

Ecuador  
Calificación inicial

## Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AA	N/A	N/A

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

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

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

NA: No aplica

NR: No registra cambio de calificación

### Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (abril)
Activos	110,1	101,3
Ventas	98,2	30,7
Margen EBITDA (%)	9,83%	7,33%
ROE (%)*	12,98%	8,03%
Deuda / capitalización (%)	45,03%	43,25%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0,05	0,86
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0,37	0,65
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	3,30	4,28
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	5,23	6,39

\*Indicador anualizado para abril-2018

Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración BWR

### Contactos:

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

Andrea Coronel  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

### Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AA" al Segundo Programa de Papel Comercial de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., que se analiza en el presente informe. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de las emisiones y demás compromisos financieros de la empresa. Una calificación de "AA" se otorga 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 calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

**Posición Competitiva Consolidada y altas barreras de entrada:** KU-BIEC S.A. es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Sinergias y vínculos importantes con su participada:** La calificación incorpora las sinergias y vínculos administrativos, comerciales y estratégicos que mantiene con su empresa participada, que mantiene una operación más volátil y de menor tamaño.

**Generación operativa volátil y sensible al precio del acero:** En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a la variación del precio del acero, que tiene un impacto directo en el margen de la Compañía. Su generación ha aumentado gracias a la inversión constante en activos fijos que le permite impulsar nuevos productos en el mercado.

**Endeudamiento importante en relación con la generación:** La relación deuda financiera/EBITDA a la fecha de corte es de 4.28 veces, lo que ubica a la Compañía en una posición desfavorable en comparación a la mediana de otras empresas con calificaciones similares. El incremento en el apalancamiento responde la contracción de su generación, que se ha visto afectada por una reducción coyuntural del margen bruto que se espera se vaya revirtiendo en el tiempo. La calificación considera que el endeudamiento regrese en 2019 a niveles consistentes con la calificación otorgada gracias a mayores ventas y una recuperación del margen bruto.

**Liquidez volátil:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación con la deuda de corto plazo. Después de una recuperación en 2015 y 2016, los indicadores de liquidez en 2017 se presionan especialmente. En 2018, esperamos que el emisor mantenga una deuda parecida a la presentada en la fecha de corte del presente informe y en 2019 con una generación más estable que permita que los indicadores de liquidez se recuperen.

**La perspectiva de la calificación es estable,** sin embargo, esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara sobre los niveles esperados. La perspectiva también podría cambiar en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre KU-BIEC y su empresa participada que generaran una vinculación en su riesgo de crédito.



**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

Segundo Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A
Monto Programa	10.000.000
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Pago del capital	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Destino de la emisión	Se utilizará el 100% de los recursos captados para capital de trabajo, específicamente para el pago de proveedores, costos de producción, nómina, impuestos, contribuciones, y otros gastos operacionales.
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Analytica Securities C.A Casa de Valores
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A

Los recursos que se capten a través de la emisión de obligaciones a corto plazo no podrán destinarse a la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de: grupos financieros o económicos, compañías de seguros privados o sociedades o empresas mercantiles, que estén vinculadas con el emisor; ni podrán destinarse a cancelar pasivos con personas naturales o jurídicas vinculadas con el emisor, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores y en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

Las nuevas emisiones que se pongan en circulación, en uso de la revolvencia propia del programa de emisión de Papel Comercial, no estarán sujetas a las mismas características de la primera emisión, sino que dichas características serán propias de cada una de ellas y estarán descritas en el correspondiente Anexo a la Circular de Oferta Pública conforme lo determina la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa vigente y aplicable.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

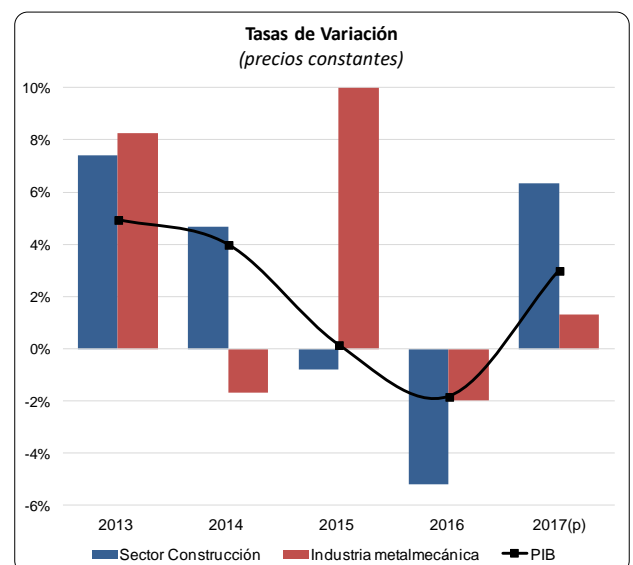
La economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 3% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares y el consumo final del gobierno mantuvieron una variación positiva del 4.9% y 3.8% respectivamente.

A la fecha de elaboración de este informe, el Banco Central del Ecuador a no dispone de la previsión de crecimiento para el 2018 pues se encuentra a la espera de la aprobación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, para así poder incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 2%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

Con base a la información del Banco Central, la industria manufacturera representó el 11.5% del PIB, haciéndola el sector con mayor participación dentro de la economía ecuatoriana en 2017. Además, esta industria presentó un crecimiento del 2.1% y se recupera ante la recesión presentada en 2015 y 2016. La industria metalmeccánica es uno de los principales componentes de la industria manufacturera y de la economía ecuatoriana en general por su contribución como insumo con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo.

**Gráfico 1**



Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: BWR

El desarrollo del sector metalmeccánico es parte de la meta gubernamental de cambio de la Matriz



Productiva y sustitución de importaciones. Esta necesidad se enmarca en la dependencia de materia prima y producto terminado importado y que deriva en una balanza comercial deficitaria de este sector.

Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector metalmeccánico tiene alto potencial de sustitución de insumos: un 80% de bienes de capital importados, un 30% de los productos derivados del metal y un 23% en los metales comunes importados. Es por ello que al consolidar el mercado nacional se puede disminuir las importaciones y mejorar la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales e internacionales.<sup>1</sup>

Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan casi el 90% del mercado. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima para el sector agrícola, constructor, alimenticio, hidroeléctrico, maderero y textil.

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

En 2016 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmeccánica, las cuales están relacionadas con las actividades del emisor.

En términos constantes, el sector de la construcción registró contracción tanto en 2015 (-0.8%) como en 2016 (-5.2%), que contrastan con los elevados crecimientos presentados en años anteriores. De acuerdo con cifras del Banco Central de Ecuador, el sector de la construcción en 2017 presentó un incremento interanual del 6.33% y ocupó el tercer lugar en importancia (9.4% del PIB), luego de la manufacturera y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

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

1

<http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>

La construcción se ha visto afectada no solo por la fluctuación del precio del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública.

Además de la afectación que presentó la industria por la recesión de los últimos años, la misma sufrió una contracción importante tras la aprobación de la Ley para Evitar la Especulación de la Tierra (Ley de Plusvalía) que fue aprobada por la Asamblea Nacional el 27 de diciembre del 2016 y que tras la Consulta Popular realizada en febrero del 2018 fue derogada.

La derogación de la Ley ha generado una perspectiva positiva para la reactivación del sector y su desarrollo. Es importante mencionar que el crecimiento de la industria irá de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

Dentro del proyecto de ley económica urgente presentado a la Asamblea el pasado 24 de mayo se plantea la exoneración por diez años del Impuesto a la Renta para nuevas inversiones en sectores priorizados, como la metalmeccánica. Además, la construcción de vivienda de interés social tendrá tarifa 0% de Impuesto al Valor Agregado (IVA). El impacto de estas dos medidas se analizará en seguimientos posteriores tanto en la industria metalmeccánica como en la de la construcción.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se constituye en Quito en el año 1995 y se dedica al diseño, fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y productos derivados para la construcción.

KU-BIEC S.A. es una de las compañías productoras líderes en el mercado de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el cantón Nobol en Guayas. Adicionalmente cuenta con sucursales de distribución en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, y Machala. En el último trimestre del 2017, la Compañía inició sus operaciones en su nueva sucursal comercial en Ibarra.

En el año 2010 nace la alianza KUBIEC-CONDUIT, pues las dos Compañías producen y comercializan productos derivados del acero y vieron la oportunidad de juntos generar sinergias operativas. Las dos empresas comparten la gerencia general, las principales gerencias y algunas jefaturas, y están relacionadas accionarialmente. No obstante, las mismas manejan una estructura departamental y financiera independiente.

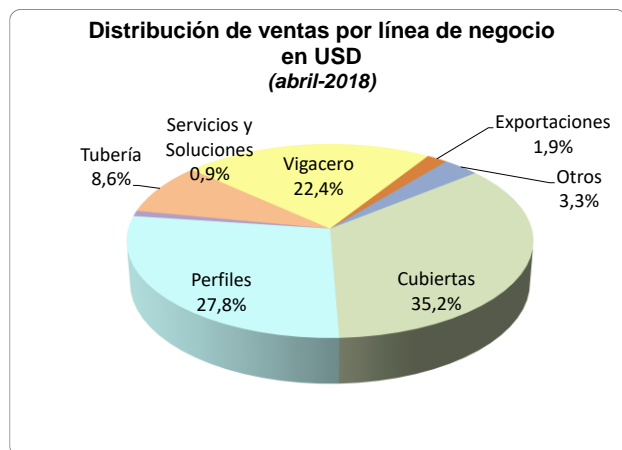
Dentro de la estructura departamental de KU-BIEC



S.A. a abril-2018 colaboran 406 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. Con corte diciembre-2016, la Compañía mantenía 518 empleados, sin embargo, en 2017 se dio la salida de 145 personas pues fueron puestos temporales que se contrataron para proyectos específicos. No se han presentado problemas laborales ni se ha conformado un Comité de Empresa.

La Compañía se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le da una fortaleza frente a los competidores que no mantienen esta característica. A la fecha de corte, KU-BIEC S.A. produce y comercializa más de 25 productos diferentes de acero y relacionados a la construcción que se pueden agrupar según las líneas de negocio a continuación:

**Gráfico 2**



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR

La línea de cubiertas constituye la línea de negocio más importante, esta consiste en la fabricación y comercialización de cubiertas que son utilizadas como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales y residenciales. De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte abril-2018, la Compañía mantiene un 17% de participación de mercado, superado por NOVACERO y ROOFTEC quienes mantienen un 34% y 23% respectivamente. Otro competidor importante es IPAC que mantiene un 14% de participación. Dentro de esta línea se comercializa el producto "kubiteja" cuyas principales características son ser un producto térmico, acústico, durable, hermético e irrompible. La Compañía es líder en este producto con una participación del 65% del mercado.

La segunda línea de negocio más importante para la Compañía es la de perfiles. En esta se fabrican perfiles de acero que se utilizan como soporte de paredes, cielo falso y canaletas. La Compañía mantiene un 15% de participación de mercado y

compite con IPAC, NOVACERO y ROOFTEC quienes mantienen una participación de 30%, 20% y 20% respectivamente.

Otros ingresos provienen de la comercialización de vigas, planchones, flejes, tabla estacas, perfiles especiales, soluciones viales, torres y monopolos de transmisión celular y eléctrica y construcción de invernaderos, negocio en el cual la Compañía tiene amplia experiencia.

