

Ecuador  
Primer seguimiento

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

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AA-	AA	dic-2018

**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 octubre
Activos	110.1	103.3
Ventas	98.2	79.2
Margen EBITDA (%)	9.83%	6.43%
ROE (%)*	12.98%	7.99%
Deuda / capitalización (%)	45.03%	50.46%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.05	-0.03
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.37	-0.46
Total Ajustada / EBITDA (x)*	3.30	6.60
Total Ajustada/FFO (x)*	5.23	10.77

\*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)

Juan Fernando Larrea  
(5932) 226 9767 ext. 106  
[juanflarrea@bwratings.com](mailto:juanflarrea@bwratings.com)

### Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió reducir la calificación del Segundo Programa de Papel Comercial de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. que se analiza en el presente informe, de "AA" a "AA-". 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. El signo que acompaña la calificación no refleja una tendencia sino una posición relativa dentro de la misma categoría.

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 y muestra una adecuada diversificación por líneas de negocio. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Generación operativa volátil y afectada por factores externos:** Durante el 2018 la generación operativa se ha reducido principalmente por una disminución del margen bruto en vista de variaciones en el precio de materias primas y un menor dinamismo económico, que han reducido sus ventas y presionado su flujo. La empresa espera conseguir una recuperación del margen bruto y de las ventas en 2019, gracias a su gestión y a un mejor costo promedio de su principal materia prima.

**Endeudamiento importante en relación con la generación:** La menor generación operativa y la necesidad de financiar sus inversiones de capital generaron en este año un incremento significativo de la deuda financiera tanto en dólares como en relación al EBITDA, lo que ubica a la Compañía en una posición desfavorable en comparación a la mediana de otras empresas con calificaciones similares. La calificación considera la expectativa de que en 2019 el nivel de endeudamiento en relación a la generación mantenga una tendencia a decrecer en 2019 gracias a mayores ventas y una recuperación del margen bruto.

**Liquidez volátil:** La menor generación operativa ha presionado la liquidez de la compañía. A pesar de la recuperación esperada en la gestión operativa del emisor para 2019, este requeriría nuevo financiamiento para poder cubrir la totalidad de sus inversiones. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la imagen y la posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

**La perspectiva de la calificación es estable,** y toma en cuenta una mejora parcial para el cierre del 2018, y expectativas de mejora del flujo en 2019. La calificación 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.

**Fecha Comité:** diciembre 27, 2018

**Estados Financieros a:** 31 de octubre, 2018



## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Segundo Programa de Papel Comercial	
<b>Emisor:</b>	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC
<b>No. de Resolución</b>	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00005514
<b>Fecha de Aprobación SCVS</b>	26-jun-18
<b>Monto Programa</b>	10,000,000
<b>Monto en circulación</b>	10,000,000
<b>Plazo del Programa:</b>	720 días
<b>Plazo de la emisión:</b>	359 días
<b>Fecha Vencimiento:</b>	15-jun-20
<b>Pago del capital</b>	Al vencimiento
<b>Cupón de Interés:</b>	Cupón Cero
<b>Destino de la emisión</b>	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.
<b>Garantía:</b>	General
<b>Tipo de emisión</b>	Desmaterializada
<b>Garantía:</b>	General
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Analytica Securities C.A Casa de Valores
<b>Agente Pagador :</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALLE S.A.
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Bondholder Representative S.A

De conformidad con la Ley de Mercado de Valores y en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, 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.

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

Según la última estimación del Banco Central la economía ecuatoriana crecerá modestamente en 2018 (1.06% en términos constantes), debido a las medidas de austeridad tomadas para reducir el déficit fiscal global que a finales de año representaría un 4.1% del PIB. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.4%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima para 2018 un crecimiento de 1.5%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 1.2%, seguido de un 0.9% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado. En el segundo trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 0.9%.

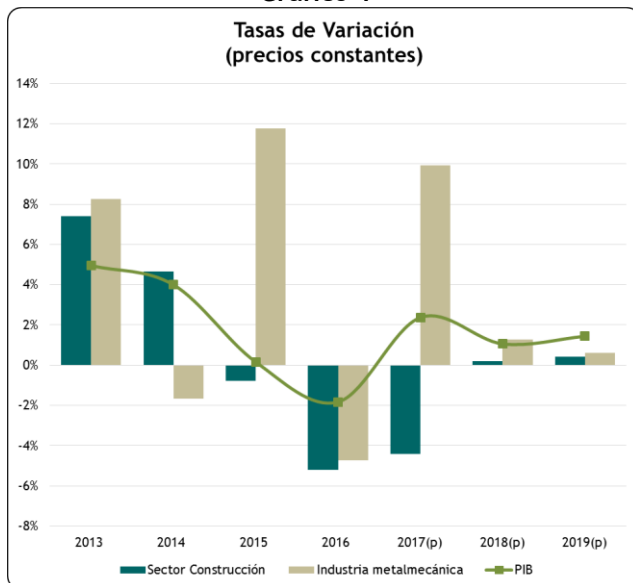
En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representó en 2017 el 11.65% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se estableció como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana. Adicionalmente, se prevé que para el 2018 la industria manufacturera represente el 11.55% del PIB en términos constantes.

