los cuales llegaron a representar aproximadamente el doble del costo actual. No obstante, tomando en cuenta las inversiones realizadas por la empresa en automatización de procesos y tecnología principalmente desde finales dicho año, se ha

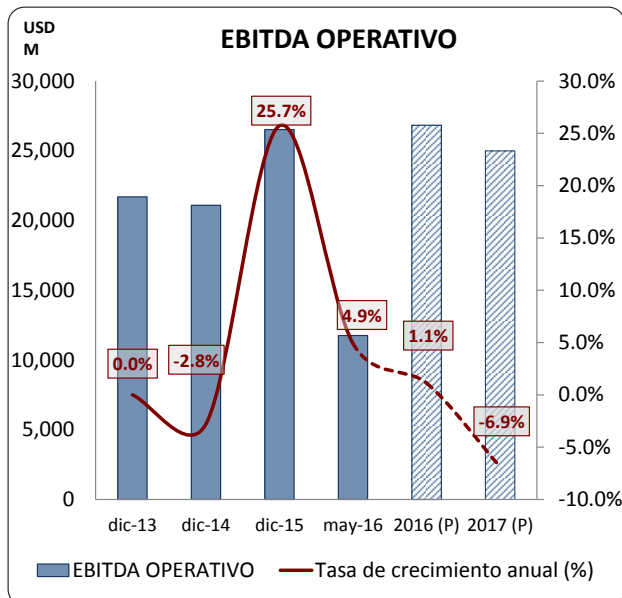
podido apreciar una notable mejora en este indicador (21.9% a diciembre-2015). Además, la adquisición de chatarra (materia prima para la fabricación de palanquilla) y palanquilla más barata también contribuyeron en esta mejora.

Vemos que en los primeros cinco meses del año ha existido una tendencia al alza del margen bruto y a la fecha de corte (mayo-2016) este es del 26%. Dicha mejora está explicada tanto por menores costos como por un cambio en el mix de ventas. La línea de varilla de construcción pasó de tener una participación de 38% en 2015 a 43.3% a mayo del 2016, además, la rentabilidad de dicha línea ha mejorado en casi 8 pp a la fecha de corte. Adicionalmente la baja del precio de la materia prima ha continuado en lo que va del año.

Debido a la incertidumbre de los precios de la chatarra y el hecho de que podría existir en el mercado una presión de los precios del producto terminado esperamos una ligera disminución del margen bruto para finales del 2016 (margen bruto: 25%), aunque se mantendría en niveles ampliamente superiores a sus históricos.

Por su lado, para 2017 esperamos un volumen similar de ventas, y debido a que el mismo es sensible a los factores externos antes explicados, en la proyección analizada se ha considerado un margen más conservador (23.5%).

**Gráfico 4**



Fuente: Novacero S.A  
 Elaboración: BWR  
 Proyecciones ajustadas por BWR  
 \*Crecimiento a mayo-2016 se compara con EBITDA de mayo-2015

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2015 ha sido menos expansivo. Sin embargo, la mejora del margen bruto provocó en 2015 un crecimiento del EBITDA del 24.6% con respecto a diciembre-2014. Por el mismo motivo el margen EBITDA mejora

significativamente de 8.9% en 2014 a 12% en 2015. Cabe mencionar que el margen de Novacero S.A en 2014 fue el más bajo de los años analizados.

Para 2016 y tomando en cuenta las eficiencias y cambios en el mix de ventas mencionados proyectamos que el EBITDA llegue a los USD 26.8 MM, 1.1% superior al del 2015.

Es importante tomar en cuenta que por ser una industria, el componente fijo de Novacero S.A representa aproximadamente el 90% de los gastos operativos, lo cual hace que la compañía sea menos flexible operativamente ante una menor generación. De esta manera se espera que en 2016 y 2017 el peso de los egresos operativos aumenten a un 17% y 16.8% de las ventas respectivamente, cuando históricamente se encontraban en promedio en 13.3%.