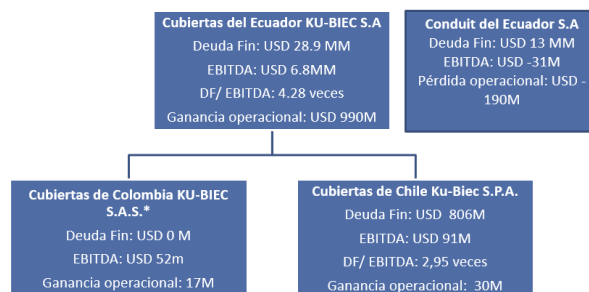
Los segmentos con alto valor agregado y consecuentemente con mejores márgenes son principalmente aquellos que se comercializan en la línea de vigacero y ciertos productos de la línea de cubiertas. Con corte abril-2018, en toneladas vendidas, las principales líneas de negocio son las de perfiles y vigas.

El giro del negocio tiene un enfoque principal al mercado local, que representa el 98.1% de las ventas de KU-BIEC S.A. Sin embargo, la empresa realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos entre los que se destacan, Colombia, Perú y Nicaragua.

La comercialización de los productos se realiza principalmente a través de ventas directas (60%) mediante sus oficinas ubicadas en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala. Un 20% se comercializa a través del contacto directo del área comercial con la contraparte de proyectos de infraestructura, un 18% corresponde a ventas directas a distribuidores a nivel nacional y un 2% corresponde a ventas a sus relacionadas.

La capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta las principales líneas de negocio, es del 52%, por lo cual Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

## ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR con información a abril-2018  
\*Convertido a una tasa de 2,806 pesos colombianos por dólar

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. consolida balances con su participada CONDUIT DEL ECUADOR S.A. y sus dos subsidiarias internacionales. KU-BIEC S.A., es poseedora del 98.6% de las acciones de Cubiertas de Colombia



KU-BIEC S.A.S., y del 99.97% de las acciones de la compañía Cubiertas de Chile KU-BIEC S.P.A.

La subsidiaria colombiana se dedica a la distribución y comercialización de cubiertas metálicas y otros productos relacionados para la construcción, con dos unidades comerciales ubicadas en Cali y Bogotá. Por su parte, KU-BIEC Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero.

En cuanto a la relación de KU-BIEC S.A con CONDUIT, las dos empresas consolidan balances ya que instancias importantes de la administración se manejan de manera conjunta como se explicó en párrafos anteriores.

KU-BIEC S.A. no posee acciones en CONDUIT ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas en el ámbito financiero. La Compañía presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2016 elaborado por LEXTAX Servicios Tributarios Integrales S.A., mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia. La Compañía a la fecha de elaboración del presente informe, se encuentra a la espera de la entrega del informe de Precios de Transferencia del 2017.

Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. De esta manera consideramos que la capacidad de pago del emisor se debe evaluar de forma separada. Este criterio podría modificarse en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre estas dos compañías.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Felipe Xavier Avellán Arteta	9.501.901	34,5%
Henry Javier Yandún Cárdenas	9.140.959	33,2%
Juan Daniel Kohn Topfer	2.292.416	8,3%
Otros menores al 10%	6.629.871	24,1%
<b>TOTAL</b>	<b>27.565.147</b>	<b>100%</b>

Con corte abril 2018 el patrimonio de KU-BIEC S.A. es de USD 37.99 MM, y de este el 73% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades, la deuda financiera representa el 43.2% de la capitalización<sup>2</sup> de la Compañía. Se esperaría

que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

No existen políticas definidas en cuanto a la repartición de dividendos en la empresa, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

## GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de KU-BIEC S.A., la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación de la Compañía son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La administración de KU-BIEC S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

La empresa no cuenta con un Directorio formal, sin embargo, el Directorio de la empresa CONDUIT DEL ECUADOR S.A., relacionada por accionariado y con quien mantiene una alianza estratégica, interviene informalmente para analizar y evaluar el desempeño de KU-BIEC S.A.. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con cinco directores principales y tres suplementes y se reúne bimensualmente.

El Gerente General, Henry Yandún, es a su vez socio fundador de la Compañía y tiene amplia experiencia en cuanto a temas de materiales de acabados para la construcción, además de una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

Por otro lado, la plana gerencial de la Compañía se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros, pues una parte importante de esta lleva cinco años o más en la empresa.

Adicionalmente, cuenta con las certificaciones ISO 9001-2015 y OHSAS 18001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional para la ciudad de Quito.

La Compañía utiliza el software ERP Dynamics Ax que le permite administrar la gestión contable-financiera y de donde obtiene información para controlar su producción y comercialización. Para la gestión de recursos humanos utiliza el sistema informático Nómina Hiper K.

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

La nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, le ha permitido ampliar su gama de productos de cubiertas, además de aumentar la capacidad de producción

<sup>2</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



en líneas de perfiles livianos y pesados.

Anualmente los gerentes de las divisiones comerciales preparan el presupuesto anual de ventas de la Entidad, considerando los objetivos estratégicos planteados y las expectativas de mercado. Este presupuesto es consolidado por la Gerencia Financiera Administrativa, que controla su cumplimiento a través de una herramienta de gestión presupuestaria.

Algunas estrategias importantes de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. a corto y mediano plazo son:

- Ampliar su gama de productos manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.
- Utilizar la totalidad de la capacidad instalada de sus plantas.
- Adquisición de maquinaria que les permita optimizar sus procesos.
- Mejora del servicio en general del negocio a través de la optimización de procesos, capacitación del personal e incremento de productos y servicios alternativos.

## **RIESGOS IDENTIFICADOS, ANALIZADOS Y OBSERVADOS**

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la calificadora con respecto a la capacidad de pago de los valores emitidos por el emisor. El marco de la calificación considera los siguientes factores cualitativos claves: Perfil de la industria y entorno operativo, posición de mercado, propiedad, gobierno corporativo y administración. El marco de la calificación considera los siguientes factores cuantitativos claves: Capitalización y apalancamiento, flexibilidad financiera, desempeño financiero y ganancias y administración de liquidez. Todos estos aspectos se analizan dentro de las respectivas secciones del informe.