De acuerdo a las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un crecimiento del 1.3% en el 2018 y se acercará al 0.6% para el año 2019.

La sub-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 metalmecánico ha sido históricamente un componente estratégico para los gobiernos del Ecuador, para promover la producción nacional y depender en menor medida de las importaciones de materia prima y producto terminado, que genera una balanza comercial deficitaria de este sector.

Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector metalmecánico 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. Una mayor inversión en tecnología, incremento de la demanda local, entre otros factores, podrían consolidar el mercado nacional y así disminuir las importaciones y mejorar la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales e internacionales.<sup>1</sup>

Según Fedimetal existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan la gran mayoría 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.

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.

Además, la industria depende en gran proporción del precio del acero, el mismo que tuvo una

tendencia al alza hasta septiembre-2018, en especial por la tensión entre las relaciones comerciales de Estados Unidos y China.

Sin embargo, después de la cumbre G20 en Buenos Aires, se podría tener mejores expectativas en lo referente a este sector por los acuerdos arancelarios a la materia prima.

De acuerdo a Fedimetal, la producción latinoamericana de acero laminado ha incrementado interanualmente un 3% a octubre-2018<sup>2</sup>. En lo que respecta a Ecuador, la producción total en toneladas tuvo un incremento del 4% en relación a octubre-2017 y la exportación de productos de acero fue 44% superior, considerando productos largos, planos, tubos sin costura y terminados.

Con respecto a la construcción, esta 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 y el deterioro del entorno operativo.

Además de la afectación que presentó la industria por la recesión económica de los últimos años, este mercado sufrió una paralización 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 se espera que el crecimiento de la industria vaya de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se constituyó 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 compañía importante en el mercado de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente, la misma cuenta con tres plantas industriales en: Quito, Guayaquil y el cantón Nobol, en Guayas. Adicionalmente cuenta con sucursales de distribución en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala.

<sup>1</sup> <http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>

<sup>2</sup> <http://fedimetal.com.ec/federacion-ecuatoriana-de-industrias-del-metal/informacion-actualizada/>



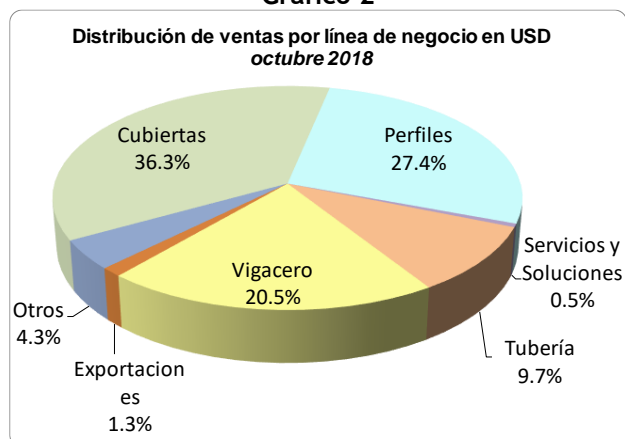
La nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, le ha permitido ampliar su gama de productos de cubiertas, además de aumentar la capacidad de producción en líneas de perfiles livianos y pesados.

En el año 2010 se consolidó la alianza entre KU-BIEC y CONDUIT, pues las dos Compañías producen y comercializan productos derivados del acero y vieron la oportunidad de generar sinergias operativas. Actualmente, las dos empresas comparten la gerencia general, las principales gerencias y algunas jefaturas; y están relacionadas accionarialmente. No obstante, las dos compañías manejan una estructura departamental y financiera independiente.

A oct-2018, 412 personas trabajan en KU-BIEC S.A., distribuidas en áreas administrativas, producción, ventas. Frente a dic-2017, la empresa registró un aumento de 8% en el número de trabajadores. Este aumento se debe principalmente a la apertura de la sucursal de Ibarra y a un aumento de la fuerza comercial de la Compañía. En ago-2017, se contrató a un nuevo gerente de negocios.

KU-BIEC se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, que le otorga una fortaleza frente a sus competidores, los cuales ofrecen un menor número de productos. A la fecha de corte, KU-BIEC 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 de KU-BIEC, y consiste en la fabricación y comercialización de cubiertas que son utilizadas como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales y residenciales. Dentro de esta línea se comercializa el producto *kubiteja*, cuyas principales características son ser

un producto térmico, acústico, hermético y muy duradero. En el nicho de este producto en particular, la Compañía es líder con una participación del 70% del nicho de 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 otras cinco empresas que conforman este nicho de mercado y que mantienen participaciones similares o mayores a la de KU-BIEC.

De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte oct-2018, de manera agregada, KU-BIEC se establece como líder de mercado en el segmento de paneles termoacústicos y como segundo competidor en los nichos de vigas, paneles, placas y vigas electrosoldadas. En general se observa que la Compañía mantiene una participación importante dentro su mercado objetivo, que es caracterizado por pocos competidores locales y estrechamente relacionado a las fluctuaciones de precio internacional del acero y a las variaciones de crecimiento del sector ecuatoriano de la construcción.