Novacero S.A posee flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 3.5 veces. Se espera que este indicador se mantenga al menos en niveles similares en los próximos años como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 5**



Fuente: Novacero S.A  
 Elaboración: BWR  
 Proyecciones ajustadas por BWR

**Estructura del Balance**

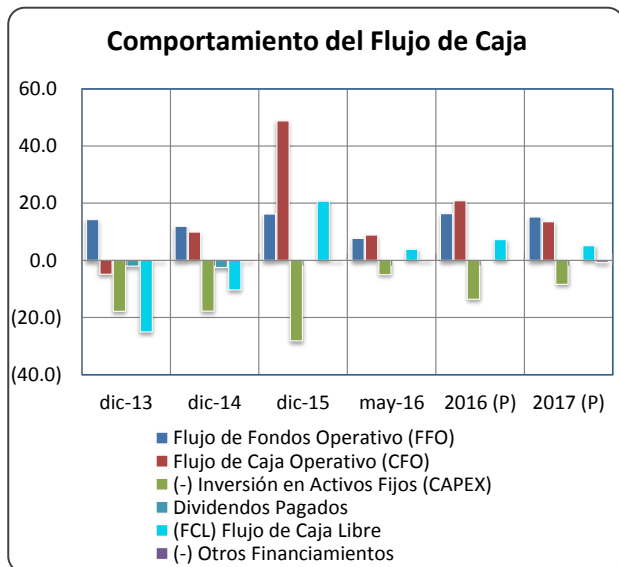
	dic-13	dic-14	dic-15	may-16
Total Activo Corriente	59%	58%	46%	47%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	2%	4%	1%	6%
CxC Comerciales	13%	13%	12%	13%
Inventarios Neto	38%	34%	24%	20%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados y otros	5%	7%	8%	8%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>54%</b>	<b>53%</b>
Propiedades	41%	42%	54%	53%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	dic-13	dic-14	dic-15	may-16
Total Pasivo Corriente	46%	53%	46%	43%
Deuda Financiera CP	32%	39%	29%	29%
Deuda Comercial	8%	10%	13%	9%
Otros Pasivos CP	6%	3%	3%	4%
Total Pasivo LP	19%	14%	16%	18%
PATRIMONIO	35%	33%	38%	39%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Novacero S.A  
Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Gráfico 6



Fuente: Novacero S.A  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente Novacero S.A ha generado flujos de caja operativos (CFO- luego de las variaciones de capital de trabajo) positivos. La excepción se da en el 2013 por una acumulación coyuntural de inventario que se fue liberando a lo largo del 2014.

En los últimos años la empresa se ha enfocado en realizar inversiones importantes de CAPEX enfocadas a automatizar la producción y mejorar su eficiencia. Tanto en 2014 como en 2015 estas incluyeron entre otros a la nueva planta en Daule y a mejoras en los centros productivos como por

ejemplo, un nuevo Horno Cuchara. El objetivo de este horno fue la eficiencia en tiempo de producción y consumo de energía.

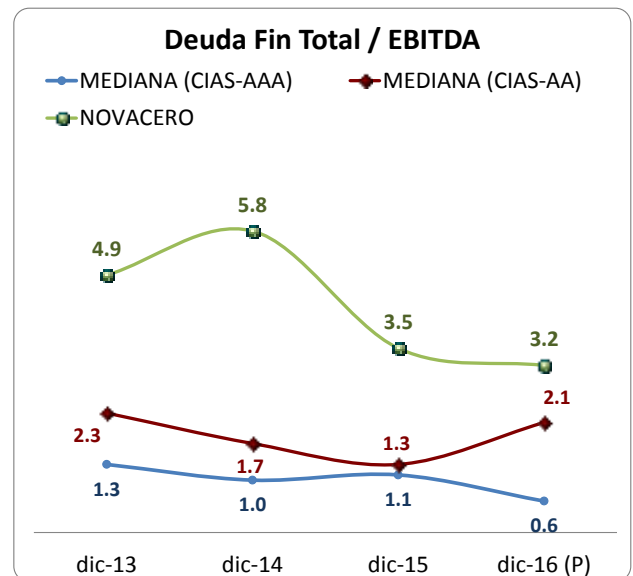
Lo anterior conllevó a que en 2015 existiera una notable liberación de inventario que contribuyó a que Novacero S.A obtuviera un CFO de casi USD 50 MM en dicho año (el más alto en todos los años analizados). Las eficiencias en los centros productivos lograron que le empresa optimizara su manejo de inventarios, bajando los días promedio de 161 en 2013 a 111 en 2015.