La Compañía desarrolla sus operaciones dentro del sector metalmeccánico que se encuentra estrechamente relacionado con el sector de la construcción que está expuesto a cambios cíclicos de la economía. Además, la Compañía mantiene un uso intensivo de capital por lo que debe realizar inversiones importantes en activos fijos lo que le resta flexibilidad financiera.

El principal riesgo al que se enfrenta la Compañía es la volatilidad del precio de la materia prima (acero) que no se puede trasladar de forma inmediata al cliente final, sino de forma gradual. Esta volatilidad afecta directamente al margen bruto de la Compañía y a su capacidad de generación.

A la fecha de corte, KU-BIEC maneja un endeudamiento elevado que proviene del menor margen provocado por la volatilidad del precio del acero. Sin embargo, esperamos que estos efectos se reduzcan en el 2019 y que el nivel de endeudamiento regrese a niveles históricos. Como mitigante, consideramos la imagen y posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras y las expectativas de que la generación de la empresa empiece a recuperarse en el 2019.

## **PERFIL FINANCIERO**

### **Presentación de Cuentas:**

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., y los estados financieros individuales de KU-BIEC S.A., auditados por la firma Baker Tilly Ecuador para el 2013, por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. para el 2014, 2015 y 2016 y por la firma Deloitte & Touche para el 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte abril-2018.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2018 y 2019, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

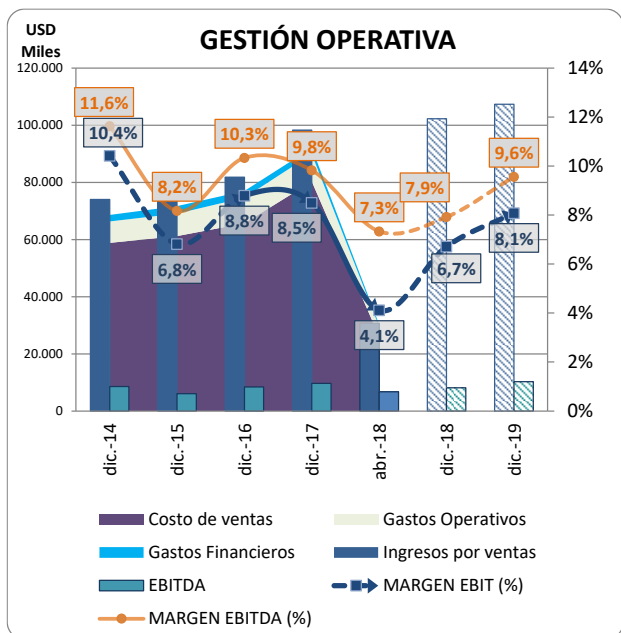
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor.

### **Gestión Operativa y Tendencias**

Los ingresos de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. mantienen una vinculación con la dinámica del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos importantes en la última década, aunque como se mencionó anteriormente, se ha desacelerado en los últimos años.

Las principales líneas de negocio de la Compañía son las de cubiertas, perfiles y vigas y sus ingresos se encuentran directamente relacionados con el precio del acero. En 2015, las ventas en dólares del emisor no tuvieron un crecimiento significativo y se ubicaron muy cercanas a las del 2014. Las ventas en toneladas presentaron un crecimiento del 6%.

Gráfico 3



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

En 2016, KU-BIEC S.A. logró contrarrestar la tendencia contractiva del sector gracias a las nuevas líneas de negocio que incorporó como resultado de las importantes inversiones de capital realizadas y a la optimización de su inventario. Esto junto a un precio del acero más alto, especialmente durante el segundo semestre del año, influyó para que tanto sus ventas nominales como en toneladas aumenten en 10.4% y 13% respectivamente.

La Compañía en 2017 logró un crecimiento del 20.1% de sus ingresos en dólares que se dio como resultado del cierre de proyectos específicos iniciados en años anteriores. En cuanto al tonelaje, mantuvo un incremento anual del 10.2%. Además, existió un cambio en el mix de ventas de la Compañía pues se dieron mayores transacciones, en toneladas, dentro de la línea de cubiertas y vigacero, líneas que comercializan productos con mayor valor agregado, por lo tanto más costosos.

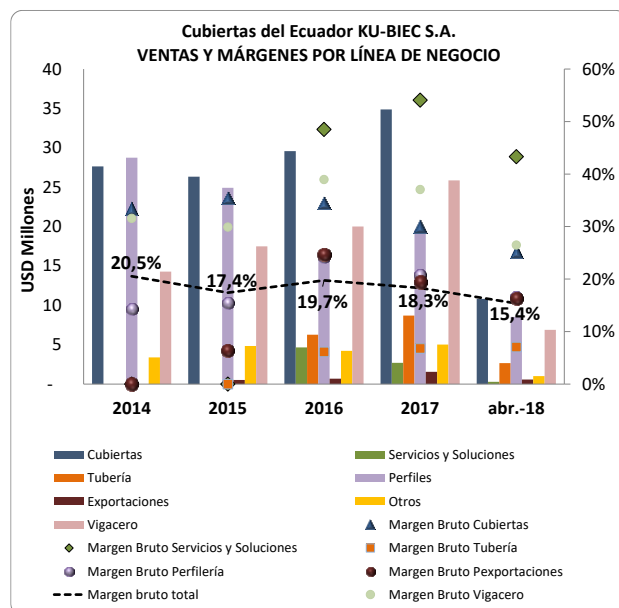
A la fecha de corte (abril-2018) observamos una contracción anual de los ingresos operativos tanto en dólares (-13%) como en toneladas (-5%). Esta se da por dos motivos puntuales: el precio volátil del acero cuyo efecto no se traspasó en su totalidad al cliente final y por un tema coyuntural pues hasta abril-2017 se habían cerrado proyectos importantes que influyeron en el crecimiento total de las ventas de dicho año. La Compañía actualmente se encuentra en un proceso de diversificación de clientes con el objeto de incrementar su rentabilidad.

