

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO – FERRO TORRE S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 053/2019, del 29 de marzo de 2019  
Información Financiera cortada al 31 de enero de 2019

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza  
[juan.espinoza@classrating.ec](mailto:juan.espinoza@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**FERRO TORRE S.A.**, es una compañía dedicada a la importación, representación, distribución, comercialización, exportación y fabricación de toda clase de bienes y en especial de artículos de comercio, insumos, materiales, herramientas, máquinas y toda clase de bienes para la industria y la construcción. Actualmente FERRO TORRE S.A., importa el acero para producción y venta de productos utilizados para la construcción, tales como perfiles, tuberías, estructurados, bobinas, planchas, entre otros.

### Segunda Revisión

**Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00003053, emitida el 06 de abril de 2018.**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 053/2019, del 29 de marzo de 2019, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial FERRO TORRE S.A. por un monto de cinco millones de dólares (USD 5.000.000,00).

**Categoría AA:** “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”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial – FERRO TORRE S.A. se fundamenta en:

### Sobre el Emisor:

- FERRO TORRE S.A., se dedica principalmente a la fabricación de productos de acero laminados planos en caliente y frío, ángulos, perfiles y secciones laminadas, acero en lingotes y secciones sólidas de acero por trefilado, molido o doblado en frío.
- FERRO TORRE S.A. fabrica y comercializa productos de acero, siguiendo los estándares de calidad de la Norma ISO 9001:2008, mejorando continuamente sus procesos, manteniendo una constante capacitación

de su personal y formando sólidos vínculos con sus proveedores para lograr satisfacer las necesidades de sus clientes.

- La compañía cuenta con una planta ubicada en la ciudad de Guayaquil, en esta se concentran labores productivas, operativas y comerciales para la región Costa.
- En cuanto a las principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía, FERRO TORRE S.A., ofrece varios productos utilizados en el sector de la construcción, que son procesados bajo diversas normas de calidad. Las principales líneas de productos y sus grupos utilizados por la compañía para sus mediciones financieras son: perfiles, tuberías estructurales, flejes, bobinas, planchas, planos, ferro techos y ferro deck, entre otros.
- Actualmente la compañía se encuentra trabajando en la implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, es importante mencionar que esta opera a través de las directrices provenientes de la Junta General de Accionistas y un Directorio.
- Los ingresos de la compañía registraron un comportamiento creciente para todos los periodos analizados pasando de USD 32,30 millones en el año 2015 a USD 47,28 millones al cierre de 2018, lo que se encontró asociado al aumento de la producción con la adquisición de nuevas maquinarias, además de que la empresa logró mejorar la rentabilidad del portafolio mediante la venta de productos con mejores contribuciones, y existieron mejores precios del acero en el año 2018 que en el año 2017. Al 31 de enero de 2019, la compañía alcanzó un total de ingresos de USD 6,07 millones, monto superior en 64,65% a lo reportado en enero de 2018 (USD 3,69 millones), fundamentado en que la empresa mantiene más líneas de negocios que el año pasado.
- El comportamiento de los costos de ventas y gastos operativos, demostró que la compañía realiza una aceptable administración sobre el negocio, lo que generó un margen operativo positivo para todos los periodos bajo análisis, sin embargo, este no registró una tendencia definida, pues luego de significar el 10,40% de los activos en 2016, pasó a 6,30% en 2017 y 7,41% en 2018 (5,93% de los ingresos en enero de 2019).
- Por su parte, el EBITDA (acumulado) de la compañía registró pequeñas fluctuaciones para el periodo analizado (2015-2018), representando el 10,37% de los ingresos en el 2015 y 9,34% de los ingresos en 2018 (7,87% de los ingresos en enero de 2019), lo que está ligado al comportamiento de su utilidad operacional, no obstante, se puede apreciar que la empresa dispone de recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones, demostrando además una aceptable capacidad para cubrir sus gastos financieros.
- Los activos de la compañía registraron una tendencia creciente en los periodos anuales analizados, dado que incrementaron de USD 31,62 millones en 2015 a USD 56,69 millones al cierre del año 2018 y USD 56,83 millones en enero de 2019, producto del incremento reportado en su inventario<sup>1</sup>, cuentas por cobrar clientes y propiedad planta y equipo neto, mismos que se encuentran directamente relacionados con el giro del negocio.
- Para enero de 2019, la antigüedad de cartera reflejó solo cuentas por vencer, gracias a que la empresa mantiene una política de cobro definida (20% al contado y el 80% a crédito en un plazo máximo de 60 días). Es así que la cartera por vencer hasta 60 días representó el 82,27% de la cartera total por vencer), mientras que la cartera por vencer a más 60 días representó el 17,73%, por lo mencionado se puede catalogar a la cartera de FERRO TORRE S.A. como sana.
- Los pasivos de la compañía, presentaron una tendencia creciente a lo largo de los periodos analizados, es así que crecieron de USD 18,54 millones (58,65% de los activos) en el año 2015 a USD 37,74 millones (66,57% de los activos) al cierre de 2018, y USD 37,76 millones (66,44% de los activos) en enero de 2019, lo que estuvo relacionado al aumento de sus obligaciones financieras de largo plazo y proveedores locales y del exterior, dado que las importaciones se contabilizan desde el momento que un buque sale del puerto de origen, y es normal, que por el giro del negocio, muchos embarques se concentren en el mes de enero.
- Al 31 de enero de 2019, la deuda financiera alcanzó una suma de USD 24,53 millones y financió el 43,16% de los activos (47,34% en diciembre de 2018), misma que estuvo conformada tanto por obligaciones con entidades bancarias locales y del extranjero y por emisiones vigentes en el Mercado de Valores. El comportamiento histórico de la deuda financiera, ha estado ligada a la necesidad de financiamiento de la empresa, para las inversiones realizadas en sus plantas, con ello ha logrado crecer y brindar un mejor servicio a sus clientes.

<sup>1</sup> Se debe indicar que parte de los inventarios, terrenos, edificaciones y maquinaria garantizan las operaciones de crédito contraídas

- La compañía registró un patrimonio con un comportamiento al alza durante los periodos analizados, incrementándose de USD 13,07 millones (41,35% de los activos) en el año 2015 a USD 18,95 millones (33,43% de los activos) en 2018 y USD 19,07 millones (33,56% de los activos) a enero de 2019, lo que se relacionó principalmente al constante aumento de su capital social, así como un mayor superávit por revaluación.
- Los accionistas de la compañía constantemente han demostrado un alto compromiso en las operaciones de FERRO TORRE S.A. pues han realizado continuos incrementos de capital social, es así que pasó de USD 15,83 millones (50,06% de los activos) en 2015 a USD 16,53 millones (49,19% de los activos) en el 2016, USD 17,93 millones (37,30% de los activos) en diciembre de 2017 y un valor de USD 18,73 millones (33,03% de los activos) a diciembre de 2018, manteniéndose éste último valor para enero de 2019, sin embargo financió el 32,95% de los activos.
- La compañía, para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad, sin embargo, su tendencia fue variable, a pesar de lo cual se siguen ubicando en un buen nivel. Estos indicadores de liquidez demuestran que los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo, situación que determina que la compañía está en capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos líquidos.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio no demostró una tendencia definida en el periodo analizado, sin embargo, se mantuvo por debajo de 2,15 veces, lo que demuestra que la compañía se financia mayormente con recursos de terceros.

### **Sobre la Emisión:**

- Con fecha 14 de febrero de 2018, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FERRO TORRE S.A., resolvió aprobar el proceso de la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial por un monto de hasta USD 5,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 05 de marzo de 2018, se suscribió el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial, entre FERRO TORRE S.A., como emisor, y BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas.
- Con fecha 25 de abril de 2018, el Agente Colocador inició la venta de los valores llegando a colocar el 100% del programa aprobado (USD 5,00 millones) hasta el 04 de mayo de 2018.
- Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
  - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    - a. 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; y;
    - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, vigente y aplicable sobre esta materia.
    - Al 31 de enero de 2019, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Adicionalmente FERRO TORRE S.A. establece los siguientes índices financieros:
  - ✓ Límite de endeudamiento: El emisor se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente, en mantener un indicador Pasivo Financiero sobre Patrimonio menor o igual a dos (2).
    - Al 31 de enero de 2019, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
  - ✓ El emisor se compromete a mantener un indicador de pasivo total / patrimonio, menor o igual a dos (2).
    - Al 31 de enero de 2019, el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.

- Al 31 de enero de 2019, los activos totales menos las deducciones establecidas por la normativa ascendieron a USD 31,22 millones, cuyo 80,00% ascendió a USD 24,98 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,00 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de FERRO TORRE S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, a pesar de lo cual la compañía generó el flujo suficiente para cumplir con sus obligaciones.

### **Riesgos Previsibles en el Futuro**

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Mayor contracción de la actividad del sector de la construcción podría determinar una reducción en sus volúmenes de ventas y niveles de producción y por lo tanto podría afectar sus ingresos.
- La volatilidad en el precio del acero, podría generar un incremento considerable en sus costos de producción, lo cual podría disminuir la capacidad para generar recursos.
- Incrementos en los precios de la materia prima o variabilidad pronunciada de los mismos, podría afectar los márgenes de la compañía.
- Ingreso agresivo al mercado por parte de productos de menor precio, principalmente chinos.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe indicar que para el presente proceso los activos que respaldan la emisión son: Cuentas por Cobrar Comerciales e Inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar Comerciales que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir sus compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las Cuentas por Cobrar Comerciales y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las Cuentas por Cobrar Comerciales, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- El inventario que respalda la emisión, podría verse afectado por eventos externos, ajenos o fuera del control de la compañía, como por ejemplo robo, incendio, catástrofes naturales, atentados u otros similares, sin embargo, con el objetivo de disminuir el impacto de este tipo de riesgos la compañía protege sus inventarios con pólizas de seguros.

- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de los proveedores tanto nacionales como internacionales.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, al referirnos a las Cuentas por Cobrar Comerciales que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las Cuentas por Cobrar Comerciales, en lo que se refiere al inventario, presenta un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender principalmente de que la empresa esté normalmente operando, así como de las condiciones del mercado y su liquidez.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de enero de 2019, la empresa no registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas.

Adicionalmente, se debe indicar que según lo reportado por la administración de la compañía, dentro de las cuentas por cobrar de FERRO TORRE S.A. que respaldan la presente emisión no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

### **Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:**

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo inicial de la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial - FERRO TORRE S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial.
- Reformas a la Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FERRO TORRE S.A., del 14 de febrero de 2018.
- Contrato del Representación de los Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera auditados desde el año 2014 hasta el año 2017 de FERRO TORRE S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados al 31 de enero de 2018, al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de enero de 2019.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.

- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables
- Consideraciones de riesgos previsible de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de FERRO TORRE S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **Aspectos Generales de la Emisión**

En la ciudad de Quito, con fecha 14 de febrero de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FERRO TORRE S.A., la misma que estuvo conformada por el 76,41% de sus accionistas y que resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o de Papel Comercial, por un monto de hasta USD 5,00 millones.

Posteriormente, con fecha 05 de marzo de 2018, se suscribió el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial, entre FERRO TORRE S.A., como emisor, y BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas.