Además de estas inversiones, en 2015 también se realizaron inversiones importantes por adecuaciones de la planta de Guayaquil. En total estas ascendieron a USD 28 MM. Si bien el monto fue alto con relación a sus históricos, Novacero S.A obtuvo un FCL (flujo de caja libre) de USD 20.7MM, que le permitió reducir la deuda financiera en USD 28.1 MM.

En 2016 se esperan niveles similares de generación operativa (FFO), sin embargo la liberación de capital de trabajo será sustancialmente menor. Es por esto que proyectamos que el FCL de 2016 sea de aproximadamente USD 7MM.

Si bien existe incertidumbre respecto a la evolución del entorno operativo para 2017, considerando un supuesto de 0% en las ventas del 2017, una reducción del margen bruto y menor requerimiento de inversiones que en otros años, esperamos que en 2017 se dé también un FCL positivo aunque menor al del 2016.

Gráfico 7



Fuente: Novacero S.A  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

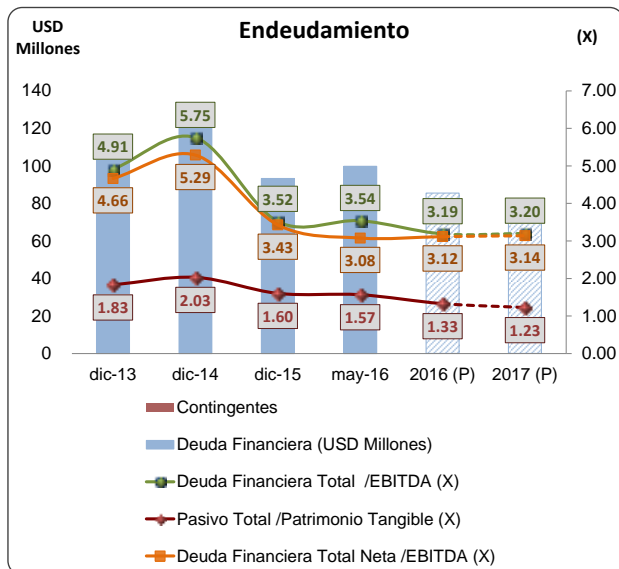
Debido a las constantes inversiones en CAPEX, históricamente Novacero S.A ha tenido un endeudamiento elevado y relativamente variable con relación a su generación (EBITDA). Este

indicador llegó a su pico en 2014 en donde la deuda financiera representó 5.75 veces el EBITDA. La deuda en este año fue la más alta en los años analizados (USD 121.4 MM).

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y generación de EBITDA, esta relación se redujo a 3.5 veces.

Como se explicó en la sección de gestión operativa, esperamos que en 2016 el EBITDA sea levemente mayor al del 2015 a pesar de la contracción del negocio. Adicionalmente, consideramos que el nivel de deuda se podría reducir en aproximadamente USD 8 MM para finales de este año. Por esta razón preveemos que la cobertura de deuda con el EBITDA disminuya a 3.2 veces, y se mantenga en niveles similares para el 2017.