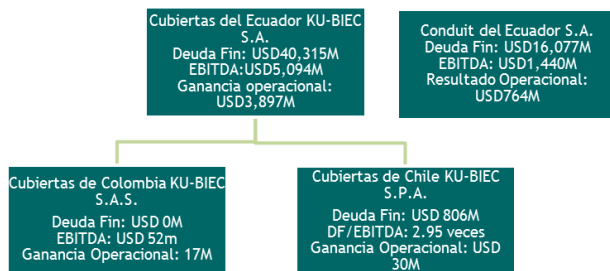
Los segmentos con alto valor agregado, y consecuentemente con mejores márgenes, son principalmente aquellos que se comercializan en la línea de vigacero y ciertos productos de la línea de cubiertas. Con corte oct-2018, en toneladas vendidas, las principales líneas de negocio son las cubiertas, perfiles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

El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 98.6% 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 48%, por lo cual Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
 Elaboración: BWR con información a octubre-2018  
 Información Colombia y Chile 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.

KU-BIEC S.A. no posee acciones en CONDUIT ni viceversa.

A oct-2018, KU-BIEC reflejó una deuda financiera de corto plazo con su relacionada CONDUIT. Esta transferencia se realizó para fortalecer el flujo de la empresa receptora, y de acuerdo a la Administración este pasivo será saldado al cierre del 2018.

De acuerdo al Informe Integral de Precios de Transferencia (IPT) del 2017 elaborado por Ernst & Young, las operaciones entre KU-BIEC y CONDUIT cumplen con el principio de plena competencia.

Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza de forma individual aunque también se analiza la fortaleza financiera de su participada, por los vínculos administrativos, estratégicos y comerciales

existentes.

Finalmente, a oct-2018 KU-BIEC registró la inversión en acciones de una empresa dedicada a la elaboración de paredes prefabricadas. La Administración detalla que no se realizarán nuevos desembolsos.

**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 a oct-2018 el patrimonio de KU-BIEC S.A. se estableció en USD 39.6MM, y de este el 70% 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 50.5% de la capitalización<sup>3</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. No obstante, la Administración menciona que se ha sugerido no repartir las utilidades provenientes del año 2018.

**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 considerable.

La empresa no cuenta con un directorio formal, sin embargo, los miembros directores de la empresa CONDUIT DEL ECUADOR S.A., relacionada por accionariado y con quien mantiene una alianza estratégica, intervienen informalmente en el

<sup>3</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



análisis y evaluación del desempeño de KU-BIEC S.A.. El Directorio de su relacionadas cuenta con cinco directores principales y tres suplementes y se reúne bimensualmente.

El Gerente General de KU-BIEC, Henry Yandún, es a su vez socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en negocios 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 ha sido estable y no muestra variaciones; una parte importante de esta registra cinco años o más en la empresa.

Adicionalmente, KU-BIEC 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 aplicativo ERP Dinamycs AX para su gestión contable-financiera y control de la producción y comercialización. De igual manera, la empresa utiliza sistemas informáticos para la gestión de recursos humanos. De esta manera, KU-BIEC genera información financiera oportuna, consistente y clara, que es auditada anualmente.

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.

## 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 octubre-2018.

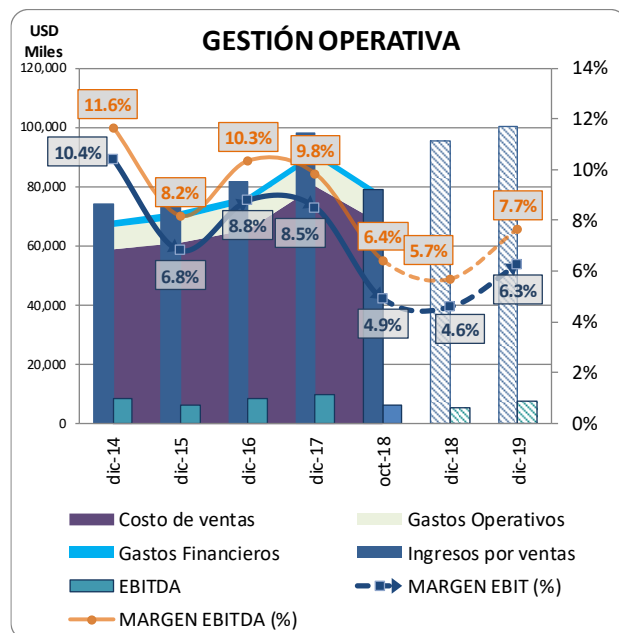
Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2018 y 2019, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de 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 por ventas de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. mantienen una estrecha correlación con la dinámica del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos sostenidos alrededor de una década que culmina en 2014, y con posterior desaceleración en los últimos años.

Gráfico 3



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

Los ingresos operativos de la Compañía registraron un decrecimiento en dólares de -2.5% a oct-2018, y se espera que para cierre del presente año esta variación llegue a -2.9%. La Compañía contrarrestó parcialmente la reducción de los ingresos con el

fortalecimiento de su fuerza comercial. En relación a las toneladas métricas de producto vendido, las ventas cayeron en -1% frente a oct-2017. Para 2019 se ha considerado una proyección de crecimiento en dólares de 5%.