Nuestra proyección del 2018 supone un

crecimiento anual de 4.1% derivado de mayores ingresos por proyectos específicos que se cerraron posterior a la fecha de corte del presente informe, con un nivel de ingresos estimado de USD 102.2MM, en línea con las proyecciones del cliente.

Para finales del 2019 esperamos un crecimiento de 5% en los ingresos totales influenciado principalmente por mayores ventas en sus líneas de negocio, principalmente la línea de vigacero y la construcción de viviendas del megaproyecto “Casa para Todos” propuesta por el actual Gobierno.

Gráfico 4



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.

Al igual que las ventas, el margen bruto de la Compañía se ve influenciado por el precio de la materia prima, que se muestra volátil. La Compañía cerró el 2016 con un margen bruto de 19.77% y el 2017 con un margen bruto del 18.29%.

A la fecha de corte, el mismo se ubica en 15.4%, producto de la volatilidad del precio del acero que impactó el margen especialmente en los dos primeros meses del presente año.

Para finales del 2018 esperamos que el margen sea de 16.6% producto de un precio del acero más estable, el traspaso paulatino del costo hacia el precio de venta, la diversificación de clientes y mayores ingresos en proyectos que involucren una mezcla de productos más rentables.

El desempeño del EBITDA se muestra volátil en los últimos años y con tendencia a contraerse en 2015, como consecuencia de la variación del precio del acero que afectó al margen, mayores egresos operativos y una economía ecuatoriana en desaceleración.

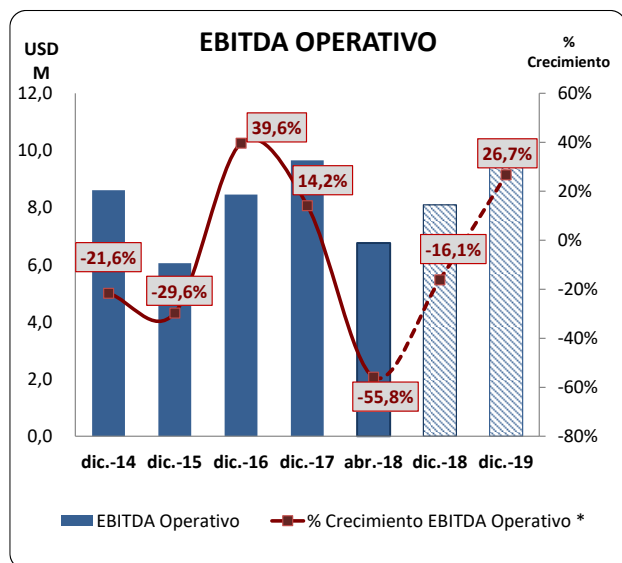
En 2016, a pesar de la contracción de ventas se



observó un crecimiento del EBITDA de 39.6% que se debe principalmente a la mejora del margen bruto en 2.32 p.p. En 2017, existe un crecimiento del 14.2% del EBITDA gracias al incremento en ventas y a pesar del ajuste del margen bruto frente al año anterior.

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., estaría en capacidad de generar en 2018 un EBITDA de USD 8MM frente a los USD 9.6MM del 2017, debido principalmente a la presión del margen bruto y a mayores gastos operativos. La Compañía tuvo que hacer frente a gastos no previstos de tres proyectos del 2017 y que se registraron como gastos no deducibles en el 2018. Adicionalmente el diversificar sus clientes ha implicado mayores gastos que los que manejaba cuando atendía a proyectos puntuales. Por su lado en el 2019, proyectamos un crecimiento del EBITDA gracias a mayores ingresos totales de la Compañía y a un mejor margen esperado.

Gráfico 5



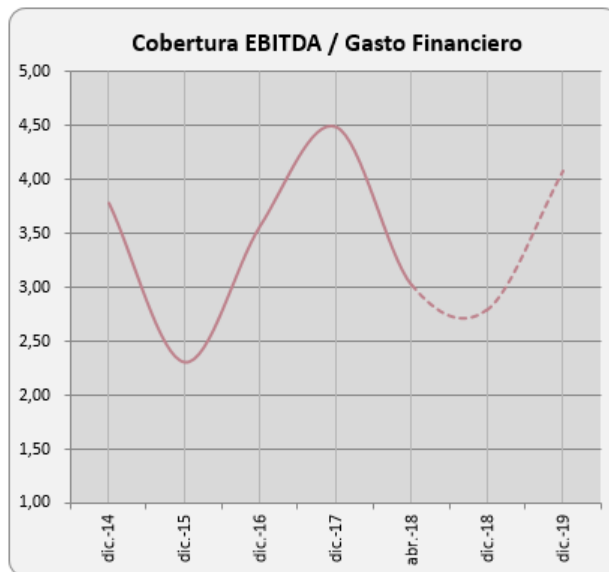
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.

Elaboración: BWR.

\*Indicador anualizado a abril-2018

Es importante tomar en cuenta que por ser una empresa industrial, el componente fijo de la Compañía es relativamente importante, por lo cual un crecimiento en ventas permite diluir el gasto y mejorar la eficiencia. Con el crecimiento en ventas proyectado en 2018, el peso del egreso operativo sobre las ventas se ubicaría en 9.9% frente a 9.8% registrado en diciembre- 2017.

Gráfico 6



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se aprecia en el gráfico anterior, la cobertura del gasto financiero muestra una volatilidad importante. A la fecha de corte, este indicador se presiona debido a una menor generación y niveles de gasto financiero superiores a los históricamente presentados y se ubica en 3 veces. Esperamos que para fines del 2018 y 2019 dicha relación se mantenga sobre las 2.8 y 4.1 veces respectivamente.

Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de inversión firmado con el Estado mediante el cual a cambio de inversiones que la empresa ya ha sido realizado, podría mantener una tasa constante del 22% hasta el 2030, a pesar de reformas tributarias que se den en un futuro.