A continuación se exponen las principales características y condiciones de la emisión, las mismas que fueron aprobadas por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN**

<b>SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO O PAPEL COMERCIAL – FERRO TORRE S.A.</b>	
<b>Emisor</b>	FERRO TORRE S.A.
<b>Capital a Emitir</b>	USD 5'000.000,00
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América
<b>Títulos de las obligaciones</b>	Serán desmaterializados cuyo valor nominal mínimo de cada obligación será de USD 1,00.
<b>Rescates Anticipados</b>	Las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previo resolución de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el Artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores. Las obligaciones que fueran readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
<b>Underwriting</b>	Con fecha 22 de febrero de 2018 FERRO TORRE S.A. suscribió un contrato de Underwriting con MERCAPITAL Casa de Valores S.A., bajo la modalidad del mejor esfuerzo.

<b>Tipo de Oferta</b>	Pública		
<b>Plazo</b>	720 días		
<b>Clase, Plazo y Monto</b>	<b>Clase<sup>2</sup></b>	<b>Plazo</b>	<b>Monto</b>
	A	Hasta 359 días	USD 5.000.000,00
<b>Tasa de Interés</b>	Cero cupón		
<b>Pago y Amortización Capital</b>	Al vencimiento.		
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador</b>	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.		
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.		
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores y demás normas aplicables.		
<b>Destino de los recursos</b>	70% para reestructuración de pasivos financieros y 30% para adquisición de maquinaria.		
<b>Fecha de la Emisión</b>	Será la fecha valor en que las obligaciones de corto plazo sean negociado en forma primaria, es decir, a partir de la fecha en que entren en circulación.		
<b>Representante de Obligacionistas</b>	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.		
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil		
<b>Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros</b>	<p>Conforme lo que señala del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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; y</li> <li>✓ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.</li> </ul> </li> <li>❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión y del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</li> </ul>		
<b>Límite de Endeudamiento</b>	El emisor se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente, en mantener un indicador Pasivo Financiero sobre Patrimonio menor o igual a dos (2).		
<b>Resguardo Adicional</b>	Adicionalmente FERRO TORRE S.A. establece el siguiente resguardo adicional: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mantener un indicador de pasivo total / patrimonio, menor o igual a dos (2).</li> </ul>		

Fuente: Contrato de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

## Situación de la Emisión de Papel Comercial (31 de Enero de 2019)

Con fecha 06 de abril de 2018, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 5,00 millones, mediante Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00003053, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 12 de abril de 2018. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión vence el 26 de marzo de 2020.

## Colocación de los Valores

Con fecha 25 de abril de 2018, el Agente Colocador inició la venta de los valores llegando a colocar el 100% del programa aprobado (USD 5,00 millones) hasta el 04 de mayo de 2018. Se debe señalar que los papeles vencidos fueron cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente.

<sup>2</sup> Las Obligaciones de corto plazo o papel comercial podrán ser puestas en circulación bajo una o más clases

## Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - c. 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; y;
  - d. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

- ❖ Al 31 de enero de 2019, la compañía cumplió con las obligaciones establecidas en los párrafos anteriores.

## Límite de Endeudamiento

El emisor se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente, en mantener un indicador Pasivo Financiero sobre Patrimonio menor o igual a dos (2).

## Resguardo Adicional

Mantener un indicador de pasivo total / patrimonio, menor o igual a dos (2).

La Compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados. Los indicadores serán revisados semestralmente. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año**. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez que los títulos estén en circulación.

Si la Compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene, se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Gerente General determina como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, la toma de todas aquellas decisiones y todas aquellas gestiones que permitirán que la Compañía mantenga o incremente las operaciones propias de su giro ordinario, sin disminuir las mismas.

- ❖ Al 31 de enero de 2019, la compañía cumplió con todos los resguardos normativos y adicionales mencionados anteriormente, lo cual se detalla a continuación:

**CUADRO 2: LIMITACIONES Y RESGUARDOS**

Resguardos	Límite establecido	Semestre	ene-19	Cumple
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante.	>= 1,00	1,15	-	SI
Activos reales / Pasivos (Veces).	>= 1,00	-	1,77	SI
Mantener un nivel de pasivo financiero / patrimonio durante la vigencia del programa <sup>3</sup>	<= 2,00	1,42	-	SI
Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia de la emisión <sup>4</sup>	<= 2,00	1,99	-	SI

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de abril, el promedio se calculará en semestres abril-septiembre y octubre-marzo, según corresponda.

**CUADRO 3: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (MILES USD)**

	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18
ACTIVO CORRIENTE	30.888	30.664	31.704	33.251	32.190	32.771
PASIVO CORRIENTE	26.113	26.488	27.667	28.846	28.575	29.453
LIQUIDEZ	1,18	1,16	1,15	1,15	1,13	1,11
<b>PROMEDIO</b>	<b>1,15</b>					

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Monto Máximo de la Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones de corto plazo o Papel Comercial está respaldada por una Garantía General otorgada por FERRO TORRE S.A., como emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de enero de 2019, FERRO TORRE S.A., estuvo conformado por un total de activos de USD 56,83 millones, de los cuales USD 37,65 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

**CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (ENERO 2019)**

Activos	USD	%
Disponibles	379.958	1,01%
Exigibles	9.870.373	26,22%
Realizables	9.963.462	26,46%
Propiedad Planta y Equipo	11.031.581	29,30%
Otros activos	6.403.216	17,01%
<b>TOTAL</b>	<b>37.648.590</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de enero de 2019, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de

<sup>3</sup> A diciembre 2018

<sup>4</sup> A diciembre 2018

valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>5</sup>.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de enero de 2019, presentó un monto Total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 31,22 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 24,98 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,00 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de FERRO TORRE S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

**CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (AL 31 DE ENERO DE 2019)**

Descripción	Miles USD
Total Activos	56.827
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	48
(-) Activos Gravados (USD)	19.178
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>5</sup> (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	5.500
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan <sup>7</sup> (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios <sup>8</sup> (USD)	26
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>9</sup> (USD)	851
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)</b>	<b>31.225</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>24.980</b>
<b>Capital de la II emisión de papel comercial</b>	<b>5.000</b>
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>6,24</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>5,00</b>

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de enero de 2019, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,96 veces<sup>10</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%".

<sup>5</sup> "La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

<sup>6</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

<sup>7</sup> En los que el Emisor haya actuado como Originador.

<sup>8</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

<sup>9</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

<sup>10</sup> (Total Activos Deducidos - Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo- emisiones)

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación dentro del Mercado de Valores, representan el 27,53% del 200% del patrimonio al 31 de enero de 2019, y el 55,05% de patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

**CUADRO 6: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (ENERO DE 2019)**

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	19.072.126
<b>200% del Patrimonio (USD)</b>	<b>38.144.252</b>
Saldo de capital de III Emisión Obligaciones a largo plazo	500.000
Saldo de Capital de II Papel Comercial	5.000.000
Saldo IV Emisión de Obligaciones a largo plazo	5.000.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>10.500.000</b>
<b>Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio</b>	<b>27,53%</b>
<b>Valores emitidos y por emitir / Patrimonio</b>	<b>55,05%</b>

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

### **Proyecciones del Emisor**

Las proyecciones financieras, para el período comprendido entre el año 2018 y 2022, arrojan las cifras contenidas en el cuadro que se presenta a continuación y resume el estado de resultados integrales proyectados de la compañía, de acuerdo al cual, en el año 2022 FERRO TORRE S.A. alcanzaría una utilidad neta igual a USD 3,77 millones.

**CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO (miles USD)**

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	45.802	49.294	51.790	54.412	56.056
Costo de ventas	35.323	37.893	39.801	41.790	43.042
<b>Utilidad bruta</b>	<b>10.479</b>	<b>11.402</b>	<b>11.989</b>	<b>12.622</b>	<b>13.015</b>
Gastos administrativos y ventas	5.524	5.689	5.859	6.028	6.166
<b>Utilidad operativa</b>	<b>4.955</b>	<b>5.713</b>	<b>6.130</b>	<b>6.594</b>	<b>6.849</b>
Gastos financieros	1.452	1.686	1.603	1.383	997
Otros ingresos	63	64	65	67	68
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>3.565</b>	<b>4.091</b>	<b>4.593</b>	<b>5.277</b>	<b>5.920</b>
Impuestos	758	869	976	1.121	1.258
Participación Trabajadores	535	614	689	792	888
<b>Utilidad neta</b>	<b>2.273</b>	<b>2.608</b>	<b>2.928</b>	<b>3.364</b>	<b>3.774</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones consideran un crecimiento de las ventas del 9,63% para el año 2018<sup>11</sup> en relación al 2017, posteriormente las proyecciones contemplan un crecimiento menor para los años restantes, es así que para el año 2019 crecerían en un 7,62%, para el año 2020 y 2021 tendrían un crecimiento del 5,06%, y finalmente para el último año de la proyección, registraría un aumento de 3,02%.

Cabe mencionar que el crecimiento de las ventas está basado en las inversiones que ha venido realizando FERRO TORRE S.A. en la adquisición de nueva maquinaria, así como las estrategias de la empresa para mantener líneas de productos adaptables a diferentes industrias, lo que le permitió sortear los efectos de la recesión.

Los costos de ventas representarían en promedio (2018–2022) el 76,89% de las ventas, resultado que van acorde a lo experimentado por la compañía en los últimos años, lo que le permitiría generar un margen bruto relativamente estable durante los periodos proyectados con un promedio de las ventas de 23,11%.

<sup>11</sup> La proyección para el año 2018, contempla los resultados reales de los tres primeros trimestres del año, solamente el cuarto trimestre es proyectado.

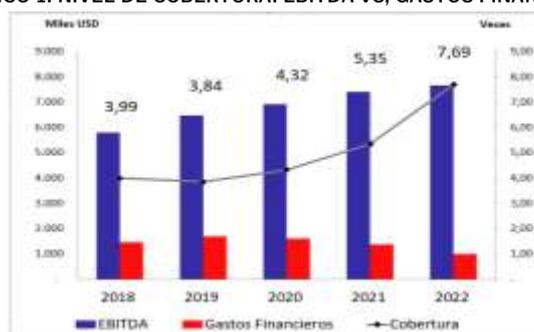
Los gastos operacionales por su parte que incluyen los gastos administrativos, de ventas y participación de trabajadores, se han proyectado en un promedio de participación sobre las ventas del 11,40%, con lo cual la utilidad operativa pasaría de un 10,82% de las ventas para el año 2018 a un 12,22% al cierre de 2022.

Posteriormente, dentro del modelo financiero se observa el rubro correspondiente a gastos financieros, que se derivan de las obligaciones con costo que mantiene vigentes y que estima contraer la compañía, mismos que mantendrían una participación de 3,17% el año 2018 a 1,78% en 2022.

Después de lo descrito y ante el cómputo del impuesto a la renta, la compañía generaría una utilidad neta proyectada que se incrementaría de USD 2,27 millones (4,96% de las ventas) en el 2018 a USD 3,77 millones (6,73% de las ventas) en el 2022.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. Por lo que, de acuerdo al modelo analizado, la cobertura del EBITDA frente a los gastos financieros es positiva y cubriría de 3,99 veces en el 2018 a 7,69 veces al término del año 2022, demostrando que de acuerdo a las proyecciones el Emisor dispondría de fondos propios suficientes que superan los gastos financieros, por lo que presentaría una capacidad de pago adecuada.

**GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, el flujo de efectivo, se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia considera los rubros que no representan desembolso de efectivo (depreciaciones, provisiones y otros ajustes), a éstas le siguen los movimientos de cuentas de activos y pasivos que se originan por la normal operación de la compañía, donde se encuentra inmerso los inventarios y cuentas por cobrar clientes, rubros importantes para el desarrollo del negocio. Posteriormente se evidencian los movimientos generados por actividades de inversión y el de actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso y pago de los recursos obtenidos por la Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y de las otras obligaciones vigentes.

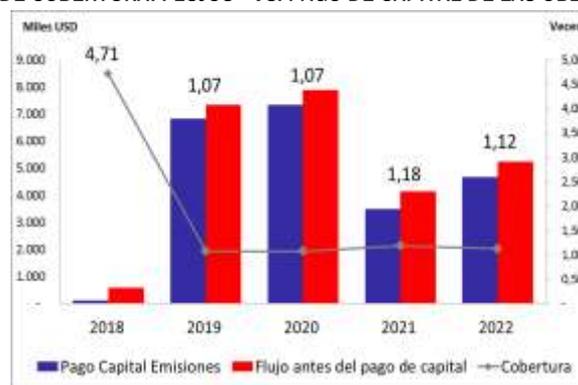
**CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (miles USD) – ESCENARIO CONSERVADOR**

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>					
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2.273</b>	<b>2.608</b>	<b>2.928</b>	<b>3.364</b>	<b>3.774</b>
Depreciación	843	767	794	805	817
Provisión por Cuentas x Cobrar	29	39	28	29	18
Provisión por Jubilación Patronal	94	584	604	837	1.004
Otros Ajustes	-	(60)	(67)	(80)	(98)
<b>Actividades que no afectan Flujo de EFECTIVO</b>	<b>3.238</b>	<b>3.937</b>	<b>4.287</b>	<b>4.956</b>	<b>5.515</b>
Aumento o disminución en cuentas del Activo	(744)	(2.433)	(1.774)	(1.856)	(1.167)
Aumento o disminución en cuentas del Pasivo	(5.836)	1.986	596	621	391
<b>Flujo de efectivo producto de actividades de operación</b>	<b>(3.342)</b>	<b>3.490</b>	<b>3.108</b>	<b>3.721</b>	<b>4.739</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>					
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	(5.806)	(118)	(124)	(130)	(137)

Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(5.806)	(118)	(124)	(130)	(137)
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>					
Obligaciones con Instituciones Financieras Corto Plazo	(123)	3.500	4.400	(2.660)	(4.670)
Obligaciones con Instituciones Financieras Largo Plazo	828	-	-	-	-
Emisiones Vigentes en el Mercado de Valores	2.569	(4.750)	(5.250)	-	-
IV Emisión de Obligaciones	5.000	(2.083)	(2.083)	(833)	-
Movimientos Patrimoniales	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	8.273	(3.334)	(2.933)	(3.493)	(4.670)
<b>FLUJO DE EFECTIVO NETO</b>	<b>(874)</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>97</b>	<b>(68)</b>
Saldo Inicial	1.332	458	496	547	644
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>458</b>	<b>496</b>	<b>547</b>	<b>644</b>	<b>576</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>12</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES A EMITIR



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo afectando a una de las variables: costos de ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio, siendo que la mayor afectación que soportaría el modelo, es en un 0,22% para todos los periodos de la proyección. Con este condicionamiento se evidenció que la compañía continuaría generando resultados económicos positivos y flujos de efectivo suficientes para honrar la deuda derivada de la emisión evaluada en este informe, aunque con ello el flujo de efectivo positivo llegaría hasta su límite.

### Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

En cuanto a los ingresos reales, estos alcanzaron un cumplimiento del 103,23% de lo estimado, mientras que los costos de ventas presentaron un cumplimiento del 107,28%, por lo que el margen bruto tuvo un cumplimiento del 89,58% del valor proyectado. Por su parte, los gastos administrativos presentaron un cumplimiento del 106,54%, lo que generó que la utilidad operativa alcance un cumplimiento de 70,67% del valor estimado.

Finalmente, una vez considerados los gastos financieros y otros ingresos / egresos no operacionales, la compañía arrojó una utilidad antes de impuestos y participación que registró un cumplimiento de 47,12% del monto estimado.

CUADRO 9: COMPARATIVO REAL FRENTE PROYECCIONES (USD)

Rubro	Diciembre 2018 Proyectado	Diciembre 2018 Real	%
Ventas netas	45.802	47.282	103,23%
Costo de ventas	35.323	37.895	107,28%
<b>Utilidad bruta (ebit)</b>	<b>10.479</b>	<b>9.387</b>	<b>89,58%</b>
Gastos administrativos y ventas	5.524	5.885	106,54%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>4.955</b>	<b>3.502</b>	<b>70,67%</b>
Gastos financieros	1.452	2.183	150,34%
Otros ingresos/egresos netos	63	361	573,31%

<sup>12</sup> (\*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

Utilidad antes de impuestos	3.565	1.680	47,12%
-----------------------------	-------	-------	--------

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

En lo que respecta al flujo final del año 2018, se pudo observar que los resultados reales fueron superiores a los estimados en un inicio, lo que evidencia que la compañía generó los recursos propios suficientes para cubrir sus necesidades y cumplir con sus compromisos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con sus obligaciones con costo, así como con los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## **Riesgo de la Economía** **Sector Real**

De acuerdo con las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial se mantendrá en el 3,0% en 2019 y 2020, tras una expansión del 3,1% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento estable del 2,0%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina<sup>13</sup>.

Las cifras de crecimiento mundial no reflejan las fragilidades y el ritmo desigual del progreso económico en todo el mundo. Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre política; y las tensiones comerciales. Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la ONU, en 2019 el país crecerá un 0,9% y un 1,2% en 2020, después de presentar un crecimiento de 1,0% en 2018. La CEPAL estima un crecimiento del 0,9% en 2019<sup>14</sup>. De igual forma, el FMI<sup>15</sup> y el Banco Mundial<sup>16</sup>,

<sup>13</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019\\_BOOK-ES-sp.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019_BOOK-ES-sp.pdf)

<sup>14</sup> <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

<sup>15</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

<sup>16</sup> <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

ubicar las estimaciones de crecimiento del país en 0,7% al cierre del 2019. Para el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,4% en 2019.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a febrero de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

**CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (diciembre - 2018)	32,64%	Inflación mensual (enero- 2019)	0,47%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - dic 2018	-514,50	Inflación anual (enero - 2019)	0,54%
Reservas Internacionales (millones USD al 22 de febrero 2019)	3.521,91	Inflación acumulada (enero - 2019)	0,47%
Riesgo país (27 - febrero - 2019)	584,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 25 - febrero- 2019)	55,48	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

**Producto Interno Bruto (PIB):** Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>17</sup>. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual<sup>18</sup>.

Durante enero a diciembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 22.120,63 millones, siendo superior en 16,22% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 19.033,24 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36,4%), bienes de consumo (13,8%), materias primas (11,6%), bienes de capital (11,1%) y productos diversos (47,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y diciembre de 2018 alcanzaron USD 21.606,13 millones, siendo superiores en 12,99% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 19.122,46 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -3,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 27,3%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 45 durante enero-diciembre 2017 a USD 59,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-diciembre de 2018 crecieron en 4,88% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 12.804,44 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos<sup>19</sup>, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo<sup>20</sup>. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país<sup>21</sup>. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre

<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

<sup>18</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

<sup>19</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

<sup>20</sup> <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

<sup>21</sup> <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios<sup>22</sup>.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018 (USD 54,66 a febrero 2019). La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)<sup>23</sup> / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a enero de 2019 sumó USD 1.351,65 millones, siendo un -1,07% inferior a lo registrado en enero 2017 (USD 1.365,21 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 695,37 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 398,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 106,76 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 67,40 millones<sup>24</sup>.

La **inflación** anual en enero de 2019 fue de 0,54%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,47%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de alimentos y bebidas no alcohólicas; transporte; y, muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar.

En referencia al **salario nominal promedio**, a enero de 2019, se fijó en USD 459,61<sup>25</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00<sup>26</sup>. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 108,80 a enero 2019<sup>27</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a enero de 2019, ésta se ubicó en USD 719,88<sup>28</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,17% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo**

<sup>22</sup> <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

<sup>23</sup> [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm)

<sup>24</sup> <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>25</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201901.pdf>

<sup>26</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

<sup>27</sup> Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

<sup>28</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Enero-2019/Boletin\\_tecnico\\_01-2019-IPC.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Enero-2019/Boletin_tecnico_01-2019-IPC.pdf)

**adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3)%<sup>29</sup>. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral<sup>30</sup>.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente<sup>31</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,67% para marzo de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,75%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,08%<sup>32</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda<sup>33</sup>.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)<sup>34</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros<sup>35</sup>.

Al mes de enero de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 36.889,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 5,94% superior en relación a enero de 2017 (USD 34.820,0 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta diciembre 2018 fue de USD 7.966,9 millones, que equivale al 7,28%

<sup>29</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018\\_Presentacion\\_Mercado%20Laboral.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf)

<sup>30</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

<sup>31</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812\\_Pobreza.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf)

<sup>32</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

<sup>33</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

<sup>34</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

<sup>35</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

del PIB<sup>36</sup>, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,9% del PIB<sup>37</sup>, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 50.776 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB<sup>38</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 22 de febrero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 3.521,91 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo<sup>39</sup>. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país<sup>40</sup>. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda<sup>41</sup>.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios<sup>42</sup>, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial<sup>43</sup>, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís<sup>44</sup>. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017<sup>45</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

La compañía FERRO TORRE S.A., se fundó el 02 de junio de 1972 en la ciudad de Quito, con el objeto de comercializar materiales para la construcción. Principalmente productos de acero como la perfilaría doblada y tubería que producía IPAC S.A., en Guayaquil, de la cual la empresa era distribuidora exclusiva. A partir del año de 1975 la compañía inicia un proceso expansivo importando otros productos de acero, de los cuales destacaron: planchas frías, galvanizadas y calientes, así como también varilla corrugada, entre otras líneas. Con ello la empresa se convirtió en la principal importadora de varilla del país desde SIDOR de Venezuela, con distribución a nivel nacional consolidándose así hasta el 2007 último año en el que se importó varilla.

<sup>36</sup> La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

<sup>37</sup> [https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Enero-2019\\_finalOK.pdf](https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Enero-2019_finalOK.pdf)

<sup>38</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

<sup>39</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

<sup>40</sup> <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

<sup>41</sup> <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

<sup>42</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

<sup>43</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

<sup>44</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

<sup>45</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

FERRO TORRE S.A., cuenta con una planta ubicada en la ciudad de Guayaquil, en ella están concentradas las labores productivas, operativas y comerciales de la región costa. Actualmente se encuentra dirigida por un gerente regional y un gerente de operaciones; la planta cuenta con un área aproximada de 15.000 m<sup>2</sup> en la cual operan dos naves, en paralelo, de 2.500 m<sup>2</sup> cada una, adicionalmente cuenta con bodegas perimetrales, las que suman otros 5.000 m<sup>2</sup>. La capacidad instalada de la empresa incrementó entre 2016 y 2018 de 66.000 a 116.400 toneladas métricas, trabajando un turno de 8 horas/día, 22 días/mes y 12 meses al año, en el año 2017, la utilización de la capacidad instalada en enero de 2019, en la planta de Daule llegó a 58% (5.420 toneladas al mes de 9.300 toneladas posibles), mientras que en la nueva planta en Petrillo que inicio actividades en julio de 2018, llegó a 49% (1.830 toneladas al mes de 3.700 toneladas posibles), definida por centros de conformación en frío, rollformers o perfiladoras, mismas que permiten la fabricación de perfiles denominados estándar, así mismo la conformación de tubos, además de centros de corte por guillotina y plegados; equipos que permiten el corte de flejes la conformación de perfiles, según requerimientos de cálculo o proyecto estructural.

