

Ecuador
Papel Comercial y
Emisión de Obligaciones

NOVACERO S.A

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último cambio
Emisión de Obligaciones	N/R	AA	—
Emisión de Papel Comercial	N/R	AA	—

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

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

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(Millones USD)	2016	2017 (mayo)
Activos	224,789	231,140
Ventas	201,737	92,150
Margen EBITDA (%)	13.8%	16.6%
ROE (%)*	8.5%	12.7%
Deuda /Capitalización	51.0%	52.3%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.29	0.47
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.05	0.07
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	3.40	2.77
Deuda Financiera Total /FFO (x)	5.52	3.90

Contactos:

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

Andrés F Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener 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 las economías de escala han provocado una mejora en el margen bruto desde 2015 con tendencia a seguir mejorando. A pesar de la caída de ventas, el EBITDA fue mejor para 2016 y se espera que este crezca en 2017.

Nivel moderado a alto de endeudamiento: 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). Se espera que para finales del 2017 el endeudamiento se mantenga en niveles relativamente similares.

Liquidez: Históricamente la liquidez de la empresa ha sido 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 ha reestructurado una parte de su deuda hacia el largo plazo, y en los próximos para finales de este año se espera que genere un flujo de caja libre negativo que provocará un requerimiento de nuevo endeudamiento por aproximadamente USD 5 MM. 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.

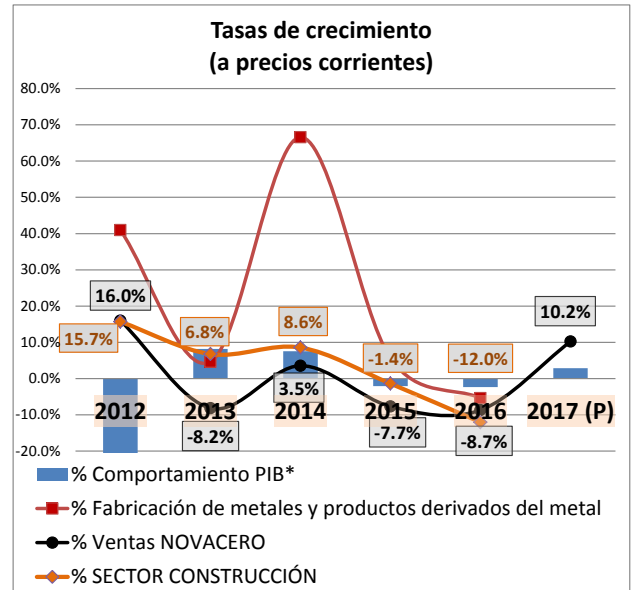
CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión de Obligaciones				
Emisor:	NOVACERO S.A			
Monto Total Emisión	20,000.000			
No. de Resolución	Q.IMV.20131933			
	Clase A	Clase B	Clase C	Clase D
Monto Autorizado	5,000.000	5,000.000	5,000.000	5,000.000
Monto Colocado:	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Monto en Circulación:	-	625,000	1,250,000	1,875,000
Plazo:	1440 días	1440 días	1800 días	1800 días
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial + 3% anual	Tasa Pasiva Referencial + 3% anual	Tasa Pasiva Referencial + 3.5%	Tasa Pasiva Referencial + 3.5%
Pago de Interés:	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Fecha Emisión:	21/05/2013	11/06/2013	21/05/2013	05/06/2013
Fecha Vencimiento:	21/05/2017	11/06/2017	21/05/2018	05/06/2018
Garantía:	General			
Fecha Aprobación SIC:	15-abr-13			
Destino de la Emisión:	Fortalecimiento de negocios de la compañía			
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.			
Agente Estructurador:	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A			
Agente Colocador:	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A			
Agente Pagador :	Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador DCV-BCE			
Rep. Obligacionistas:	Governance Asesores Corporativos S.A.			

Emisión Papel Comercial	
Emisor:	NOVACERO S.A
Monto Total Programa:	15,000.000
Monto en Circulación:	4,468.731
Número de Resolución:	No. SCVS.IRQ.DRMV.2015.1862
Fecha de aprobación:	03-sep-15
Fecha Tope Programa:	23-ago-17
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Masvalores Casa de Valores S.A Cavamasa
Agente Pagador :	NOVACERO S.A a través del Depósito Centralizado de Compensación y
Rep. Obligacionistas:	Governance Asesores Corporativos S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: Novacero S.A y BCE Elaboración: BWR

En 2016 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.