**Estructura del Balance**

**ACTIVOS**

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	abr-18
<b>Total Activo Corriente</b>	58%	58%	56%	58%	59%	54%
Fondos Disponibles	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%	2%
CxC Comerciales	18%	17%	22%	20%	20%	20%
Inventarios Neto	34%	32%	29%	31%	31%	25%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	1%	1%	0%
Gastos anticipados	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Otros activos corrientes	1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	42%	44%	44%	42%	41%	46,0%
Propiedad, planta y equipo	39%	40%	39%	39%	37%	42%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**PASIVO Y PATRIMONIO**

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	abr-18
<b>Total Pasivo Corriente</b>	48%	50%	51%	52%	49%
Deuda Financiera CP	26%	22%	13%	19%	17%
Deuda Comercial	13%	20%	21%	23%	23%
Otros Pasivos CP	9%	8%	17%	11%	8%
<b>Total Pasivo LP</b>	18%	12%	12%	13%	14%
Deuda Financiera LP	16%	10%	10%	10%	11%
Otros pasivos LP	1%	1%	2%	2%	3%
<b>PATRIMONIO</b>	34%	38%	37%	35%	38%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha sido positiva, esta se muestra bastante volátil al igual que el flujo de caja operativo (CFO).

En 2016, la Compañía logró negociar mejores plazos con proveedores y manejó de manera más eficiente su nivel de inventario. Lo anterior, sumado a que la Compañía recibió anticipos importantes de clientes por el cierre de algunos proyectos específicos provocó una importante liberación de capital de trabajo. De esta manera la empresa obtuvo en 2016 un CFO (Flujo de Caja Operativo) de USD 9.8 MM.

Tomando en cuenta dicha liberación, un nivel de inversiones de capital relativamente bajas (USD 2.8MM), y pago de dividendos de USD 2.5MM, KU-BIEC logró tener un flujo de caja libre (FCL) que le permitió reducir la deuda financiera en USD 6 MM respecto al 2015.

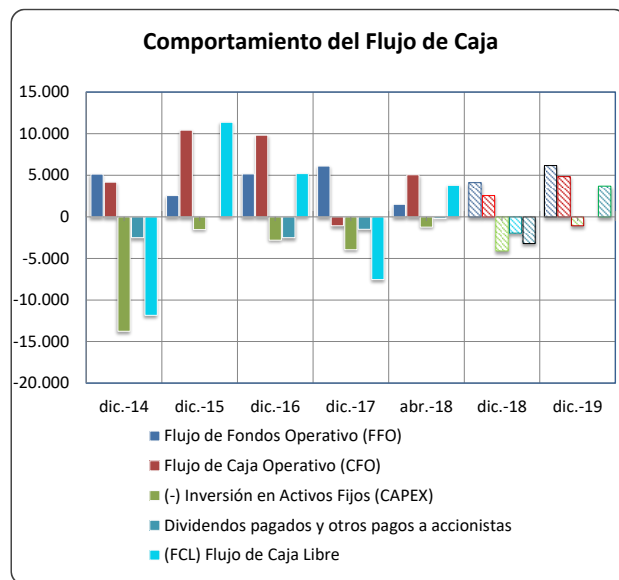
En contraste, la Compañía en 2017 obtuvo un flujo de caja libre (FCF) negativo de USD -7.5MM, resultado de un requerimiento de capital de trabajo importante, pago de dividendos y las

inversiones en CAPEX realizadas. La Compañía tuvo un CFO negativo de USD -1MM pues el requerimiento de capital de trabajo fue de USD 7.1MM que se dio tanto por el crecimiento del negocio, que demandó mayores niveles de inventarios y anticipos a proveedores, como por una contracción de la cuenta de anticipos de clientes en comparación al 2016, por haber correspondido a proyectos terminados en el 2017.

A la fecha de corte del presente informe, la Compañía maneja un CFO de USD 5MM que se deriva principalmente de la liberación de capital de trabajo en los inventarios. Para finales del 2018 esperamos un CFO positivo aunque presionado frente al que se presenta a la fecha de corte, por un requerimiento de inventarios derivado del crecimiento del negocio y una contracción de los anticipos de clientes.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), observamos un monto de USD 1.2MM invertidos hasta abril-2018, sin embargo, la proyección considera inversiones por USD 4MM en 2018. Estas inversiones están relacionadas a la compra de maquinaria para mejorar su eficiencia y a adecuaciones en su planta de galvanizado. Además, la Compañía espera repartir USD 1.9MM como dividendos a sus accionistas. Con esto, la Compañía espera un FCL negativo de -3.2MM.

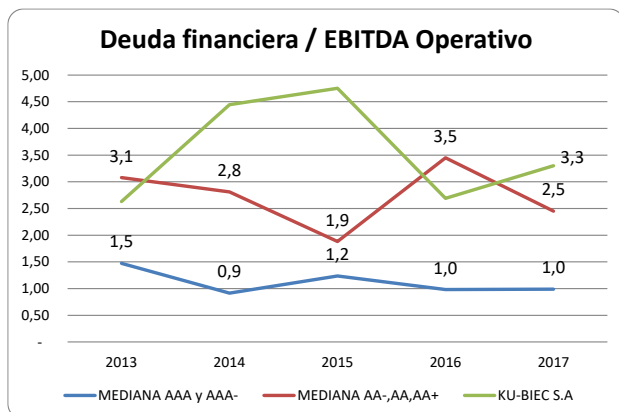
**Gráfico 7**



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.



**Gráfico 8**



\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR  
Elaboración: BWR.

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a su pico en 2015, año en el que la deuda financiera representó 4.75 veces el EBITDA, como consecuencia de la contracción de la generación operativa y el requerimiento de nueva deuda por USD 9.5MM.

En 2016, el indicador se reduce a 2.7 veces gracias a un menor endeudamiento en dólares, mayores ingresos operativos y la liberación de capital de trabajo mencionada en párrafos anteriores.

En 2017, KU-BIEC requirió incrementar su deuda financiera en USD 9.2MM para financiar su requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas. Es por ello, que el indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubicó en 3.30 veces como se observa en el gráfico 8.