Como equipo de apoyo a los centros de corte por guillotina, la planta cuenta con un equipo alisador, el cual corta bobinas en largos estándares o bien especiales, sean estos productos de comercialización directa o bien materiales intermedios que pasan a proceso en las guillotinas para la fabricación de flejes, o bien a su conformación final en la plegadora. Estas unidades se ven complementadas por un slitter, unidad que facilita los cortes longitudinales o bien secciona las bobinas en los distintos anchos o desarrollos que demandan los formatos de los perfiles (perlines) y/o tubos conformados en los equipos arriba mencionados. Es importante destacar que muchos de los elementos mecánicos presentes en la planta de la compañía son accionados por una central de aire, que alimenta a todos y cada uno de estos equipos, que así lo requieren. Finalmente se debe indicar que la manipulación, tanto de materia prima como de productos terminados, está acotada por puentes grúas con capacidades que van desde las 10 hasta las 25 toneladas.

Para el desarrollo administrativo, la compañía cuenta con una oficina matriz ubicada al norte en la ciudad de Quito, en la cual se ubica la Gerencia General, Gerencia de Desarrollo, Dirección Comercial para la Sierra y labores administrativas. Sirve de apoyo logístico a para atender la gestión comercial y operativa de la Sierra. Para ello dispone de un área de 6.000 m<sup>2</sup>, con dos módulos de bodega en paralelo que suman 1.300 m<sup>2</sup>, con puentes grúas de 8 y 10 toneladas, a la cual se agregan bodegas perimetrales que alcanzan la suma de 1.000 m<sup>2</sup>. El área de oficinas se ubica en 750 m<sup>2</sup>.

FERRO TORRE S.A., ofrece varios productos utilizados en el sector de la construcción, que son procesados bajo diversas normas de calidad. Las líneas de productos y sus grupos utilizados para sus mediciones financieras son las siguientes:

**GRÁFICO 4: PRINCIPALES LÍNEAS DE PRODUCTOS, SERVICIOS, NEGOCIOS Y ACTIVIDADES**



Fuente y Elaboración: FERRO TORRE S.A.

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital autorizado, suscrito y pagado de la compañía al 31 de enero de 2019, comprende 187.272 acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 100,00 cada una, tal como se muestra a continuación:



Los logros de FERRO TORRE S.A. en el mercado, son el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en el cuadro siguiente:

**CUADRO 13: PLANA GERENCIAL**

Cargo	Nombre
Gerente General	Sebastián Antonio Ferro Aldunate
Gerente de Desarrollo	Pablo Rafael Mella Rohdis
Gerente Regional	Claudio Pitágoras Ferro Manríquez
Gerente de Ventas	Giovanni Marcelo Ferro Albornoz
Gerente Comercial	Karen Isabel Yovani Segarra
Gerente de Operaciones	Patricio Troncoso
Gerente Administrativo	Gladis del Carmen Alvarez Tayupanta

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

Actualmente la compañía se encuentra trabajando en la implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, es importante mencionar que opera a través de las directrices provenientes de la Junta General de Accionistas y un Directorio. Así mismo, mantienen implementado comités gerenciales y operativos por área, que fortalecen la planificación ordenada y la continuidad del negocio frente a eventos adversos que pudieran ocurrir en el medio o internamente. La compañía cuenta con manuales de políticas y procesos, los mismos que son observados y puestos en práctica.

## Empleados

Al 31 de enero de 2019, la compañía contó con 124 empleados (123 empleados a agosto de 2018), los mismos que se encontraron distribuidos por áreas (planta, administración y ventas) en las ciudades de Quito y Guayaquil. Cabe mencionar que el personal mantiene contratos de trabajo indefinidos (fijos).

Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades. Todo lo contrario, la compañía mantiene una relación positiva con sus empleados.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Empresas vinculadas o relacionadas

**CUADRO 14: COMPAÑÍAS RELACIONADAS**

Empresa	Tipo de Vinculación
Inmobiliaria PAFA S.A.	Administración y Parentesco
Comercial BILBAO S.A.	Administración
JOLASUR S.A.	Parentesco
Portafolio Casa de Valores S.A. PORTAVALOR	Parentesco
Colseguros S.A.	Administración
Lascondes S.A. Hoteles y Turismo	Administración
Club de la Unión Quito S.A. UNICLUB	Propiedad
Compañía Burmeyer Cia. Ltda.	Propiedad

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

**Otros Aspectos de la Empresa**

**Clientes**

La compañía cuenta con un portafolio de clientes concentrado, con lo cual existe un posible riesgo de dependencia, sin embargo, se debe mencionar que los clientes que lo conforman varían entre un periodo y otro, es así que los 10 clientes que registraron una mayor participación sobre las ventas al 31 de enero de 2019, alcanzaron una representación del 42,90% (39,21% en diciembre de 2018). A continuación se puede apreciar un detalle de los clientes que conformaron dichos porcentajes:

CUADRO 15: CLIENTES

CLIENTES
MEGAMETALES S. A.
ACEROS CENTER CIA. LTDA.
MULTIMETALES S. A.
COMISARIATO DEL CONSTRUCTOR S. A. COMITRUCTOR
INCAVIT S.A.
IMP. COMERCIAL EL HIERRO CIA.LTDA
METALHIERRO S.A.
IDMACERO CIA. LTDA
NOVOPAN DEL ECUADOR S.A.
MATERIALES DE CONSTRUCCION MACON S.A.

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la cartera a la compañía, se debe mencionar que esta incluyó saldos pendientes de cobro a clientes y a saldos de transacciones comprometidas. Las políticas de administración de riesgo de crédito son aplicadas principalmente por la Gerencia General.

Para el otorgamiento de créditos directos y aceptación de clientes, la empresa ha establecido los siguientes aspectos: límites de crédito, capacidad de endeudamiento, fuentes de repago, central de riesgos, comportamiento de pago antigüedad, seguimiento, cobranzas y deterioro. La compañía analiza la calificación de riesgo crediticio individual por cada cliente y calcula el monto recuperable correspondiente a la cartera. Además, la empresa mantiene una política de cobro, el 20% al contado y el 80% a crédito en un plazo máximo de 60 días. Adicionalmente clasifica la cartera en segmentos similares y analiza permanentemente el comportamiento de pago histórico de los clientes, antigüedad, actualización de datos, entre otros factores. Los límites de crédito son establecidos en función del análisis de la capacidad de pago de cada cliente, tomando en consideración los resultados de calificaciones internas o externas.

Para enero de 2019, la antigüedad de cartera reflejó solo cuentas por vencer, gracias a que la empresa mantiene una política de cobro definida (20% al contado y el 80% a crédito en un plazo máximo de 60 días). Es así que la cartera por vencer hasta 60 días representó el 82,27% de la cartera total por vencer), mientras que la cartera por vencer a más 60 días representó el 17,73%, por lo mencionado se puede catalogar a la cartera de FERRO TORRE S.A. como sana.

GRÁFICO 6: ESTRUCTURA DE LA CARTERA (ENERO 2019)



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Proveedores

Por el giro de negocio de la compañía, esta depende en gran medida del precio internacional del acero, el mismo que afecta a los costos de materia prima, y por ende a su nivel de inventario, los cuales son factores necesarios para la fabricación de los productos.

Con la finalidad de mitigar cualquier riesgo relacionado al precio internacional del acero, la compañía mantiene una excelente relación con sus proveedores, la cual se basa en su estricta política de cumplimiento de pago y buenas relaciones comerciales. En cuanto a su política de pagos, con sus principales proveedores, los plazos máximos fijados son de 90 días, si la compañía requiere exceder el plazo fijado se otorga un aval bancario.

Los principales proveedores con los que opera la compañía son: Steel Resources, Salzgitter, Arcelormital, Marubeni y Severstal. Estas empresas en el año 2018 proveían el 89% (92,00% a enero de 2019) la materia prima (acero) utilizada en el proceso productivo, los países de origen son China, Brasil, Alemania, Rusia y Japón. Se debe señalar que la materia prima representó aproximadamente el 92% del costo de venta para diciembre de 2018.

FERRO TORRE S.A. no se encuentra expuesta a riesgos derivados a tipos de cambio, pues todas las negociaciones y transacciones se las realiza en dólares de los Estados Unidos de América, lo cual le otorga una ventaja en el tema del poder adquisitivo.

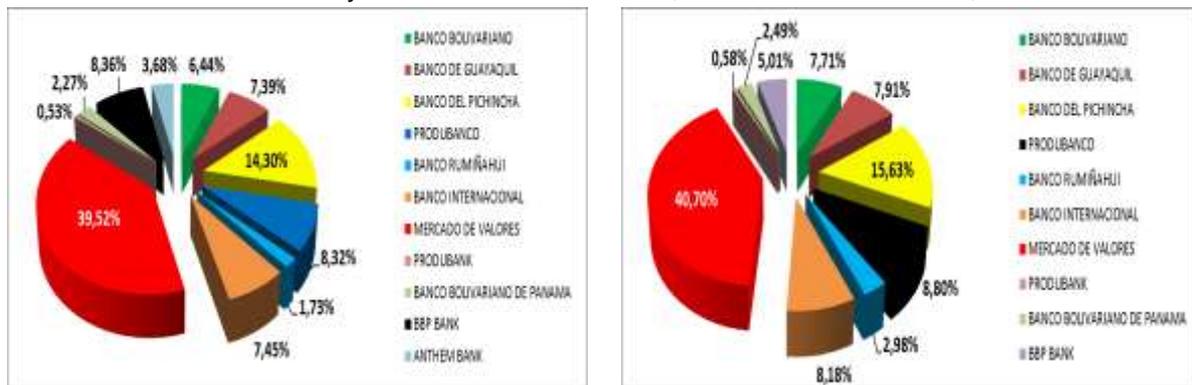
## Estrategias y Políticas de la Empresa

- ✓ Entregar a la sociedad productos útiles y en condiciones justas.
- ✓ Crear riqueza de la manera más eficaz posible.
- ✓ Respetar los derechos humanos con unas condiciones de trabajo dignas.
- ✓ Procurar la continuidad de la empresa a través de un crecimiento razonable.
- ✓ Realizar un seguimiento de la utilización de los recursos y los residuos.
- ✓ Revisar la eficiencia energética de la empresa.
- ✓ Hacer un uso responsable del agua.

## Política de Financiamiento

La principal fuente de financiamiento de la compañía se centra en obligaciones financieras y obligaciones con el Mercado de Valores, determinando que las primeras fondearon el 25,60% de los activos, mientras que las segundas lo hicieron en un 17,56% a enero de 2019. Es importante mencionar que, a partir del 2012, FERRO TORRE S.A., incursionó en el Mercado de Valores por primera vez, lo cual le permitió diversificar su mix de fondeo y reducir su dependencia relativa del crédito bancario.