El margen bruto de KU-BIEC ha mantenido en los últimos años una tendencia a decrecer, aunque en este año la caída es significativa (15.1% frente al 19.8% de octubre-2017) debido a varios factores, entre los que están la fluctuación del precio de la materia prima, la imposibilidad de traspasar inmediatamente dicha fluctuación en el precio del producto terminado, un entorno macroeconómico más complejo que en años anteriores, y las características propias de los proyectos específicos atendidos en cada año.

La principal materia prima para la producción de sus líneas de negocio es el acero. En los últimos períodos, el precio de este insumo ha sido muy volátil a consecuencia de las reacciones de mercado internacional a fuerzas económico-políticas. Más aún, las importaciones de acero tardan meses en llegar al Ecuador, por lo que KU-BIEC ha debido soportar las fluctuaciones del precio de esta materia prima con su capacidad financiera. Adicionalmente, en un mercado con demanda limitada, la Compañía ha optado por no traspasar estas variaciones a sus clientes finales, a fin de mantener su participación en el mercado local, aunque esto signifique menor generación operativa.

beneficiarse de ahorros que se dieron en 2017 debido a que se ejecutaron proyectos civiles de gran magnitud que contaban con ventajas tales como una ubicación cercana a las fábricas, y por lo tanto menor operatividad y mayores retornos. La Administración señala que KU-BIEC ya cuenta con proyectos similares para inicios del 2019.

Se espera que para dic-2018 el margen bruto se mantenga en niveles similares a los de octubre, mientras que para el 2019 se proyecta que el margen bruto se levante a niveles alrededor de 16.4%, en parte influenciado por los nuevos proyectos conseguidos para ese año, como por la adquisición de inventarios menos costosos.

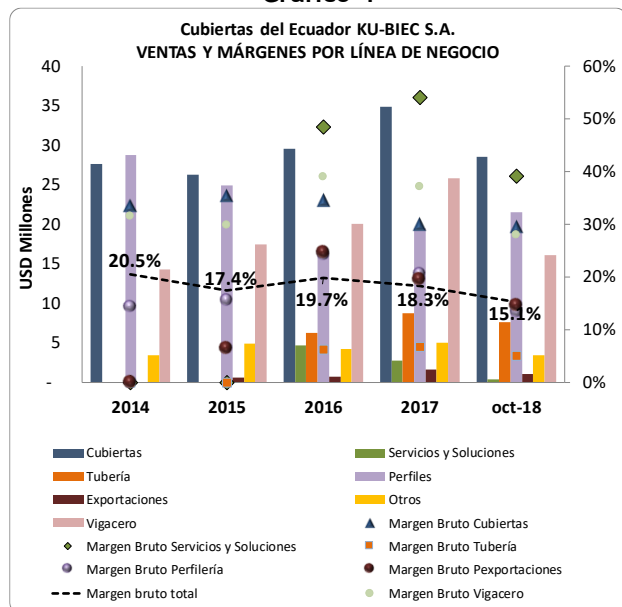
Con el fin de controlar y mejorar su margen bruto, desde períodos anteriores, la Compañía está implementando varias estrategias, entre estas: mayor diversificación de productos y líneas de negocios que ofrezcan mayor valor agregado; mayor fuerza de ventas y apertura de nuevos centros de distribución para generar un mayor movimiento comercial; optimización de inventarios, y políticas más estrictas de financiación de clientes.

No obstante, KU-BIEC también se ha visto presionada por un mercado local menos líquido y más exigente. La Administración comenta que actualmente las demandas de obras de construcción se solicitan como entregas de proyectos completos, en los que se agrupan materiales (en donde entran los productos de KU-BIEC) y otros servicios requeridos. De tal manera, que la Compañía debe compartir los ingresos por proyectos con las empresas subcontratadas, y por lo tanto el margen obtenido por estas obras es menor.

A oct-2018, los gastos administrativos representan el 10.2% de los ingresos por ventas y servicios. Frente a oct-2017, estos egresos aumentaron en 13.8% por varios factores: un mayor impulso comercial de la Compañía y mayor inversión en publicidad; incremento de gastos por prestaciones y pasivos laborales, y contabilización de gastos no deducibles provenientes de proyectos realizados en 2017. Para el cierre de dic-2018, se espera que estos gastos alcancen los USD 10MM (10.5% de los ingresos operativos) y se mantengan en niveles similares para 2019.