En cuanto a la economía ecuatoriana y según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país.

Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana tendría una contracción mayor al 2% en el 2016, y que, a partir del 2019, podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcanzará un crecimiento del 1.5%. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.3%. Por su parte, el BCE espera que la economía alcance en el 2017 un crecimiento del 1.4%.

Con base en información del Banco Central, la industria metalmecánica tiene un peso de 8.5% (2016) dentro del total del sector manufacturero. Esto hace de esta industria una de las más importantes dentro de dicho sector. A 2016 la industria metalmecánica tiene una participación

de 1.2% sobre el total del PIB.

El desarrollo del sector metalmeccánico 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 galvanneal), y Trefilados del Ecuador - TREFILEC (trefilado de alambro, 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 15.7% en 2012 a decrecer en 1.4% en 2015 y 12% en 2016. En este último año ocupó el tercer lugar en importancia (9.6% del PIB), luego de la manufacturera y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

La construcción se ha visto afectada 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 e incertidumbre por las pasadas elecciones presidenciales. Además, tomando en cuenta la contracción en los ingresos de los hogares, la oferta y demanda de vivienda ha disminuido.

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

De acuerdo a cifras provisionales del Banco Central de Ecuador, este sector fue el de mayor reducción en términos de PIB en el 2016. Las proyecciones de crecimiento para el 2017 dependerán si se realiza

un ajuste fiscal fuerte o moderado.

En el primer caso se espera un crecimiento del -1% y con un ajuste fuerte del -2,5%. La recuperación del sector en términos de crecimiento se observará a partir del 2018, junto al mejoramiento del resto de la economía.

El sector atravesará un año más de contracción que, si bien será menos agresivo como síntoma de entrada a una etapa de recuperación, corresponde al tercer año de decrecimiento. Aunque aún existen oportunidades en el mercado, acceder a ellas en el 2017 será más desafiante. El reto como participante del sector consiste en mantenerse para aprovechar del crecimiento de la economía en los próximos años.¹

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Novacero S.A., 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 administración y venta en Quito, Guayaquil, Cuenca para una atención a nivel nacional.

La empresa comercializa principalmente los siguientes productos de acero: varilla, perfiles, vales, 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 (más del 95%) pero también exporta producto terminado a países como Costa Rica, Perú y Bolivia.

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 1378 personas trabajan en la empresa, lo que hace a Novacero S.A uno de los mayores empleadores locales. En el último año (mayo 16-17) se han contratado más de 170 personas. 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 estabilidad laboral.

¹ <http://www.mundoconstructor.com.ec/noticias/846-panorama-del-sector-de-la-construccion-en-el-2017.html>

mayo-2017	
Unidad	Personas
Administración	58
Cadena de abastecimiento	123
Comercial	85
Producción	699
Técnica	413
Total	1,378

La capacidad instalada de Novacero S.A en su principal planta (Lasso) es de aproximadamente 224 mil toneladas al año. Por su lado las plantas de Guayaquil y Quito tienen una capacidad instalada de 124 mil toneladas y 34 mil toneladas respectivamente. En cuanto a la utilización a nivel nacional, Novacero S.A se encuentra aproximadamente al 85% de su producción.

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 son competitivos, 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.