GRÁFICO 7 y 8: DEUDA CON COSTO VIGENTE (DICIEMBRE 2018 Y ENERO 2019)



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Política de Inversiones

La política de inversión de FERRO TORRE S.A. se fundamenta principalmente en el capital de trabajo. Sus ejecutivos han destinado los réditos obtenidos hacia la reinversión en inventario de mercadería, incorporación de nuevas líneas, mejoramiento de su sistema logístico; sin descuidar la inversión en propiedad planta y equipo.

La compañía mantiene una política clara en donde se intensifican las inversiones en procesos productivos, y específicamente se ha fortalecido la incorporación de equipos para la conformación en frío de acero, lo cual le ha permitido obtener productos que la competencia no abastece.

Conforme al desarrollo y liderazgo establecido durante los últimos años, en cuanto a dar soluciones estructurales en perfiles tubulares, FERRO TORRE S.A., ha venido planificando la incorporación de nuevos equipos de conformación, tanto de perfiles abiertos como cerrados, factores que sumados a la consolidación de otras familias, como son: perfiles estándar, tubos estructurales de gama alta, flejes y plegados especiales, los requerimientos de espacio, tanto para procesos, almacenamiento y logística, obligaron a la empresa a adelantar ciertas iniciativas que contaban con una planificación futura. Es así, que luego de diversos análisis y asesorías internacionales, la compañía decidió construir una nueva planta, misma que facilitó el desarrollo de nuevas líneas de corte y conformación.

Para tal efecto, la compañía adquirió 40.000 m<sup>2</sup> en el km 29 de la Vía a Daule en donde instaló su nueva planta, misma que posee tres naves longitudinales, donde se emplazan diversos procesos de corte, conformación y plegados; más una nave que la cruza en su parte posterior, la cual da respaldo al acopio y almacenaje de la materia prima.

Durante el año 2017 y lo que va del año 2018, la compañía realizó nuevas inversiones en activos fijos (adquisición de maquinarias que permiten dar valor agregado a sus productos y potenciar sus líneas actuales) y la adquisición de un terreno en Petrillo.

### Política de Precio

FERRO TORRE S.A. tiene una política flexible, dada la situación mundial del precio del acero y las condiciones del mercado local.

### Responsabilidad Social

La empresa bajo un plan de auspicios y compromiso empresarial participa como “aliado estratégico” de la Fundación Enseña Ecuador, cuyo fin es el de mejorar la educación primaria y secundaria, mediante el reclutamiento de egresados de diferentes universidades de Quito, quienes serán formados profesionalmente y

que con un salario competitivo trabajen en diferentes localidades de la ciudad como profesores a tiempo completo en escuelas y colegios.

### Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

FERRO TORRE S.A. no presenta regulaciones específicas a sus actividades, a más de las regulaciones tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones. Así, entre otros organismos reguladores a los que se encuentra sujeta la compañía, están: el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, IESS, Ministerio de Relaciones Laborales, Aduanas, entre otros.

Es importante destacar que la compañía ha desarrollado líneas de tubería y la de flejes, que constituyen productos elaborados de AC, es decir, se ha enfocado en el valor agregado. Adicionalmente cuenta con certificaciones ambientales, de calidad y de procesos, entre ellas la certificación ISO 9001 – 2008, la misma que tiene una vigencia hasta septiembre de 2018, también la empresa logró en el 2015 obtener la certificación de la norma INEN en sus perfiles y tubos.

### Riesgo legal

Según información remitida por los administradores de la compañía, al 31 de enero de 2019, FERRO TORRE S.A., no registra procesos legales que puedan afectar de manera significativa la operatividad de la empresa.

### Liquidez de los títulos

Con fecha 25 de abril de 2018, el Agente Colocador inició la venta de los valores llegando a colocar el 100% del programa aprobado (USD 5,00 millones) hasta el 04 de mayo de 2018. Se debe señalar que los papeles vencidos fueron cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente.

Al 31 de enero de 2019, FERRO TORRE S.A. presentó varias emisiones en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle:

**CUADRO 16: EMISIONES REALIZADAS POR FERRO TORRE S.A. (ENERO 2019, USD)**

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
I EMISIÓN DE OBLIGACIONES	2012	Q.IMV.2012.2346	3.000.000,00	3.000.000,00	Cancelada
II EMISIÓN DE OBLIGACIONES	2014	SCV.IRQ.DRMV.2014.3070	4.000.000,00	3.674.000,00	Cancelada
III EMISIÓN DE OBLIGACIONES	2016	SCV.IRQ.DRMV.2017.0111	3.000.000,00	3.000.000,00	500.000,00
IV EMISION DE OBLIGACIONES	2018	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00010590	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00
I PAPEL COMERCIAL	2016	SCV.IRQ.DRMV.2017.0110	4.000.000,00	4.000.000,00	Cancelada
II PAPEL COMERCIAL	2018	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00003053	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

**CUADRO 17: PRESENCIA BURSÁTIL**

Fecha	# Transacciones	# Días Bursátiles	Monto Negociado	Presencia Bursátil
ago-18	0	22	-	0,00%
sep-18	11	20	2.270.000,00	55,00%

oct-18	1	22	40.000,00	4,55%
nov-18	1	21	700.000,00	4,76%
dic-18	2	18	3.000.000,00	11,11%
ene-19	8	22	1.000.000,00	36,36%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. BVG/ Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

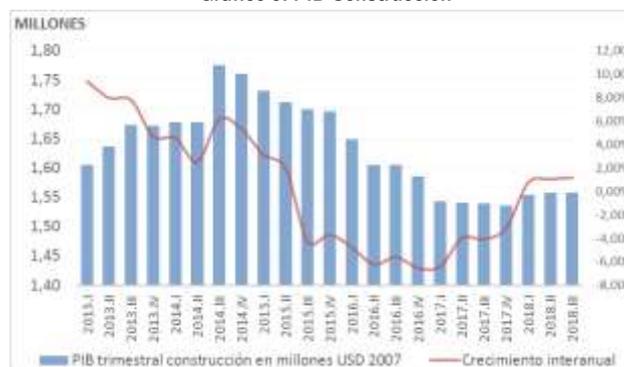
### Eventos Importantes

- Se realizó un aumento de capital, mismo que se concretó el 02 de julio de 2018, mediante escritura pública celebrada ante la Notaría Décima Primera del Cantón Quito, en donde se incrementó la suma de USD 800.000,00, mediante la emisión de 8.000 nuevas acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 100,00 cada una, con lo que el nuevo capital social se ubicó en USD 18.727.200,00, divididos en 187.272 acciones ordinarias.

### Situación del Sector

La industria de la construcción es de suma importancia para el crecimiento de la economía, por su aporte tanto en la cantidad de empresas dedicadas a actividades directas y relacionadas, así como por el efecto multiplicador generado por la mano de obra empleada, ya que se considera a esta industria como el mayor empleador del mundo.<sup>47</sup> Según el Foro Económico Mundial, el sector constructor representa el núcleo de la globalización económica y este significa aproximadamente el 6% del PIB mundial. A pesar de que este sector representa una de las principales ramas productivas de la economía del país, durante los últimos 3 años esta industria se ha visto afectada por la crisis económica que Ecuador ha atravesado.

Gráfico 9: PIB Construcción



Fuente: Banco Central del Ecuador<sup>48</sup> / Elaboración: Class International Rating

Lo antes mencionado, se ve reflejado en el número de proyectos paralizados en el país. En el periodo 2015-2016 existieron 133 proyectos abortados mientras que en el siguiente periodo (2016-2017), fueron 101 proyectos paralizados<sup>49</sup>. Como se observa en el gráfico 8, si bien durante 2015 existió una desaceleración en el crecimiento anual del sector de la construcción, es a partir del 2016 cuando la industria empezó a mostrar un decrecimiento. No obstante, para 2017 se revierte la situación, pues si bien continúa existiendo tasas de crecimiento negativas, estas muestran una recuperación. De esta forma, para los trimestres de 2018 el sector experimenta un crecimiento positivo anual, después de 10 trimestres consecutivos de contracción. Al ser la

<sup>47</sup> <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/descargas/Infoeconomia/info10.pdf>

<sup>48</sup> Información estadística mensual BCE febrero 2019

<sup>49</sup> Información tomada de <https://www.revistalideres.ec/uploads/files/2017/12/04/Oportunidades%20del%20sector%20de%20la%20construccion%20ecuatoriano%20-%20Ponencia%20de%20Silverio%20Duran%20en%20el%20Foro%20Empresarial%20de%20Revista%20Lideres.pdf>

industria de la construcción el impulso al sector ferretero, esta recesión provoca que su desempeño también se vea afectado y por ende que las ventas bajen.

En lo que va del 2018 el sector constructor presenta una leve mejoría con un crecimiento cercano al 0,2% y se espera que crezca un 0,4% en 2019<sup>50</sup>. Este dinamismo se verá principalmente apoyado por el Plan Casa para Todos implementado por el gobierno de turno, además de factores políticos como la derogación de la Ley de Plusvalía y la implementación de la Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y empleo de los distintos sectores para mantener estable la economía del país; así como la eliminación del anticipo del Impuesto a la Renta en 2019. De igual forma, factores económicos como el otorgamiento de créditos a tasas especiales son relevantes para incentivar la industria de la construcción. Adicionalmente, el alto nivel de especialización en investigación y desarrollo, permite a las empresas del sector poder generar nuevos productos para mantenerse competitivos en el mercado.

En el contexto nacional, es de singular importancia la consideración de la normativa que rija al sector de la construcción en el país, normativa que busca reglamentar y apoyar desde la perspectiva de disminución de riesgos y mejoramiento de la calidad de las edificaciones. Este asunto preocupa a entidades gubernamentales y no gubernamentales, las mismas que han hecho esfuerzos al respecto.<sup>51</sup>

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, aranceles, entre otros. Adicionalmente, el alto nivel de especialización en investigación y desarrollo, les permite a las empresas del sector poder generar nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes. El sector deberá emprender en proyectos de vivienda de menor costo, y que aunque eso implica también menores márgenes de rentabilidad, es clave su participación activa en este proceso; para que esto se pueda dar es necesario el mejoramiento de procesos constructivos y la optimización de todos los recursos<sup>52</sup>.

El índice de precios de la construcción (IPCO), el cual mide la evolución de los precios de materiales, equipo y maquinaria de construcción, registra un encarecimiento en materiales como: ductos de planchas galvanizadas, alambres de metal y perfiles estructurales de acero, con una variación anual promedio durante 2018 a 2017, de 19,13%, 13,75% y 12,75% respectivamente. Por otro lado, los materiales que han presentado una mayor reducción en precios, son los equipos y maquinaria de construcción vial, equipo de circuito cerrado de televisión y vidrio plano, los cuales tuvieron un decrecimiento promedio entre 2018 y 2017 de -8,54%, -9,06% y 21,48%, respectivamente<sup>53</sup>.

En cuanto a la recaudación tributaria, el valor incrementó del 2016 al 2017 en el sector de la construcción, en 19,3%. Dicho valor estuvo orientado más hacia la obra pública que a la construcción de departamentos e inmobiliarias<sup>54</sup>.

De acuerdo con la encuesta ENEMDU a diciembre de 2018, la rama de la actividad de la construcción concentra el 6,8% del empleo total (6,7% en 2017), lo cual muestra una menor capacidad de empleo en relación a 2014, cuando el sector presentó su mejor etapa de crecimiento y abarcó el 7,4% del empleo<sup>55</sup>.