A la fecha de corte, Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. registró USD 2.6MM como resultados de su gestión anual (USD 7.3MM en oct-2017). A dic-2018, se proyecta que la utilidad neta cierre cercana a USD 1.7MM por los factores antes descritos y el efecto de la incorporación del gasto de impuesto a la renta y participación de trabajadores. El emisor es un poco más optimista en la recuperación del margen bruto hasta fin de año, por lo cual espera

Gráfico 4



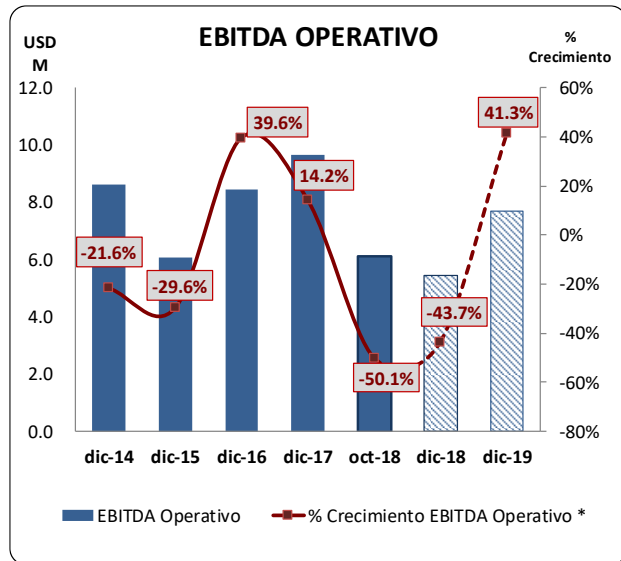
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.

\*Margen de las líneas de negocio no incluye otros costos (variación del costo estándar, fletes, y otros) que no han sido repartidas mediante un sistema de costeo.

Por otro lado, en 2018 la Compañía no pudo

una utilidad neta de USD 2.3MM.

Gráfico 5



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

Elaboración: BWR.

\*Indicador anualizado a abril-2018

La Compañía generó en oct-2018 un EBITDA de USD 3.9MM, menor al registrado en oct-2017 (USD 8.95MM), debido principalmente a la presión del margen bruto y a la reducción de los ingresos operativos. Para el cierre de 2018, la calificadora proyecta que el EBITDA se incremente hasta USD 4.4MM y posteriormente a dic-2019 este alcance los USD 6.3MM, gracias a la recuperación del margen bruto y a la mayor absorción de gastos fijos.

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

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>59%</b>	<b>49%</b>
Fondos Disponibles	1%	1%	1%	1%	0%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	18%	17%	22%	20%	19%
Inventarios Neto	34%	32%	29%	31%	22%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	3%	1%	0%
Gastos anticipados	5%	5%	3%	6%	8%
Otros activos corrientes	1%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>42%</b>	<b>44%</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>	<b>51%</b>
Propiedad, planta y equipo	39%	40%	39%	37%	46%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	0%	1%	1%	1%	1%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	2%	2%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	1%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</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	oct-18
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>48%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>42%</b>
Deuda Financiera CP	26%	22%	13%	19%	22%
Deuda Comercial	13%	20%	21%	23%	15%
Otros Pasivos CP	9%	8%	17%	11%	5%
<b>Total Pasivo LP</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>
Deuda Financiera LP	16%	10%	10%	10%	17%
Otros pasivos LP	1%	1%	2%	2%	3%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>34%</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>
<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) fue positiva a la fecha de corte, este se mostró considerablemente reducido por la disminución del margen bruto y en menor medida por la baja de ventas. A oct-2017 el FFO alcanzó USD 8.3MM, mientras que para oct-2018 este fue de USD 3.1MM. Para impulsar sus ventas, KU-BIEC también aumentó su fuerza comercial y por tanto el gasto operativo. Como se detalló en la sección anterior, para este período la Compañía también registró mayores gastos derivados de operaciones del 2017.

A octubre-2018 el emisor ha afrontado mayores requerimientos de capital de trabajo por USD 3.6MM, debido a menores anticipos recibidos de clientes, por la reducción de proyectos financiados por el sector público. Esto consume el FFO y hace que a octubre-2018 el CFO (Flujo de Caja Operativo) cierre en -484M.

Para contrarrestar esta situación, KU-BIEC



implementó varias acciones para reducir su necesidad de flujo, entre estas una importante recuperación de cartera por cobrar a clientes. La Compañía logró recaudar saldos pendientes provenientes de proyectos realizados con el sector público. Paralelamente, la Compañía generó eficiencias en sus políticas de inventarios que, si bien reducen la seguridad de estos activos, liberaron recursos de trabajo.

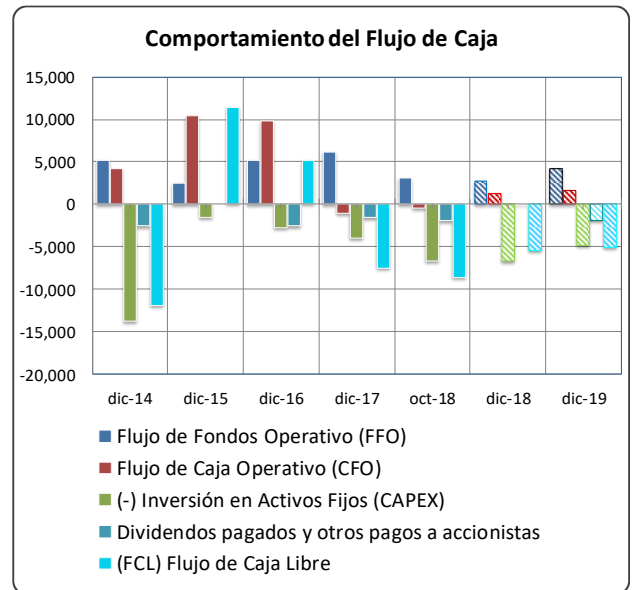
De acuerdo a la Administración, al cierre del 2018, la Compañía recibió anticipos importantes de clientes por el cierre de algunos proyectos específicos que empezarán en 2019 y que beneficiarán los flujos de la Compañía.