A la fecha de corte este indicador se ubica en 4.2 veces debido a la presión en el resultado bruto de la Compañía por el menor margen. Sin embargo, a abril-2018, la Compañía ha logrado disminuir sus obligaciones financieras en USD 2.9MM frente a las que mantenía en diciembre-2017.

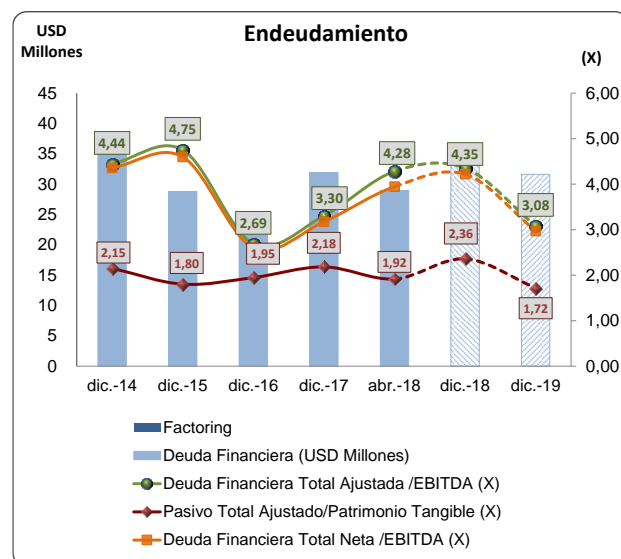
Hasta finales del 2018 esperamos que la Compañía requiera un endeudamiento adicional de USD 3.5MM por lo que este indicador se ubicará en 4.3 veces.

La proyección del año 2019 incorpora la expectativa de que el endeudamiento decrezca y se ubique cercano a las 3 veces tomando en cuenta mayores ventas y que el margen de la Compañía se recupere a través del traspaso gradual del impacto del precio de la materia prima al cliente final.

El emisor mantiene un nivel de deuda importante en relación a su generación, y compara desfavorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA. Sin embargo, dentro de la metodología utilizada se considera

que para el análisis de las empresas que son cíclicas a la economía se debe evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico. Al respecto, consideramos que no se han dado cambios estructurales en la posición competitiva y operativa del emisor que requieran una revisión inmediata de la calificación.

**Gráfico 9**



\* Indicador de abril-2018 calculado con EBITDA anualizado  
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR

**Capacidad de Pago y Liquidez**

Los requerimientos de liquidez históricos del emisor han estado altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo. En 2015 y 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

En 2017, la liquidez fue estrecha debido a que el emisor debió financiar el incremento del capital de trabajo, el pago de dividendos y las inversiones en activos fijos realizada.

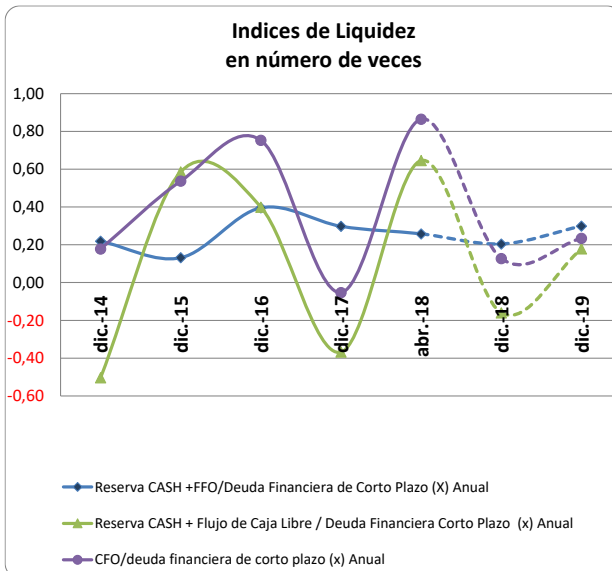
En 2018 se espera que KU-BIEC S.A. genere un flujo operativo positivo, pero el mismo se utilizaría casi en su totalidad para la ejecución de sus inversiones en CAPEX y el pago de dividendos. Por este motivo, prácticamente toda la deuda de corto plazo requerirá ser renovada.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada por acreedores bancarios nacionales. Actualmente Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. mantiene un 61% de su deuda en plazos inferiores a un año. El 39% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 4 años.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la imagen y posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las

instituciones financieras acreedoras.

**Gráfico 10**



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR

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

A continuación, se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo con la Ley, donde la emisión analizada se encontraría en la tercera prelación:

Activo Líquido (USD M)	2.280
Activo Ajustado (USD M)	96.366
Activo Total (USD M)	101.301

abr-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3.426	3.426	28,13
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	28.954	32.380	2,98
3era	Deuda sin garantía específica de balance	30.928	63.308	1,52
<b>TOTAL</b>		<b>63.308</b>	<b>63.308</b>	<b>1,52</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.52 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

El papel comercial tiene garantía general, por tanto, está garantizado con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

En la declaración juramentada suscrita por el emisor este se compromete a mantener la relación anterior dentro del límite legal, para lo cual se compromete a mantener cuentas por cobrar e inventarios libres de gravamen por el monto requerido. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 54% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 46% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad de ser liquidados, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

### Resguardos del Papel Comercial

Dentro del contrato de emisión de la emisión del Segundo Programa de Papel Comercial Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del Emisor:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
  - Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan



obligaciones en mora.

3. Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I del Capítulo IV del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa que fuere aplicable

Adicionalmente la estructura contempla una limitación al endeudamiento en la cual el emisor se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0.75 a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

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

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

Además del programa analizado en el presente informe, Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. mantiene las siguientes operaciones en el mercado:

Tipo Instrumento	Monto autorizado	Monto colocado	Fecha de vencimiento	Calificación	Calificadora
Primer Programa de Papel Comercial	10.000.000	10.000.000	6-sep-18	AA	BankWatch Ratings S.A.