Dentro de la composición de la Inversión extranjera directa (IED), al tercer trimestre del 2018, se observa que el sector de la construcción significó el 24,13% de la entrada de recursos, alcanzando USD 48,37 millones, lo cual resulta superior a lo registrado en el mismo periodo del año 2017, cuando la construcción capturó el 17,99% de la IED (USD 26,78 millones)<sup>56</sup>.

<sup>50</sup> Información tomada de las previsiones macroeconómicas del BCE <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real>

<sup>51</sup> <http://www.camicon.ec/wp-content/uploads/2015/11/Construcci%C3%B3n-243.pdf>

<sup>52</sup> <http://blog.vive1.com/sector-construccion-2016-ecuador>

<sup>53</sup> <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion/>

<sup>54</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/recaudacion-de-la-construccion-crecio-el-19-3>

<sup>55</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018\\_Presentacion\\_Mercado%20Laboral.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf)

<sup>56</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

Por otro lado, para enero de 2019, el Índice de Confianza Empresarial (ICE)<sup>57</sup> Global registró 1.358,6 puntos, lo que representó una disminución de 6,8 puntos en relación al mes anterior, variación que se explica por la evolución negativa de los ICE del comercio, la construcción y los servicios; mientras que los ICE de la industria registró un comportamiento positivo. El ICE de la rama de la construcción en enero de 2019 disminuyó en 19,2 puntos respecto del mes anterior, llegando a situarse en 715,7 puntos. El ciclo del ICE de la construcción se ubicó 1,4% sobre la línea de tendencia de crecimiento de largo plazo.

El volumen de construcción para enero 2019, decreció en 2,3% entre diciembre 2018 y enero de 2019. Los empresarios consideran que esta variable se contraería nuevamente en el siguiente mes en 0,5%.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para desarrollar los productos, la necesidad de fuertes inversiones de capital en maquinaria, tecnología, etc., el acceso a proveedores internacionales, altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios de maquinaria, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector.

La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad. La alta dependencia a la mano de obra, por lo que la cantidad de regulaciones laborales, supondrían un alto coste para la empresa, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa debe permanecer más tiempo en el sector, manteniendo la capacidad para la fabricación, los costes de producción, procurando cubrir sus costos variables.

En lo que respecta a FERRO TORRE S.A., la potencialidad representa grandes oportunidades en una excelente oportunidad para la industria metalmeccánica. En la actualidad, se requiere que los productos que demanda el sector cumplan con las certificaciones internacionales exigidas, tales como ASME, API, UE, ISO, UNE, ASTM, entre otras.

## **Expectativas**

Como se mencionó anteriormente, el sector de la construcción se vio afectado durante los años 2015-2017, sin embargo, promete una ligera recuperación para el año 2019. Factores clave como la derogación de la Ley de Plusvalía y la implementación de la Ley de Fomento Productivo benefician a la industria y permiten la generación de empleo. Además, la apuesta por el Plan Casa para Todos promete reactivar al sector y todas las cadenas que lo representan, entre ellas la ferretera. Todas estas circunstancias han ayudado a mejorar el desempeño del sector de la construcción, pero la recuperación no es inmediata. El camino requiere de medidas que generen mayor confianza en los constructores y en los demandantes.

Por otra parte, el Fisco va a tener menos ingresos, lo que puede llevar a una reducción relativa de inversión en obras públicas. El programa de austeridad implementado por el Gobierno actual implica un menor gasto en consumo del Gobierno, así como una contracción en la inversión pública, lo que podría frenar el crecimiento del sector de la construcción.

La Asociación Mundial del Acero considera que la producción mundial de acero disminuirá, y la desaceleración deberá continuar hasta el año 2035, a medida que los países empiecen a frenar la producción, disminuirá la demanda de la misma manera<sup>58</sup>. De igual forma, se anticipa un 2019 complejo para el hierro y el acero, en medio de la tensión comercial entre China y EEUU, lo cual podría incrementar el precio de los metales industriales.

<sup>57</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe201901.pdf>

<sup>58</sup> <https://mineriaenlinea.com/2017/05/preve-worldsteel-disminuya-produccion-acero-2018-2035/>

## Posición Competitiva de la Empresa

El mercado siderúrgico ecuatoriano, no produce acero conforme la demanda lo requiere, lo que lo convierte en un importador neto de la materia prima, lo cual se traduce en un mercado que está en crecimiento y tiene proyecciones favorables en el corto y largo plazo, debido al déficit de infraestructura de vivienda, vial, y edificaciones en general, así como en el desarrollo de industrias en las que el acero juega un papel fundamental en sus instalaciones y plantas. Este mercado interno está compuesto por varias compañías, y la intensidad de la competencia es muy alta. Debe considerarse que el precio del acero cotizado en mercados internacionales, es muy volátil, lo cual genera la necesidad de que las empresas del sector creen estrategias para que dicha volatilidad no afecten importantemente los resultados de las compañías.

La competencia de FERRO TORRE S.A., se concentra en empresas reconocidas en el mercado siderúrgico ecuatoriano, sin embargo, en la actualidad, se especializan más en otras líneas en que FERRO TORRE S.A. no compete, o por estrategia, las está dejando, para enfocar su mayor esfuerzo en las líneas no atendidas por los competidores. Este enfoque le ha permitido a FERRO TORRE S.A. recuperar en el 2010 los resultados negativos del 2009, y en el 2011 superar lo obtenido en el 2010.

Actualmente la compañía mantiene una participación aproximada en el mercado de la perfilaría del 15% y el 10% en lo referente a tubería. Por mayor diversificación, lo líderes del mercado son IPAC S.A. con el 29,41% de Market Share, NOVACERO S.A. con el 18,38%, y en menor escala están KUBIEC con el 15,69%, DIPAC con el 10,78% y TUGALT con el 6,37%. Es preciso mencionar que FERRO TORRE S.A. mantiene el 12,25% de market share.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de FERRO TORRE S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 18: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Es una empresa formal en su toma de decisiones, al contar con directorio y comités por área.	Déficit de infraestructura habitacional en el país, lo cual genera expectativas de demandas importantes para los próximos años .
Cuenta con procesos certificados con normas de calidad y medioambientales.	Productos especializados con valor agregado que ofrece la compañía, a la vez que sustituyen importaciones, facilitan la importación por parte de los clientes que permanecen al nicho de mercado en que se especializa la empresa, el cual está en constante expansión.
Su diversidad accionarial conformada por accionistas nacionales y extranjeros vinculados al negocio del acero.	
La experiencia adquirida a lo largo de sus 44 años, con presencia importante en el mercado de acero ecuatoriano.	Mercados internacionales para la exportación de los elaborados de acero.
La diversidad de líneas de productos especializados, hacen que atienda de mejor manera a su mercado objetivo.	
Su operación está enmarcada en su planificación estratégica, la cual es planteada por 5 años.	Políticas de cambio de la matriz productiva que incentivan a los sectores estratégicos demandantes de elaborados de acero como sector minero e hidroeléctrico.
El nivel patrimonial es muy sólido y el incremento del capital social refleja el compromiso de los accionistas con la compañía.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
Ciertas líneas que mantiene la compañía, dependen en gran medida del precio internacional del acero, como costo de materia prima, y en algunos casos es difícil trasladar el aumento de costos al precio final, por temas de competitividad interna, aunque de igual forma puede actuar como una fortaleza para sus márgenes ante una disminución de los precios.	Inexistencia de una recuperación de la economía que disminuya aún más el gasto público en construcciones y vialidad que afectaría a la demanda de productos de acero.
Pertenece a un mercado muy competitivo que la obliga a desarrollar mejoramiento continuo para minimizar el impacto de costos y atender mercados especializados a los que la competencia no llega aún.	Cientes con bajo grado de fidelización.
	Una subida brusca en el precio del acero a nivel internacional, que no se pueda trasladar al precio final, aunque históricamente solo se ha dado ese pico en el 2008, año de crisis financiera mundial.
Altos requerimientos de capital de operación.	Nuevas políticas y leyes que afecten directa o indirectamente al sector.
	Políticas comerciales entre China y Estados Unidos que afecten directamente a los precios internacionales del acero y la producción.

Fuente / Elaboración: FERRO TORRE S.A.

### **Riesgo operacional**

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

Uno de los principales riesgos a los que se expone la compañía de acuerdo a la actividad que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que se presenten daños estructurales o averías importantes en sus líneas de producción, mismos que pueden ser ocasionados por errores humanos o fallas mecánicas, mismos que podrían paralizar parcial o totalmente las operaciones de la compañía.

En cuanto a un posible riesgo de concentración de proveedores, se debe mencionar que la empresa cuenta con dos proveedores de acero en Japón y dos proveedores en Brasil, estos últimos se constituyen como los segundos exportadores de acero más grandes del mundo, por lo que el riesgo de que puedan existir escases de la materia prima es mínimo.

En cuanto a la disponibilidad de materia prima, los administradores de la compañía han sabido manifestar que actualmente cuenta con cuatro meses de stock en materia prima; el tiempo que demora en llegar la materia prima a bodegas es de tres meses, razón por la cual la empresa cuenta siempre con el stock necesario para la elaboración de sus productos.

En lo que respecta a planes de contingencia y respaldos de la información de la compañía, vale señalar que dentro de esta temática FERRO TORRE S.A., mantiene protegido a sus sistemas de comunicación con infraestructura apropiada.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, FERRO TORRE S.A., ha suscrito varias pólizas de seguro, entre las que se encuentran: incendio, responsabilidad civil, fidelidad, vehículos, mismas que están vigentes hasta julio 2019 y transportes hasta junio de 2019.

### **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a FERRO TORRE S.A., se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 31 de enero de 2018, 31 de diciembre de 2018 y 31 de enero de 2019.

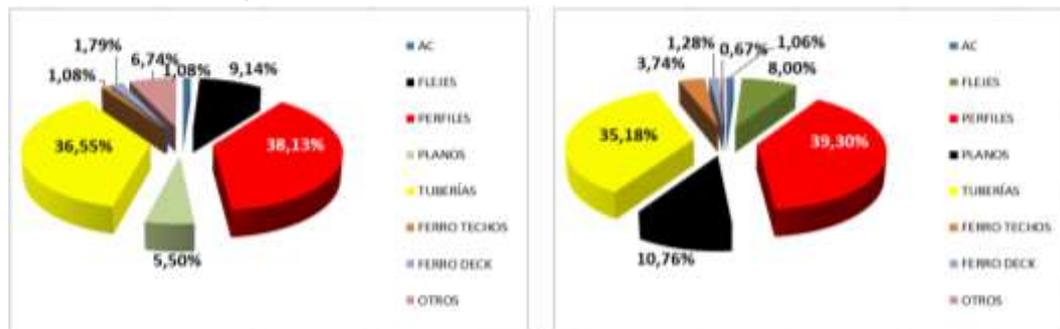
### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos de la compañía registraron un comportamiento creciente para todos los periodos analizados pasando de USD 32,30 millones en el año 2015 a USD 47,28 millones al cierre de 2018, lo que se encontró asociado al aumento de la producción con la adquisición de nuevas maquinarias, además de que la empresa logró mejorar la rentabilidad del portafolio mediante la venta de productos con mejores contribuciones, y existieron mejores precios del acero en el año 2018 que en el año 2017.