KU-BIEC está enfocada en alcanzar nichos de mercados no satisfechos que demandan productos específicos. A oct-2018, KU-BIEC registró un nivel de inversiones de capital de USD 6.6MM, mayor a los USD 3MM de oct-2017 y a los originalmente proyectados por la empresa. Durante el período analizado, la Compañía tuvo la oportunidad de comprar maquinaria de una empresa en liquidación que impulsará la producción de productos de alto valor para mercados demandantes. La proyección para el cierre de 2018 no considera inversiones en CAPEX adicionales a las realizadas hasta el corte, y para 2019 se consideran inversiones de alrededor de USD 4.8MM.

A oct-2018, la inversión en activos intangibles de la empresa también aumentó por la adquisición de nuevas licencias de software necesarias para la producción. Por otro lado, a esta misma fecha, KU-BIEC registra el pago de USD 1.96MM en dividendos a sus accionistas provenientes de las utilidades del 2017. Si bien aún no hay una definición formal, las proyecciones consideran la expectativa de que no se repartan dividendos en 2019.

Con esto, la Compañía registró un Flujo de Caja Libre (FCF) de USD -8.7MM a oct-2018, muy similar al obtenido en oct-2017. Se espera que para dic-2018, este flujo se mantenga negativo, pero mejore a USD -5.4MM y se establezca en alrededor de USD -5.1MM a dic-2019. Esto implica que la empresa requerirá la contratación de nueva deuda financiera en 2019.

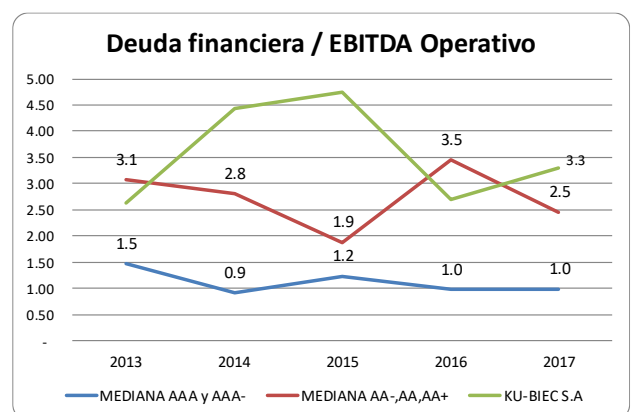
**Gráfico 7**



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

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llega a 6.6 veces al corte del informe, muy por encima del 2.63 registrado en oct-2017 o 4.28 veces en dic-2017. La reducción de las ventas y la contracción de margen bruto debilitaron la cobertura del EBITDA. Por su parte, la deuda financiera total ajustada también se incrementa en este período, ya que pasa de USD 32.2MM en oct-2017 a USD 40.3MM en oct-2018.

**Gráfico 8**



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

Hasta finales del 2018 esperamos que este indicador termine en 6.87 veces, y que para dic-2019 esta relación se ubique en 5.53 veces, aunque el emisor considera que logrará disminuir esta relación a 4.4 veces, a través de la optimización del gasto operativo.

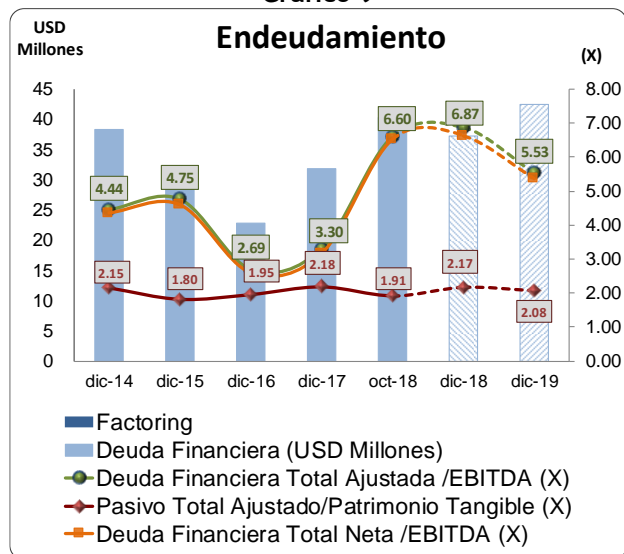
El emisor mantiene un nivel de deuda importante en

relación a su generación, y compara desfavorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA.

La metodología de análisis crediticio utilizada considera que en las empresas que son cíclicas a la economía se debe evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico.

Al respecto, consideramos que, a la fecha de esta revisión, KU-BIEC ha registrado cambios estructurales en sus actividades operativas, que han reducido la flexibilidad financiera del emisor.