**Gráfico 8**

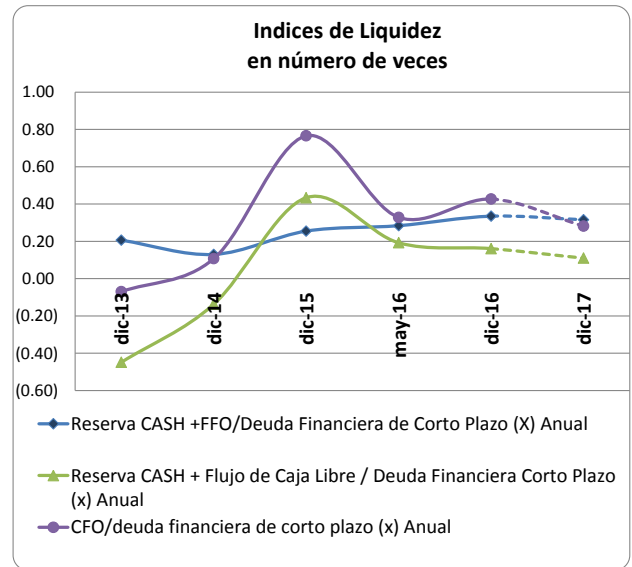


Fuente: Novacero S.A.  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

A mayo-2016 existe una concentración del 65.1% de la deuda financiera en el corto plazo; sin embargo, con base en la información del emisor proyectamos que para finales del presente año la deuda se restructure. La concentración en el corto plazo bajaría a aproximadamente el 56% y según Novacero S.A ya tienen algunas negociaciones concretas con bancos locales para este fin.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 9**



Fuente: Novacero S.A.  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido más bien estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en mayor parte en el corto plazo. Adicionalmente, las necesidades para pago de interés e impuestos reducen el flujo disponible para cubrir las variaciones de capital de trabajo que en 2013 y 2014 fueron negativas. Por otro lado la distribución de dividendos y las inversiones en CAPEX han utilizado el flujo generado requiriendo de refinanciamiento de la deuda financiera en estos dos periodos.

El gráfico anterior muestra que los indicadores de liquidez se recuperan en el 2015. El desempeño esperado para el 2016 se explica principalmente por una generación importante, una liberación del capital de trabajo y menores inversiones en CAPEX que el año precedente.

En el 2015 la empresa refinanció aproximadamente un 56% de su deuda financiera y en 2016 tendría que refinanciar entre un 75% y un 85% de la misma según las proyecciones.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la posición de la empresa en el mercado, su relación con varias instituciones financieras, y la expectativa de que en función de las negociaciones existente, el emisor logre refinanciar parte de su deuda a largo plazo.

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS**

Fecha de corte	may-16
Activo Líquido (USD M)	13,051.14
Activo Ajustado (USD M)	225,237.14
Activo Total (USD M)	225,345.52

may-16					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	10,214	10,214	1.28	22.05
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	99,832	110,045	0.12	2.05
3era	Deuda sin garantía específica de balance	27,468	137,514	0.09	1.64
<b>TOTAL</b>		<b>137,514</b>	<b>137,514</b>	<b>0.09</b>	<b>1.64</b>

Fuente: Novacero S.A  
Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.64 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

De acuerdo al cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte, los activos de la empresa 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. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

Un 47% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 13% y luego inventarios con 20% (neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 53% restante representa casi en su totalidad el activo fijo. La capacidad del activo fijo de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

**Resguardos de la Emisión de Obligaciones**

Dentro del contrato de emisión de la emisión de obligaciones calificada Novacero S.A se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

a) Medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social de la emisora, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas (i) Mantener una relación entre pasivos sobre el patrimonio no mayor de 3 a 1, durante el plazo de vigencia de la emisión de Obligaciones de Largo Plazo (ii) Mantener una relación de activos circulantes sobre pasivos circulantes mayor a 1, durante el plazo de vigencia de la emisión.