Como ya se había mencionado los productos que comercializa la empresa están orientados al sector de la construcción de ahí la importancia que tiene el desarrollo de este sector para FERRO TORRE S.A.

Al 31 de enero de 2019, la compañía alcanzó un total de ingresos de USD 6,07 millones, monto superior en 64,65% a lo reportado en enero de 2018 (USD 3,69 millones), fundamentado en que la empresa mantiene más líneas de negocios que el año pasado (Tubería Galvanizada, Perfilera Galvanizada, Ferrotecho y Ferrodeck) y por ende mejor capacidad de facturación y la empresa ha logrado mantener disponibilidad de materiales que no tenía el mercado (materia prima de espesor 3mm y 6 mm, planchas y perfilera).

GRÁFICO 10 y 11: VENTAS POR LÍNEAS DE PRODUCTO A DICIEMBRE 2018 Y ENERO 2019



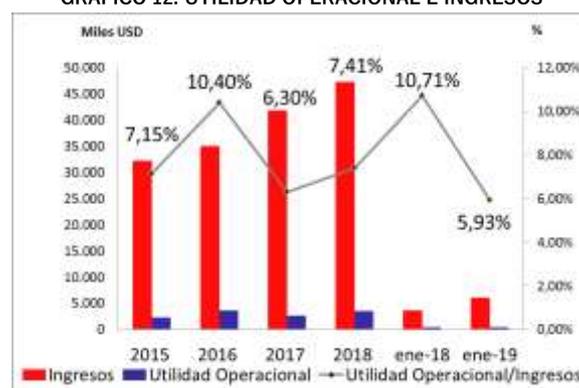
Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los costos de ventas mantuvieron un comportamiento ligeramente creciente a partir del año 2016, pues pasaron de significar el 73,16% de los ingresos en ese año a un 80,15% de los ingresos en 2018 (85,69% de los ingresos en enero de 2019), lo que obedece al timing de la compra de la materia prima, misma que fluctúa a nivel internacional. En función de lo expuesto, el margen bruto al encontrarse ligado al comportamiento del costo de ventas, disminuyó de un 26,84% de los ingresos en 2016 a un 19,85% en 2018 (14,31% de los ingresos en enero de 2019).

Los gastos operacionales mantuvieron una representación a la baja sobre los ingresos a partir del año 2016, puesto que pasaron de significar el 16,45% de los ingresos en ese año a un 12,45% en diciembre de 2018 (8,38% de los ingresos en enero de 2019), pues la empresa logró implementar eficientemente los planes de control de gasto en plantas (insumos de producción para maquinaria sobre todo), y renegoció los fletes con transportistas, lo que evidencia un manejo aceptable en sus políticas de gastos. Dentro de los gastos operacionales, se concentraron sueldos, salarios y beneficios sociales, honorarios y comisiones y transporte.

Después de lo descrito, la compañía generó un margen operativo positivo para todos los periodos bajo análisis, sin embargo, este no registró una tendencia definida, pues luego de significar el 10,40% de los activos en 2016, pasó a 6,30% en 2017 y 7,41% en 2018 (5,93% de los ingresos en enero de 2019).

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros al igual que el rubro de otros ingresos y egresos neto permanecieron relativamente estables durante el periodo analizado, mismos que fueron cubiertos de forma adecuada por su utilidad operativa, lo que generó una utilidad neta que representó el 2,33% de los ingresos en 2015 y un 2,38% de los ingresos en 2017. Para diciembre de 2018, la utilidad antes de impuestos significó el 3,55% de los ingresos (4,34% de los ingresos en enero de 2019).

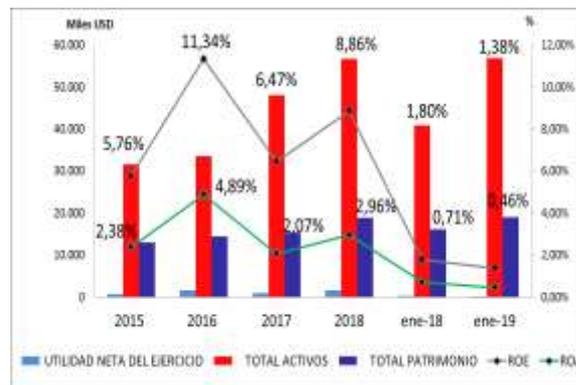
### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

En función de los niveles de utilidad que arrojó la compañía durante los periodos analizados, y en función del comportamiento de los activos y el patrimonio de la compañía, los indicadores de rentabilidad se reportaron positivos durante los periodos anuales, ocurriendo lo mismo para los cortes interanuales de la compañía.

CUADRO 19, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	2,38%	4,89%	2,07%	2,96%
ROE	5,76%	11,34%	6,47%	8,86%

Ítem	ene-18	ene-19
ROA	0,71%	0,46%
ROE	1,80%	1,38%



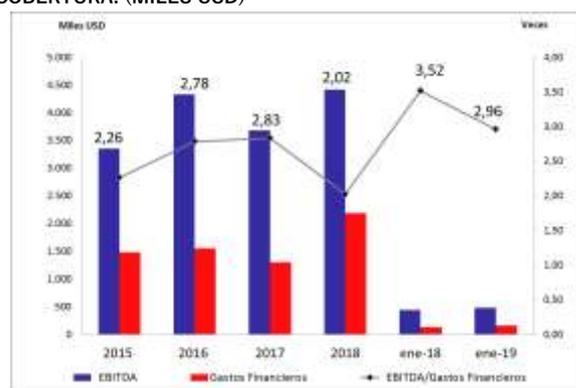
Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte, el EBITDA (acumulado) de la compañía no presentó una tendencia definida para el periodo analizado (2015-2018), representando el 10,37% de los ingresos en el 2015 y 9,34% de los ingresos en 2018 (8,82% de los ingresos en 2017), lo que está ligado al comportamiento de su utilidad operacional, no obstante, se puede apreciar que la empresa dispone de recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones, demostrando además una aceptable capacidad para cubrir sus gastos financieros. Para enero del 2019, el EBITDA (acumulado) representó 7,87% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en enero de 2018 (11,95% de los ingresos), lo que evidencia una menor en la cobertura de sus gastos financieros.

CUADRO 20, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA. (MILES USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	3.349	4.329	3.683	4.418
Gastos Financieros	1.479	1.555	1.300	2.183
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,26	2,78	2,83	2,02

	ene-18	ene-19
EBITDA	440	477
Gastos Financieros	125	161
Cobertura (EBITDA/Gastos Financieros) (veces)	3,52	2,96



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Capital Adecuado Activos

Los activos de la compañía registraron una tendencia creciente en los periodos anuales analizados, dado que incrementaron de USD 31,62 millones en 2015 a USD 56,69 millones al cierre del año 2018 y USD 56,83 millones en enero de 2019, producto del incremento reportado en su inventario<sup>59</sup>, cuentas por cobrar clientes

<sup>59</sup> Se debe indicar que parte de los inventarios, terrenos, edificaciones y maquinaria garantizan las operaciones de crédito contraídas

y propiedad planta y equipo neto, mismos que se encuentran directamente relacionados con el giro del negocio.

Dentro de la composición de los activos totales se destacan los de tipo corriente, pues significaron en promedio (2015-2018) el 63,92% (62,07% en enero de 2019), determinando que dentro de éstos, toman relevancia las cuentas por cobrar clientes con un promedio de 15,58% sobre el total de activos (19,12% en enero de 2019) y los inventarios con un promedio de 33,83% sobre los activos totales (33,49% a enero de 2019), lo cual ratifica la naturaleza de la compañía.

Por su parte los activos no corrientes representaron en promedio el 36,08% de los activos totales (37,93% a enero de 2019), determinando que su estructura estuvo liderada principalmente por la propiedad planta y equipo neto con el 35,70% en promedio de los activos totales (36,30% en enero de 2019), en donde se contabilizan las adecuaciones y re avalúos realizados a los bienes inmuebles, vehículos, instalaciones, equipos, entre otros. Como se puede apreciar la empresa mantiene una importante concentración en sus propiedades, debido al alto nivel de inversión realizado por la empresa, para mantener su política de mejora continua.

Al respecto de la propiedad, planta y equipo de la empresa, se debe mencionar que al 31 de diciembre del 2015, incluyó los costos incurridos en la construcción de un galón y estructuras en la planta de Petrillo, adicionalmente se debe mencionar que parte de la propiedad de la empresa garantizan las operaciones de crédito contraídas.

## **Pasivos**

Los pasivos de la compañía, presentaron una tendencia creciente a lo largo de los periodos analizados, es así que crecieron de USD 18,54 millones (58,65% de los activos) en el año 2015 a USD 37,74 millones (66,57% de los activos) al cierre de 2018, y USD 37,76 millones (66,44% de los activos) en enero de 2019, lo que estuvo relacionado al aumento de sus obligaciones financieras de largo plazo y proveedores locales y del exterior, dado que las importaciones se contabilizan desde el momento que un buque sale del puerto de origen, y es normal, que por el giro del negocio, muchos embarques se concentren en el mes de enero.

Al referirnos a su estructura se debe destacar que los pasivos corrientes predominaron a lo largo de los periodos analizados, es así que su financiamiento sobre el total de activos a diciembre de 2018 fue de 51,38% (51,63% en enero de 2019), siendo sus cuentas más relevantes las obligaciones financieras con el 25,59% (22,19% en enero de 2019), obligaciones con el mercado de valores con el 9,19% (8,80% en enero de 2019), y las cuentas por pagar a proveedores con el 15,18% del total de activos (19,23% en enero de 2019).

Por su parte, se observa que los pasivos no corrientes financiaron el 15,20% de los activos a diciembre de 2018 (14,81% en enero de 2019), en donde la cuenta más representativa fueron las obligaciones con el Mercado de Valores mismas que fondearon a diciembre de 2018 el 9,51% de los activos (8,76% en enero de 2019).

A diciembre de 2018, la deuda financiera registró una suma de USD 26,84 millones, misma que financió el 47,34% de los activos totales, mientras que, a enero de 2019, registró USD 24,53 millones, financiando el 43,16% de los activos, misma que estuvo conformada tanto por obligaciones con entidades bancarias locales, como del extranjero y por emisiones vigentes en el Mercado de Valores. El comportamiento histórico de la deuda financiera, ha estado ligada a la necesidad de financiamiento de la empresa, para las inversiones realizadas en sus plantas, con ello ha logrado crecer y brindar un mejor servicio a sus clientes.

## **Patrimonio**

La compañía registró un patrimonio con un comportamiento al alza durante los periodos analizados, incrementándose de USD 13,07 millones (41,35% de los activos) en el año 2015 a USD 18,95 millones (33,43% de los activos) en 2018 y USD 19,07 millones (33,56% de los activos) a enero de 2019, lo que se relacionó principalmente al constante aumento de su capital social, así como un mayor superávit por revaluación.

Los accionistas de la compañía constantemente han demostrado un alto compromiso en las operaciones de FERRO TORRE S.A. pues han realizado continuos incrementos de capital social, es así que pasó de USD 15,83 millones (50,06% de los activos) en 2015 a USD 16,53 millones (49,19% de los activos) en el 2016, USD 17,93 millones (37,30% de los activos) en diciembre de 2017 y un valor de USD 18,73 millones (33,03% de los activos) a diciembre de 2018, manteniéndose éste último valor para enero de 2019, sin embargo financió el 32,95% de los activos.