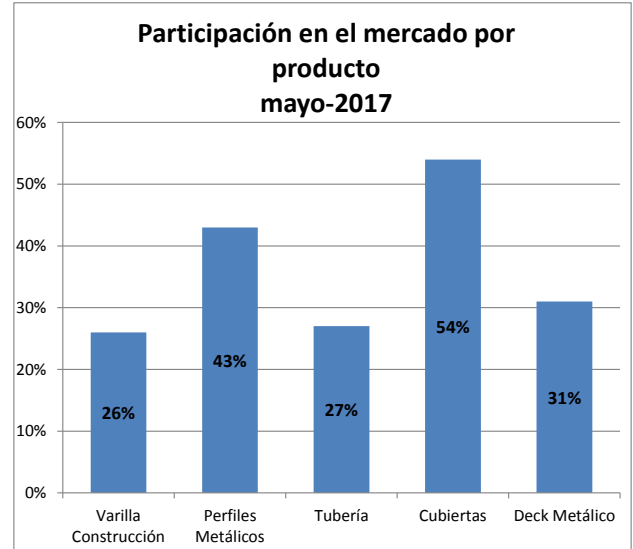
La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de la misma. Novacero S.A consume aproximadamente el 35% de la chatarra a nivel nacional y ha creado una red de microempresarios recicladores, los cuales se encargan de recopilar y venderle la chatarra a la empresa. Actualmente Novacero S.A trabaja con cerca de 30 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-2017, los 10 clientes más importantes por volúmenes de ventas representan el 20.2% de las ventas totales; el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 2.3% 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 26%. Dicho producto representa el 38% del total de las ventas de la compañía. A mayo-2017 la línea de

cubiertas representó el 16.4% del total de ventas y a su vez posee el 54% de participación en este mercado. Si bien la línea de laminados y viales tienen participaciones importantes en el mercado estas tienen participaciones menores sobre el total de ingresos.

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%
TOTAL	45,300,000		100.0%

A mayo-2017

El patrimonio de Novacero S.A suma USD 92.4 MM al 30 de mayo de 2017, el 49.0% 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 y 2016 se reinvertió el 100%, y para finales de este año la empresa prevé repartir un porcentaje similar al del 2014 (43.9%)

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 metalmeccánica 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 Directores principales y tres Directores suplentes. Además de la Presidencia Ejecutiva de la compañía, la administración se encuentra conformada por diez 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 9001:2008, 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. En el año 2016 los Estados Financieros fueron auditados por la firma Grant Thornton Dbrag Ecuador Cia. 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 2016 y mayo de 2017.

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.

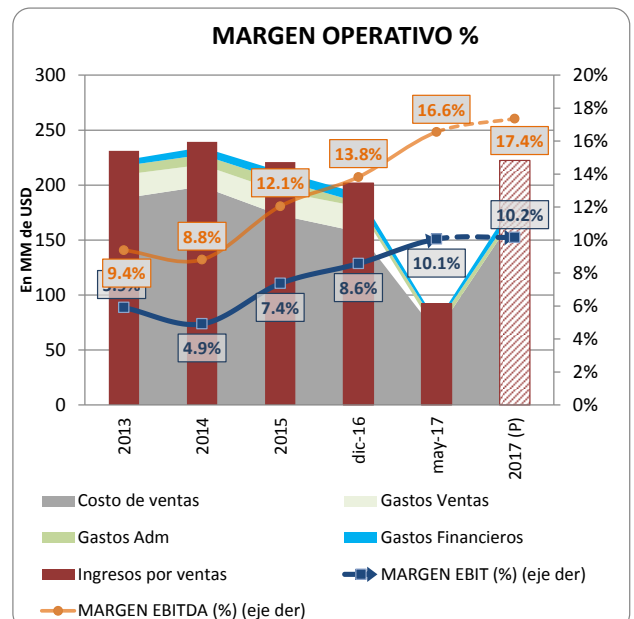
La caída responde tanto a una reducción de volumen en toneladas como a un menor precio promedio, por la disminución en el precio del acero a nivel internacional y la menor demanda en el mercado nacional debido a la coyuntura económica.

En el 2016 se apreció una profundización de esta tendencia; a dic-2016 las ventas son menores en 8.7% con respecto a dic-2015. La caída va en línea con la contracción económica actual, y del sector de la construcción (-8.6% en términos corrientes).

Sin embargo para mayo-2017 las ventas de Novacero S.A crecen en 17.2%. Dicho crecimiento se explica por la implementación de estrategias comerciales más agresivas las cuales les han permitido ganar mayor participación del mercado. Dicho crecimiento superó lo presupuestado a principios de año y se esperan mantener dichas estrategias en el corto plazo.

No obstante esperamos que exista un crecimiento menor para finales del 2017 tomando en cuenta la incertidumbre de la economía en general y las decisiones del nuevo Gobierno. Proyectamos que dicho aumento en ventas sea cercano al 10%; porcentaje alineado a las proyecciones del emisor.