Atentamente,

Patricio Baus  
Gerente General



<b>KU-BIEC S.A.</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>abr-18</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	74.040	74.112	81.824	98.245	30.740
% crecimiento	2,9%	0,1%	10,4%	20,1%	-13,1%
MARGEN BRUTO (%)	20,5%	17,4%	19,7%	18,3%	15,4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.608	6.056	8.456	9.653	2.254
MARGEN EBITDA (%)	11,6%	8,2%	10,3%	9,8%	7,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.608	6.056	8.456	9.653	2.254
MARGEN EBITDAR (%)	11,6%	8,2%	10,3%	9,8%	7,3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.712	5.049	7.192	8.350	1.265
MARGEN EBIT (%)	10,4%	6,8%	8,8%	8,5%	4,1%
Gasto Financiero del período	-2.272	-2.621	-2.364	-2.147	-745
Impuestos a la renta	-1.196	-886	-941	-1.407	0
UTILIDAD NETA	4.734	3.777	4.272	4.839	1.029
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	741	937	753	1.252	2.280
Cuentas por Cobrar Comerciales	15.690	15.016	21.139	22.028	20.578
Inventarios	30.500	28.810	27.908	34.065	25.661
Cuentas por Pagar Proveedores	11.362	18.388	20.423	25.036	23.323
Deuda Financiera Total	38.245	28.785	22.739	31.878	28.954
Otros Pasivos	9.354	8.419	17.981	14.250	11.031
Patrimonio	30.541	34.393	35.670	38.918	37.992
Patrimonio Tangible	27.409	30.860	31.422	32.613	33.056
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
EBITDA OPERATIVO	8.608	6.056	8.456	9.653	2.254
(-) Gasto Financiero del período	-2.272	-2.621	-2.364	-2.147	-745
(-) Impuesto a la renta del período	-1.196	-886	-941	-1.407	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.140	2.549	5.152	6.099	1.509
(-) Variación Capital de Trabajo	-962	7.874	4.654	-7.180	3.554
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4.178	10.424	9.806	-1.081	5.063
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	519	2.116	425	97	510
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-1	-21	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-227	436	440	-946	-302
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2.502	0	-2.500	-1.500	-217
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-13.754	-1.541	-2.806	-3.963	-1.237
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-64	-67	-146	-146	-36
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-11.850	11.367	5.198	-7.539	3.781
Margen de Flujo de Caja Libre %	-16,0%	15,3%	6,4%	-7,7%	12,3%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	9.377	-9.460	-6.046	9.138	-2.924
OTRAS INVERSIONES NETO	-1.799	-1.711	663	-1.129	170
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-4.272	197	-185	498	1.027
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5.013	741	937	753	1.252
<b>Indicadores</b>					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3,26	1,97	3,18	3,84	3,03
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3,79	2,31	3,58	4,50	3,03
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3,79	2,31	3,58	4,50	3,03
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4,44	4,75	2,69	3,30	4,28
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4,36	4,60	2,60	3,17	3,94
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	56%	46%	39%	45%	43%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,22	0,13	0,40	0,30	0,26
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,18	0,54	0,75	(0,05)	0,86
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0,50)	0,59	0,40	(0,37)	0,65
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,58)	0,50	0,45	(0,42)	0,67



<b>KUBIEC CONSOLIDADO</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	100.617	98.630	104.242	125.968
% crecimiento	3,8%	-2,0%	5,7%	20,8%
MARGEN BRUTO (%)	20,4%	17,7%	20,4%	18,8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.394	7.614	9.814	12.286
MARGEN EBITDAR (%)	11,3%	7,7%	9,4%	9,8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.693	6.181	8.179	10.395
MARGEN EBIT (%)	9,6%	6,3%	7,8%	8,3%
Gasto Financiero del período	-3.440	-4.088	-3.637	-3.185
Impuestos a la renta	-1.549	-1.242	-1.296	-1.773
UTILIDAD NETA	5.102	3.196	3.887	5.932
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	1.124	1.282	1.237	1.768
Cuentas por Cobrar Comerciales	20.794	19.892	24.753	26.316
Inventarios	47.522	45.377	41.535	51.035
Cuentas por Pagar Proveedores	19.006	24.290	28.014	32.860
Deuda Financiera Total	52.316	44.969	32.532	45.420
Otros Pasivos	12.319	11.004	21.071	17.395
Patrimonio	43.497	46.938	47.733	52.364
Patrimonio Tangible	43.079	46.617	47.382	51.808
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	11.394	7.614	9.814	12.286
(-) Gasto Financiero del período	-3.440	-4.088	-3.637	-3.185
(-) Impuesto a la renta del período	-1.549	-1.242	-1.296	-1.773
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total di	0	0	0	1
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6.405	2.285	4.880	7.330
(-) Variación Capital de Trabajo	-4.051	11.352	9.667	-15.776
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2.354	13.637	14.547	-8.446
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	730	2.494	626	465
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-279	-325	41	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	137	-247
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.293	0	-2.500	-1.135
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-14.866	-2.088	-2.374	-5.119
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-584	-2.616	-465	-13
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-16.939	11.102	10.014	-14.496
Margen de Flujo de Caja Libre %	-16,8%	11,3%	9,6%	-11,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	11.166	-7.348	-12.436	12.888
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-482	-3.636	2.380	2.152
OTRAS INVERSIONES NETO	-1	41	-3	-12
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-6.256	159	-45	531
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7.380	1.124	1.282	1.237
<b>Indicadores</b>				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,86	1,56	2,34	3,30
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3,31	1,86	2,70	3,86
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,31	1,86	2,70	3,86
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad fir	4,59	5,91	3,32	3,70
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibili	4,49	5,74	3,19	3,55
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	55%	49%	41%	46%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,21	0,07	0,24	0,27
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,08	0,44	0,72	(0,31)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,55)	0,36	0,50	(0,53)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0,55)	0,36	0,50	(0,53)



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo con la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación con los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.