Este último aumento de capital se concretó el 02 de julio de 2018, mediante escritura pública celebrada ante la Notaria Décima Primera del Cantón Quito, en donde se incrementó la suma de USD 800.000,00, mediante la emisión de 8.000 nuevas acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 100,00 cada una, con lo que el nuevo capital social se ubicó en USD 18.727.200,00, divididos en 187.272 acciones ordinarias.

### Flexibilidad Financiera

La compañía, para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad, sin embargo, su tendencia fue variable, a pesar de lo cual se siguen ubicando en un buen nivel. Estos indicadores de liquidez demuestran que los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo, situación que determina que la compañía está en capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos líquidos.

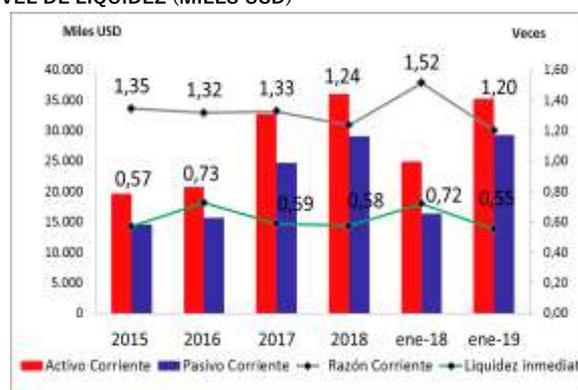
Adicionalmente, se puede apreciar que la empresa posee un capital de trabajo positivo para todos los periodos, es así que a diciembre de 2018 representó el 12,20% de los activos, después de haberse ubicado en un 16,88% en diciembre de 2017 (10,44% en enero de 2019).

Al analizar la liquidez inmediata, que toma en cuenta el valor de los inventarios dentro de los activos corrientes, se obtienen índices menores a la unidad, evidenciando la naturaleza de la compañía, la cual, al ser una empresa industrial es intensa en inventarios.

CUADRO 21, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	19.631	20.731	32.820	36.044
Pasivo Corriente	14.584	15.735	24.706	29.127
Razón Circulante (veces)	1,35	1,32	1,33	1,24
Liquidez Inmediata (veces)	0,57	0,73	0,59	0,58

Ítem	ene-18	ago-18
Activo Corriente	24.892	35.272
Pasivo Corriente	16.428	29.338
Razón Circulante (veces)	1,52	1,20
Liquidez Inmediata (veces)	0,72	0,55



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Indicadores de Eficiencia

FERRO TORRE S.A. a lo largo del periodo analizado (2015-2018), presentó un periodo de cobro promedio anual de 58 días, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente, el mismo que no dista mucho de las políticas de crédito establecidas por la empresa (20% al contado y 80% a crédito con un plazo máximo de 60 días).

Por otro lado, al referirnos al indicador de Plazo de Proveedores, se ubicó en 83 días para el año 2018 (156 días en el año 2017), se debe señalar que la mayor parte de la mercadería comercializada por FERRO TORRE S.A. es importada, determinando así que el crédito con proveedores se registra a un plazo máximo de 90 días. Además, se debe señalar que las compras a proveedores locales no es significativa, por lo que el crédito que

maneja con ellos es un rubro mínimo. En cuanto a la Duración de Existencias, se observó que, a diciembre de 2018, este indicador se ubicó en 186 días (202 días en diciembre de 2017).

Finalmente, comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 176 días para el año 2018 (109 días en 2017), lo cual indica que la empresa recurrió a fuentes distintas a proveedores para financiar su actividad.

### Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio no demostró una tendencia definida en el periodo analizado, sin embargo, se mantuvo por debajo de 2,15 veces, lo que demuestra que la compañía se financia mayormente con recursos de terceros.

**GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCAMIENTO**



Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación pasivo total sobre el EBITDA (anualizado) demostró que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 8,54 años en diciembre de 2018 y en 8,47 años en enero de 2019. Por otro lado, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la compañía podría cancelar sus compromisos financieros en 6,08 años a diciembre de 2018 y 5,51 años en enero de 2019.

### Contingentes

Al 31 de enero de 2019, los administradores de la compañía informan que FERRO TORRE S.A. no mantiene obligaciones financieras, como codeudor o garante.

### Liquidez de los instrumentos

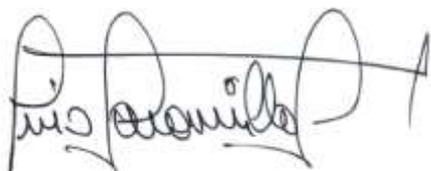
#### Situación del Mercado Bursátil<sup>60</sup>

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

<sup>60</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**



Econ. Juan Fernando Espinoza  
**Analista**

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	83	2.130	1.332	319	1.729	380
Cuentas por cobrar clientes	3.096	6.379	7.688	7.613	9.943	10.865
Provisión cuentas incobrables	(150)	(200)	(485)	(200)	(485)	(485)
Inventarios	11.300	9.290	18.240	13.060	19.264	19.033
Otros Activos Corrientes	5.303	3.132	6.045	4.100	5.593	5.479
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>19.631</b>	<b>20.731</b>	<b>32.820</b>	<b>24.892</b>	<b>36.044</b>	<b>35.272</b>
Propiedad, planta y equipo neto	11.985	12.865	15.215	15.994	19.808	20.631
Otros Activos No Corrientes	-	-	26	-	840	924
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>11.985</b>	<b>12.865</b>	<b>15.241</b>	<b>15.994</b>	<b>20.648</b>	<b>21.555</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>31.616</b>	<b>33.596</b>	<b>48.061</b>	<b>40.886</b>	<b>56.692</b>	<b>56.827</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones Financieras y Mercado de Valores	10.468	7.419	9.273	8.511	19.718	17.608
Proveedores locales y del exterior	3.039	6.948	14.098	7.247	8.608	10.930
Otros Pasivos Corrientes	1.077	1.367	1.335	669	801	799
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>14.584</b>	<b>15.735</b>	<b>24.706</b>	<b>16.428</b>	<b>29.127</b>	<b>29.338</b>
Obligaciones Financieras Largo Plazo	1.251	855	903	1.371	1.730	1.941
Obligaciones Mercado de Valores	1.378	919	5.519	5.519	5.391	4.979
Otros Pasivos No Corrientes	1.329	1.591	1.584	1.371	1.493	1.497
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>3.958</b>	<b>3.365</b>	<b>8.006</b>	<b>8.260</b>	<b>8.615</b>	<b>8.417</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>13.097</b>	<b>9.193</b>	<b>15.695</b>	<b>15.401</b>	<b>26.840</b>	<b>24.528</b>
Deuda Financiera C/P	10.468	7.419	9.273	8.511	19.718	17.608
Deuda Financiera L/P	2.629	1.774	6.421	6.890	7.121	6.920
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>18.542</b>	<b>19.100</b>	<b>32.712</b>	<b>24.688</b>	<b>37.742</b>	<b>37.755</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	15.827	16.527	17.927	17.927	18.727	18.727
Reservas	10	2	29	29	25	25
Superávit por revaluación	3.417	3.577	3.577	3.577	5.799	5.629
Resultados acumulados por NIIF	-2.956	-2.956	-2.956	-2.956	-2.956	-2.956
Utilidad neta del ejercicio	753	1.644	993	292	1.680	263
Resultados acumulados	-3.977	-4.299	-4.221	-2.671	-4.324	-2.616
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>13.073</b>	<b>14.496</b>	<b>15.349</b>	<b>16.198</b>	<b>18.950</b>	<b>19.072</b>

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
<b>Ventas</b>	<b>32.295</b>	<b>35.073</b>	<b>41.778</b>	<b>3.685</b>	<b>47.282</b>	<b>6.067</b>
Costo de ventas	24.903	25.659	33.011	2.859	37.895	5.199
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>7.392</b>	<b>9.414</b>	<b>8.767</b>	<b>826</b>	<b>9.387</b>	<b>868</b>
TOTAL GASTOS	5.082	5.768	6.134	431	5.885	509
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.310</b>	<b>3.646</b>	<b>2.632</b>	<b>395</b>	<b>3.502</b>	<b>360</b>
Gastos Financieros	1.479	1.555	1.300	125	2.183	161
Otros ingresos / egresos netos	158	147	63	22	361	65
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.</b>	<b>989</b>	<b>2.238</b>	<b>1.395</b>	<b>292</b>	<b>1.680</b>	<b>263</b>
Impuesto a la Renta (menos)	235	594	402	0	0	0
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>753</b>	<b>1.644</b>	<b>993</b>	<b>292</b>	<b>1.680</b>	<b>263</b>

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
Gastos Operacionales / Ingresos	15,74%	16,45%	14,68%	11,71%	12,45%	8,38%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,15%	10,40%	6,30%	10,71%	7,41%	5,93%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,33%	4,69%	2,38%	7,92%	3,55%	4,34%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	306,63%	221,78%	265,18%	135,28%	208,45%	136,65%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	20,94%	8,91%	6,31%	7,64%	21,50%	24,63%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	196,31%	94,55%	130,99%	42,93%	129,95%	61,29%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	5,76%	11,34%	6,47%	1,80%	8,86%	1,38%
Rentabilidad sobre Activos	2,38%	4,89%	2,07%	0,71%	2,96%	0,46%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,35	1,32	1,33	1,52	1,24	1,20
Liquidez Inmediata	0,57	0,73	0,59	0,72	0,58	0,55
Capital de Trabajo	5.047	4.996	8.114	8.464	6.917	5.935
Capital de Trabajo / Activos Totales	15,96%	14,87%	16,88%	20,70%	12,20%	10,44%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	3.349	4.329	3.683	440	4.418	477
EBITDA anualizado	3.349	4.329	3.683	4.134	4.418	4.455
Ingresos	32.295	35.073	41.778	3.685	47.282	6.067
Gastos Financieros	1.479	1.555	1.300	125	2.183	161
EBITDA / Ingresos	10,37%	12,34%	8,82%	11,95%	9,34%	7,87%
EBITDA/Gastos Financieros	2,26	2,78	2,83	3,52	2,02	2,96
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,18	0,40	0,17	0,03	0,13	0,01
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,81	2,51	1,27	1,04	1,42	5,02
Gastos de Capital / Depreciación	1,42	2,53	3,60	87,25	3,40	7,55
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	1,42	1,32	2,13	1,52	1,99	1,98
Activo Total / Capital Social	2,00	2,03	2,68	2,28	3,03	3,03
Pasivo Total / Capital Social	1,17	1,16	1,82	1,38	2,02	2,02
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	3,91	2,12	4,26	3,73	6,08	5,51
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,54	4,41	8,88	5,97	8,54	8,47
Deuda Financiera / Pasivo	70,63%	48,13%	47,98%	62,38%	71,11%	64,97%
Deuda Financiera / Patrimonio	100,18%	63,42%	102,25%	95,08%	141,63%	128,61%
Pasivo Total / Activo Total	58,65%	56,85%	68,06%	60,38%	66,57%	66,44%
Capital Social / Activo Total	50,06%	49,19%	37,30%	43,85%	33,03%	32,95%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	41,35%	43,15%	31,94%	39,62%	33,43%	33,56%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	33	64	63	62	73	53
Duración de Existencias (días)	166	132	202	142	186	113
Plazo de Proveedores (días)	45	99	156	79	83	65

Fuente: FERRO TORRE S.A. / Elaboración: Class International Rating