Gráfico 3



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

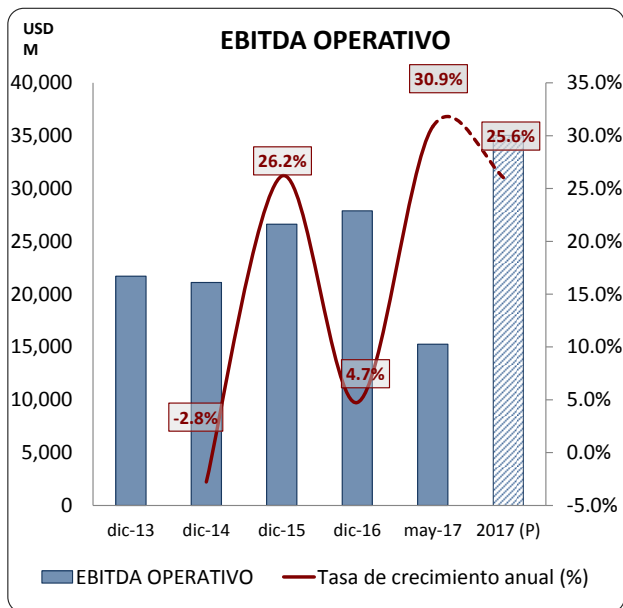
El margen bruto de Novacero S.A ha venido mejorando en los últimos años gracias a las inversiones realizadas por la empresa en automatización de procesos y tecnología principalmente desde finales de 2015. Es claro también que gracias al crecimiento de la capacidad de producción (economías de escala), la empresa ha logrado disminuir el costo unitario en general de los productos.

Además, ciertas líneas como la de conformados y laminados mejoran su rentabilidad y participación sobre el total de ventas.

Lo anterior ha provocado una mejora del margen bruto a mayo-2017 a pesar de una tendencia al alza del precio del acero. (margen bruto mayo-2017: 28.7%; margen bruto mayo-2016: 26.0%).

Considerando también la incertidumbre del entorno esperamos un ligero crecimiento anual del margen bruto para finales del 2017; aunque menor al que se ha dado en el primer semestre del año.

Gráfico 4



Fuente: Novacero S.A
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR
*Crecimiento a may-2017 se compara con EBITDA de may-2016

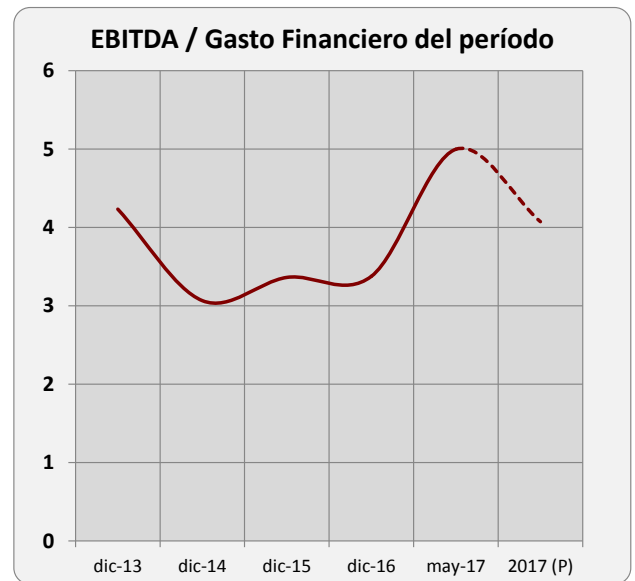
El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2015 ha sido menos expansivo. Sin embargo en 2016 y tomando en cuenta las eficiencias, cambios en el mix de ventas, el EBITDA fue de USD 27.9 MM, 4.7% superior al del 2015. Esto, a pesar de la reducción en ventas mencionada en párrafos anteriores.

En 2017 se ha dado un crecimiento importante de nómina (14% respecto a mayo-2016) debido a la decisión de la empresa de mejorar su cadena de abastecimiento como parte de su estrategia de mejora en el servicio al cliente. Si bien esperamos

que esto se refleje en mayores gastos operativos, en función de las expectativas de crecimiento en ventas, la eficiencia podría mantenerse en niveles similares.