**Gráfico 9**

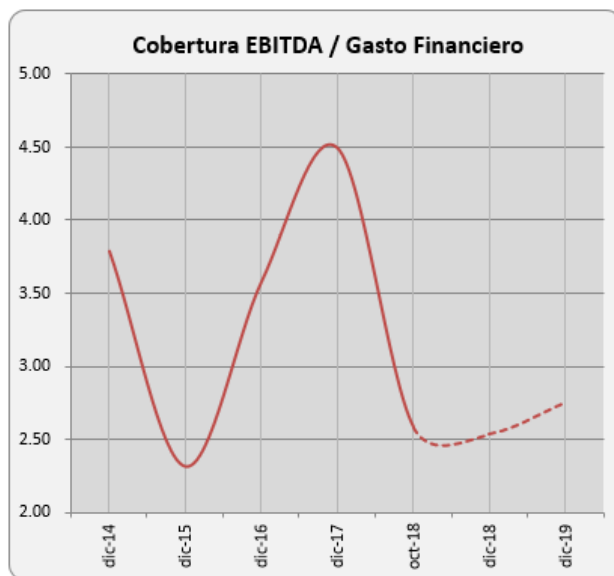


\* Indicador de abril-2018 calculado con EBITDA anualizado  
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR

### Capacidad de Pago y Liquidez

La cobertura del EBITDA frente al gasto financiero muestra deterioro a oct-2018. A la fecha de corte, este indicador se presiona hasta 2.58 (5.45 a oct-2017 y 4.5 a dic-2017) debido a la caída del EBITDA por una menor generación de ingresos derivados de la reducción del margen y niveles de gasto financiero superiores a los históricamente presentados. Esperamos que para fines del 2018 y 2019 dicha relación se mantenga en 2.53 y mejore a 2.75 veces posteriormente.

**Gráfico 6**

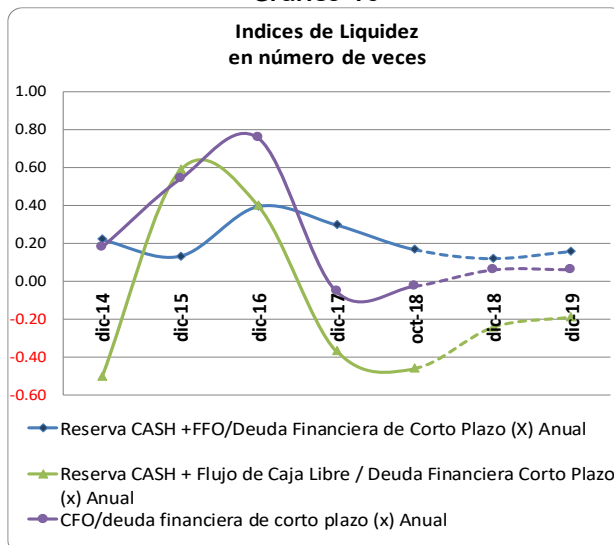


Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

Los requerimientos de liquidez históricos del emisor han estado altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo.

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, el flujo estuvo afectado por menores ingresos operativos y compra no prevista de maquinaria. Para el cierre de este año se espera que KU-BIEC S.A. mejore su generación operativa y cancele la deuda financiera por USD 3MM que mantiene con su relacionada, Conduit.

**Gráfico 10**



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



Las obligaciones financieras de corto plazo (incluye porción corriente de las deudas de largo plazo) del emisor representan el 55.8% del total de obligaciones financieras ajustadas, mientras que el 44.2% de las deudas son de largo plazo. Se observa que frente a oct-2017, la porción corriente de las deudas ha aumentado frente a las de largo plazo.

Finalmente, el riesgo de refinanciamiento de las deudas con instituciones bancarias 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.

### 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:

Fecha de corte	oct-18
Activo Líquido (USD M)	487
Activo Ajustado (USD M)	97,157
Activo Total (USD M)	103,342

oct-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	5,474	5,474	17.75
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	27,362	32,836	2.96
3era	Deuda sin garantía específica de balance	31,938	64,774	1.50
<b>TOTAL</b>		<b>64,774</b>	<b>64,774</b>	<b>1.50</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 1.50 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 respaldado 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.

De acuerdo a la declaración juramentada suscrita por el emisor, el mismo 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 49% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 51% 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.
- 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. A la fecha de corte este indicador es de 0.62.

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

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

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
may-18	56,736,357	50,678,881	1.12
jun-18	54,496,818	49,646,658	1.10
jul-18	57,459,338	52,389,599	1.10
ago-18	62,603,689	55,777,908	1.12
sep-18	53,652,796	44,954,197	1.19
oct-18	52,104,655	44,204,141	1.18
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.13</b>

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

Elaboración: BWR

En función de la certificación enviada por el emisor, podemos afirmar que la empresa cumple con los resguardos antes descritos.

#### **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.

De acuerdo a la información de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, no han existido movimientos bursátiles de la emisión analizada en este informe.