b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora y

c) Se obliga a mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

**Resguardos del Papel Comercial**

1. Mantener durante la vigencia del programa un capital de trabajo siempre positivo
2. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores
3. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a uno (1)
4. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
5. Se obliga a mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.
6. Se obliga a mantenerlos niveles de calidad y la excelencia en los procesos que la caracterizan con la finalidad de preservar el cumplimiento del objeto social de la compañía, tendiente a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas. Mantener una relación entre pasivos sobre el patrimonio no mayor de 3 a 1, durante



el plazo de vigencia de la emisión de Obligaciones

En función del certificado con corte mayo del 2016 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Debe notarse que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los seis últimos meses:

	SalDOS contables en dólares					
	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16
Activo corriente	100,817	98,780	99,603	102,324	103,738	106,282
Pasivo Corriente	100,000	97,743	98,338	96,488	95,740	97,505
Indicador Liquidez	1.01	1.01	1.01	1.06	1.08	1.09

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

A la fecha de corte de este análisis, Novacero S.A no mantiene emisiones en el mercado de valores además de las que están descritas en este informe

<b>NOVACERO S.A</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>may-15</b>	<b>dic-15</b>	<b>may-16</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	231,125	239,304	97,601	220,923	78,655
% crecimiento	-8.2%	3.5%	-2.1%	-7.7%	-19.4%
MARGEN BRUTO (%)	18.6%	16.9%	23.8%	21.9%	26.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,701	21,097	11,200	26,527	11,750
MARGEN EBITDA (%)	9.4%	8.8%	11.5%	12.0%	14.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,701	21,097	11,200	26,527	11,750
MARGEN EBITDAR (%)	9.4%	8.8%	11.5%	12.0%	14.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,660	11,780	9,553	16,298	7,808
MARGEN EBIT (%)	5.9%	4.9%	9.8%	7.4%	9.9%
Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-3,540	-7,917	-3,155
Impuestos a la renta	-2,248	-2,244	-1,323	-2,343	-905
UTILIDAD NETA	5,911	2,726	4,690	6,033	3,748
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	5,351	9,822	1,219	2,383	13,051
Cuentas por Cobrar Comerciales	29,332	29,809	27,391	27,190	30,159
Inventarios	83,465	79,532	73,690	53,254	45,676
Cuentas por Pagar Proveedores	17,597	24,645	28,858	29,481	21,351
Deuda Financiera Total	106,552	121,387	106,987	93,296	99,832
Otros Pasivos	18,193	12,002	14,849	11,822	16,331
Patrimonio	77,836	77,951	82,641	84,084	87,832
Patrimonio Tangible	77,783	77,840	82,531	83,975	87,724
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
EBITDA OPERATIVO	21,701	21,097	11,200	26,527	11,750
(-) Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-3,540	-7,917	-3,155
(-) Impuesto a la renta del período	-2,248	-2,244	-1,323	-2,343	-905
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	1	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	14,326	11,971	6,338	16,267	7,690
(-) Variación Capital de Trabajo	-19,171	-2,075	14,418	32,594	1,204
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4,846	9,897	20,756	48,861	8,894
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	14	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-366	0	0	-3	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,000	-2,500	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17,805	-17,765	-14,542	-28,144	-4,970
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-25,017	-10,355	6,213	20,713	3,923
Margen de Flujo de Caja Libre %	-10.8%	-4.3%	6.4%	9.4%	5.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	25,201	14,836	-14,400	-28,091	6,536
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-26	-10	-414	-60	209
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	158	4,471	-8,602	-7,438	10,668
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,193	5,351	9,822	9,822	2,383
<b>Indicadores</b>					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.79	2.74	2.79	3.05	3.44
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	4.23	3.07	3.16	3.35	3.72
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.23	3.07	3.16	3.35	3.72
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.91	5.75	3.98	3.52	3.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.66	5.29	3.93	3.43	3.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	58%	61%	56%	53%	53%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.21	0.13	0.20	0.25	0.28
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.07)	0.11	0.64	0.77	0.33
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.45)	(0.14)	0.24	0.43	0.19
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.36)	(0.11)	0.19	0.32	0.14

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 en 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 2016.