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

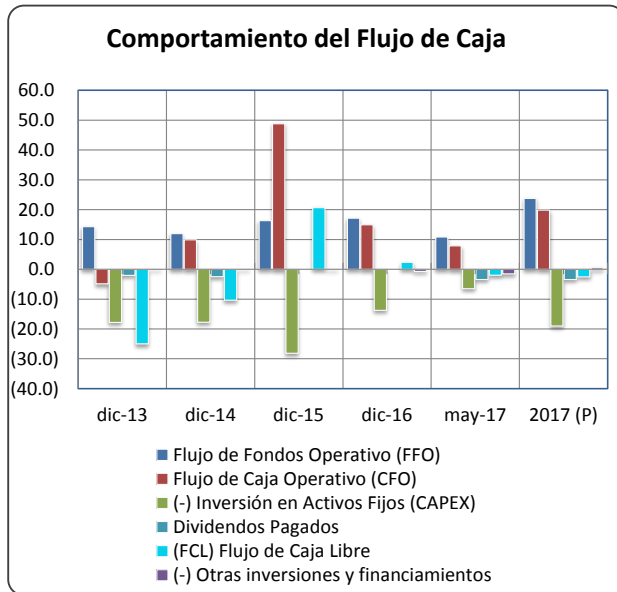
	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Total Activo Corriente	58%	46%	46%	47%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	4%	1%	2%	4%
CxC Comerciales	13%	12%	14%	14%
Inventarios Neto	34%	24%	21%	23%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	1%
Gastos anticipados y otros	7%	8%	7%	6%
Total Activo No Corriente	42%	54%	54%	53%
Propiedades	42%	53%	53%	52%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	1%
CxCobrar LP Comerciales	0%	1%	1%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Total Pasivo Corriente	53%	46%	37%	37%
Deuda Financiera CP	39%	29%	23%	24%
Deuda Comercial	10%	13%	11%	9%
Otros Pasivos CP	3%	3%	3%	4%
Total Pasivo LP	15%	16%	23%	24%
PATRIMONIO	33%	38%	40%	40%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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 orientadas a automatizar la producción y mejorar su eficiencia. En 2016 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.

Las eficiencias en los centros productivos lograron que le empresa optimizara su manejo de inventarios, bajando los días promedio de 160 en 2013 a 110 en diciembre-2016.

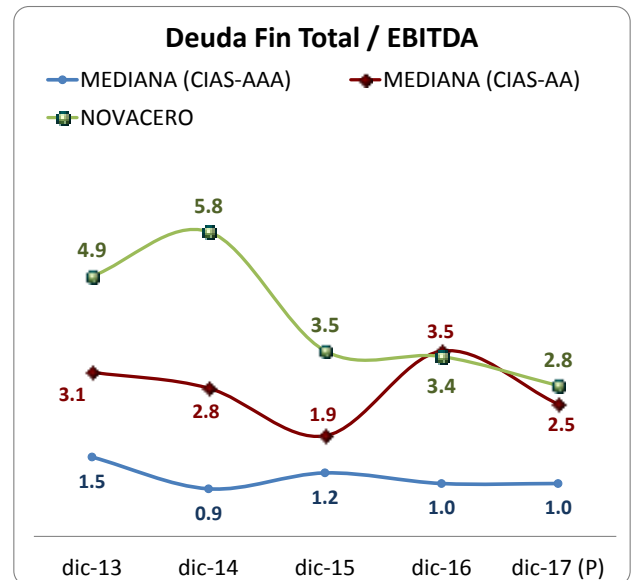
En 2016, gracias a los mejores márgenes tanto bruto como EBITDA, existieron niveles similares de generación operativa (FFO), sin embargo existió un requerimiento de capital de trabajo² frente a una importante liberación en 2015. Lo anterior debido principalmente a que los niveles de inventario ya fueron menores desde el 2015.

² Capital de trabajo: Son todos los activos operativos menos los pasivos operativos

A la fecha de corte (mayo-2017) ya se han invertido cerca de USD 6.5 MM en CAPEX. Dichas inversiones corresponden principalmente a adecuaciones en la planta de Daule y mejoras en la planta de Lasso. Para fines de año se espera que se invierta aproximadamente USD 19 MM en CAPEX de los cuales USD 12 MM se destinarán a una importante modernización en uno de los trenes de laminado en la planta de Lasso. El monto restante se debe al mantenimiento, actualización, mejoras y repotenciación normales que requiere la empresa.