KU-BIEC S.A.	PROYECCIONES BWR							
	(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18	dic-18	dic-19
<b>Resumen Balance</b>								
Caja y Equivalentes de Caja	741	937	753	1,252	487	1,250	1,250	
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,690	15,016	21,139	22,028	19,124	15,702	18,213	
Inventarios	30,500	28,810	27,908	34,065	23,116	30,351	30,623	
Activos fijos	35,347	36,372	37,654	41,248	47,159	47,022	50,887	
Otros Activos	7,224	8,849	9,360	11,489	13,456	13,952	13,558	
<b>Total Activos</b>	<b>89,503</b>	<b>89,985</b>	<b>96,814</b>	<b>110,081</b>	<b>103,342</b>	<b>108,278</b>	<b>114,531</b>	
Cuentas por Pagar Proveedores	11,362	18,388	20,423	25,036	15,344	20,906	20,858	
Deuda Financiera Total	38,245	28,785	22,739	31,878	40,315	15,805	15,805	
Deuda Financiera Corto Plazo	23,519	19,416	13,026	20,495	22,505	9,624	9,624	
Deuda Financiera Largo Plazo	14,725	9,369	9,714	11,382	17,811	14,932	15,366	
Otros Pasivos	9,354	8,419	17,981	14,250	8,105	9,052	9,052	
<b>Total Pasivos</b>	<b>58,961</b>	<b>55,591</b>	<b>61,144</b>	<b>71,163</b>	<b>63,764</b>	<b>31,628</b>	<b>31,628</b>	
<b>Patrimonio</b>	<b>30,541</b>	<b>34,393</b>	<b>35,670</b>	<b>38,918</b>	<b>39,577</b>	<b>22,748</b>	<b>22,748</b>	
<b>Resumen de Resultados</b>								
Ventas	74,040	74,112	81,824	98,245	79,206	95,396	100,131	
Costo de ventas	-58,832	-61,204	-65,673	-80,275	-67,221	-80,963	-83,697	
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	
Egresos operativos	(7,496)	(7,860)	(8,959)	(9,620)	(8,088)	(10,057)	(10,157)	
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>7,712</b>	<b>5,049</b>	<b>7,192</b>	<b>8,350</b>	<b>3,897</b>	<b>4,376</b>	<b>6,278</b>	
Gasto Financiero del período	(2,272)	(2,621)	(2,364)	(2,147)	(1,973)	(1,606)	(1,606)	
Impuestos a la renta	(1,705)	-	-	-	-	-	(3,646)	
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>4,761</b>	<b>3,852</b>	<b>4,013</b>	<b>4,748</b>	<b>2,615</b>	<b>3,324</b>	<b>3,324</b>	
<b>Resumen Flujo de Caja</b>								
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>8,608</b>	<b>6,056</b>	<b>8,456</b>	<b>9,653</b>	<b>5,094</b>	<b>5,431</b>	<b>7,676</b>	
(-) Gasto Financiero del período	-2,272	-2,621	-2,364	-2,147	-1,973	-1,606	-1,606	
(-) Impuesto a la renta del período	-1,196	-886	-941	-1,407	0	-867	-867	
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
(-) Variación Capital de Trabajo	5,140	2,549	5,152	6,099	3,121	3,296	3,296	
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-962</b>	<b>7,874</b>	<b>4,654</b>	<b>-7,180</b>	<b>-3,605</b>	<b>-1,362</b>	<b>-2,632</b>	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	4,178	10,424	9,806	-1,081	-484	3,296	3,296	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	291	2,552	844	-849	607	63	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	519	2,116	425	97	691	63	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-1	-21	0	0	0	0	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-227	436	440	-946	-85	0	0	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-2,502	0	-2,500	-1,500	-1,955	0	0	
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-13,754</b>	<b>-1,541</b>	<b>-2,806</b>	<b>-3,963</b>	<b>-6,617</b>	<b>-6,617</b>	<b>-4,797</b>	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-64	-67	-146	-146	-202	-202	0	
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,799	-1,711	663	-1,101	-550	22	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-4,272</b>	<b>197</b>	<b>-185</b>	<b>498</b>	<b>-764</b>	<b>3,506</b>	<b>3,506</b>	
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>5,013</b>	<b>741</b>	<b>937</b>	<b>753</b>	<b>1,252</b>	<b>1,252</b>	<b>1,250</b>	
<b>Indicadores</b>								
Patrimonio Tangible	27,409	30,860	31,422	32,613	33,393	304,576	304,576	
% crecimiento en ventas	2.9%	0.1%	10.4%	20.1%	-2.5%	-2.9%	5.0%	
MARGEN EBIT (%)	10.4%	6.8%	8.8%	8.5%	4.9%	4.6%	6.3%	
MARGEN EBITDA (%)	11.6%	8.2%	10.3%	9.8%	6.4%	5.7%	7.7%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.26	1.97	3.18	3.84	2.58	3.05	3.05	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3.79	2.31	3.58	4.50	2.58	3.59	3.59	
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3.79	2.31	3.58	4.50	2.58	3.59	3.59	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.44	4.75	2.69	3.30	6.60	2.74	2.74	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.36	4.60	2.60	3.17	6.52	2.49	2.49	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	56%	46%	39%	45%	50%	5%	5%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.22	0.13	0.40	0.30	0.17	0.34	0.34	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	0.54	0.75	(0.05)	(0.03)	0.34	0.34	
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)	(0.46)	0.36	0.36	
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)	(0.49)	0.36	0.36	



<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.