De esta manera y considerando el pago de dividendos realizado de USD 3.4 MM se espera que Novacero S.A cierre el 2017 con un Flujo de Caja Libre (FCL) negativo por USD 2.5 MM; hecho que requerirá un aumento de la deuda aproximado de USD 5 MM.

Gráfico 7



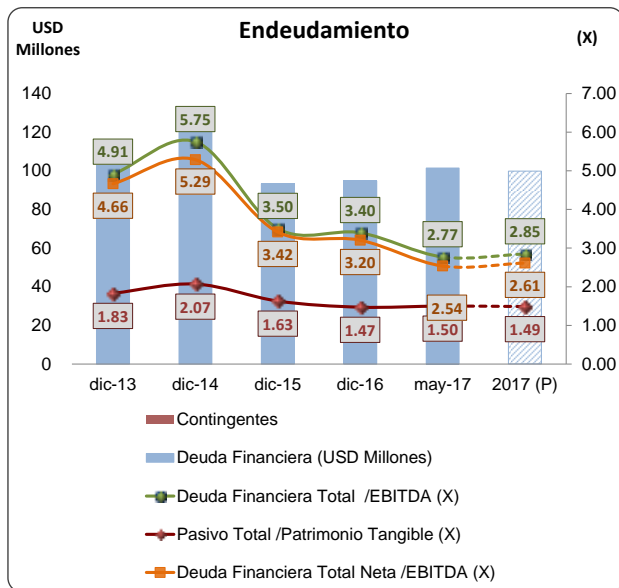
Fuente: Novacero S.A
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Debido a las constantes inversiones en CAPEX, históricamente Novacero S.A ha tenido un endeudamiento moderadamente elevado y 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).

Como se explicó en la sección de gestión operativa, en 2016 el EBITDA fue ligeramente mayor al del 2015, a pesar de la contracción del negocio. A mayo-2017 Novacero S.A ha tenido que aumentar la deuda en USD 6.7 MM debido a las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos realizado. No obstante, el EBITDA ha crecido en mayor proporción a la deuda financiera y por ende la relación de Deuda Financiera/EBITDA disminuyó a

2.8 veces. Para 2017 esperamos que esta relación se mantenga en niveles similares

Gráfico 8



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

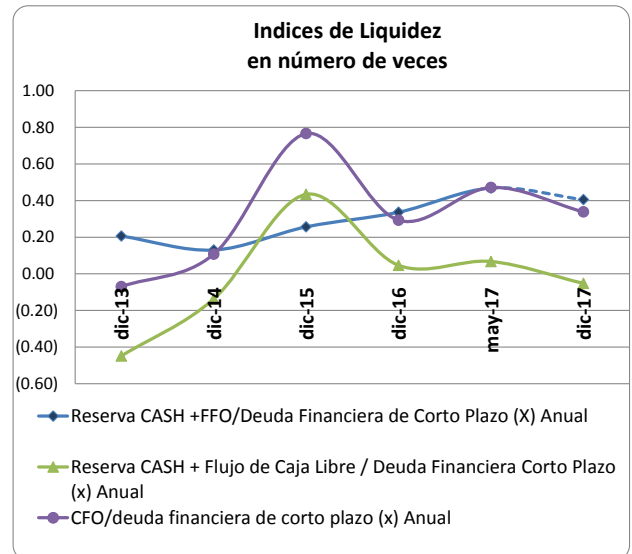
A mayo-2017 la concentración de la deuda financiera ha bajado a USD 54.7% cuando a mayo-2016 era del 65.1%. Esto ha sido posible también porque parte del excedente de caja se ha utilizado para reducir la deuda de corto plazo. Para esto Novacero S.A ya posee préstamos a mediano y a largo plazo con instituciones financieras locales. Es claro que este hecho le brinda una flexibilidad financiera adicional en momentos de contracción del sector y de la economía en general.

Esperamos que esta relación se mantenga en niveles relativamente similares hasta fines del 2017.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido relativamente estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en un porcentaje importante 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 2016 fueron negativas.

Gráfico 9



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

En el 2016 la empresa refinanció aproximadamente un 90% de su deuda financiera y en 2017 tendría el 100% tomando en cuenta que se espera un FCL (Flujo de Caja Libre) negativo por USD 2.5 MM

Cabe mencionar que 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 existentes, 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-17
Activo Líquido (USD M)	8,588.52
Activo Ajustado (USD M)	231,139.90
Activo Total (USD M)	231,139.90

may-17					
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	11,746	11,746	0.73	19.68
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	101,433	113,179	0.08	2.04
3era	Deuda sin garantía específica de balance	25,519	138,698	0.06	1.67
TOTAL		138,698	138,698	0.06	1.67

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 1.67 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 14% y luego inventarios con 23% (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 las 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 mantener los 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 a mayo del 2017 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						Promedio semestral
	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	
Activo corriente	99,693	101,014	106,887	104,330	113,261	114,218	106,567
Pasivo Corriente	87,502	87,907	92,747	91,996	97,173	93,138	91,744
Indicador Liquidez	1.14	1.15	1.15	1.13	1.17	1.23	1.16

- **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.

NOVACERO S.A					
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Resumen de Resultados					
Ventas	231,125	239,304	220,923	201,737	92,150
% crecimiento	-8.2%	3.5%	-7.7%	-8.7%	17.2%
MARGEN BRUTO (%)	18.6%	16.9%	21.9%	22.0%	28.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,701	21,097	26,621	27,883	15,252
MARGEN EBITDA (%)	9.4%	8.8%	12.1%	13.8%	16.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,701	21,097	26,621	27,884	15,254
MARGEN EBITDAR (%)	9.4%	8.8%	12.1%	13.8%	16.6%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,660	11,780	16,298	17,311	9,280
MARGEN EBIT (%)	5.9%	4.9%	7.4%	8.6%	10.1%
Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-7,917	-8,259	-3,052
Impuestos a la renta	-2,248	-2,244	-2,343	-2,457	-1,370
UTILIDAD NETA	5,911	2,726	6,033	7,571	4,858
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	5,351	9,822	2,383	5,373	8,589
Cuentas por Cobrar Comerciales	29,332	29,809	27,190	32,190	31,331
Inventarios	83,465	79,532	53,254	47,878	52,344
Cuentas por Pagar Proveedores	17,597	24,645	29,481	23,657	20,568
Deuda Financiera Total	106,552	121,387	93,296	94,734	101,433
Otros Pasivos	18,193	13,007	12,662	15,415	16,697
Patrimonio	77,836	76,946	83,244	90,983	92,441
Patrimonio Tangible	77,783	76,836	83,135	90,983	92,441
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	21,701	21,097	26,621	27,883	15,252
(-) Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-7,917	-8,259	-3,052
(-) Impuesto a la renta del período	-2,248	-2,244	-2,343	-2,457	-1,370
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	2	3
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	14,326	11,971	16,361	17,169	10,833
(-) Variación Capital de Trabajo	-19,171	-2,075	32,500	-2,247	69
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4,846	9,897	48,861	14,922	10,902
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	14	0	1,974	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-366	0	-3	-761	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	-3,400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17,805	-17,765	-28,144	-13,778	-6,481
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-25,017	-10,355	20,713	2,355	1,018
Margen de Flujo de Caja Libre %	-10.8%	-4.3%	9.4%	1.2%	1.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	25,201	14,836	-28,091	1,438	6,699
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-26	-10	-60	-675	-4,503
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	-7,438	3,118	3,215
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,193	5,351	9,822	2,383	5,373
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.79	2.74	3.07	3.08	4.55
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	4.23	3.07	3.36	3.38	4.99
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.23	3.07	3.36	3.38	5.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.91	5.75	3.50	3.40	2.77
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiere	4.66	5.29	3.42	3.20	2.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	58%	61%	53%	51%	52%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.21	0.13	0.26	0.34	0.47
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.07)	0.11	0.77	0.29	0.47
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.45)	(0.14)	0.43	0.05	0.07
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)	0.32	0.05	0.04

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 o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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 2017.