

Ecuador  
Papel Comercial  
Segundo seguimiento

## CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
1er Programa Papel Comercial	AA-	AA	27/12/2018

**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	39.8	38.7
Ventas	34.3	30.4
Margen EBITDA (%)	7.63%	4.74%
ROE (%) *	8.45%	1.42%
Deuda / capitalización (%)	47.00%	51.59%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.41	0.09
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.52	0.08
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	5.14	9.30
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	10.56	30.64

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración BWR

\* Indicador anualizado para oct-2018  
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración BWR

### Contactos:

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

Stefany León  
(5932) 226 9767 ext. 112  
[sleon@bwratings.com](mailto:sleon@bwratings.com)

### Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió reducir la calificación del Primer Programa de Papel Comercial de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. que se analiza en el presente informe, de "AA" a "AA-". Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo 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:** El emisor es un importante competidor local dentro del mercado de tuberías y tiene la ventaja competitiva de ser el único productor de tubos de acero inoxidable en la Costa del Pacífico Sur. Observamos positivamente el crecimiento de sus exportaciones que le permiten diversificar el riesgo país, y las expectativas de que estas sigan incrementándose. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Sinergias y vínculos con su relacionada:** La calificación incorpora las sinergias y vínculos administrativos, comerciales y estratégicos que mantiene con su empresa participada, que actúa como su brazo comercial. Si bien generalmente mantienen independencia financiera entre sí, existen deudas de corto plazo otorgadas a KUBIEC S.A., que en su mayoría se cerrarán hasta fin de año.

**Generación operativa volátil y sensible al precio del acero:** En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a las variaciones del precio internacional del acero, los cambios en el entorno operativo, y egresos operativos no recurrentes en 2018. Se espera que la generación mantenga una tendencia a recuperarse en 2019, en línea con los esfuerzos de la compañía por ganar una mayor eficiencia en la producción, y que ya se evidencia en los estados financieros de octubre-2018.

**Endeudamiento importante en relación a la generación:** La contracción de la generación operativa ha incrementado el endeudamiento frente al EBITDA, y ha hecho que esta relación se aleje significativamente de las proyecciones originales y que la misma compare desfavorablemente respecto a otros emisores calificados dentro de la misma categoría. La calificación considera la expectativa de que en 2019 el endeudamiento relativo a la generación disminuya fuertemente gracias a la recuperación de la generación operativa y reducción del nivel de deuda financiera.

**Liquidez volátil:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil aunque en 2018 y 2019 se espera que la empresa genere un flujo de caja libre positivo que le permitiría disminuir su deuda financiera. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras y el hecho de que el 42% de la deuda financiera vence en un plazo mayor a 1 año.

**La perspectiva de la calificación es estable** y la misma incorpora la disminución esperada de la deuda en 2019, como se observa en las proyecciones analizadas. La calificación podría verse afectada si es que el endeudamiento no mostrara la tendencia esperada en relación a la generación operativa.



**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

Primer Programa de Papel Comercial	
Emisor:	CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001375
Fecha de Aprobación SCVS	09-feb-18
Monto Programa	10,000,000
Monto en circulación	9,000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Venc. Programa	30-ene-2020
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	70% para sustitución de pasivos bancarios de corto plazo, 30% para capital de trabajo
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	Analytica Securities C.A. Casa de Valores
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representativa S.A.

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%.

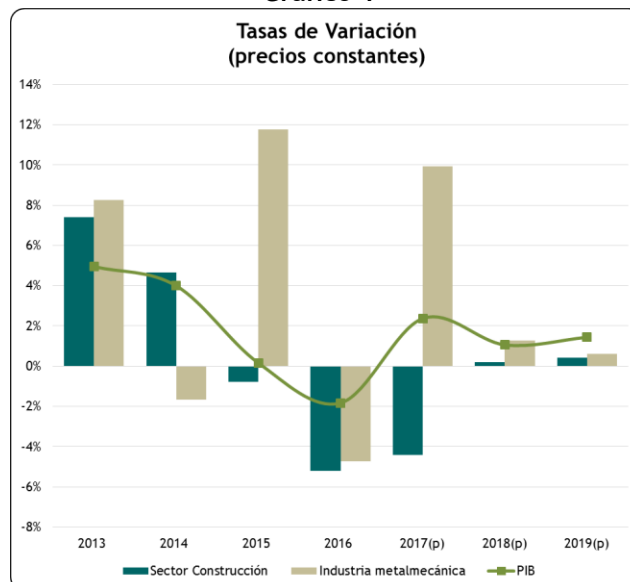
En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representó en 2017 el 11.65% del PIB nacional a precios

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 metalmeccánico 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 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. 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

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. se constituye en el Ecuador en 1977, y se dedica a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de tubería de acero y de otros materiales, así como a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de ángulos, perfiles, tubos estructurales. La Compañía también realiza actividades complementarias relacionadas a la industria siderúrgica y metalúrgica, y a la distribución al por mayor y al por menor de sus productos, tanto dentro como fuera del país.

Sus oficinas administrativas se encuentran en el sur de la ciudad de Quito, donde también funciona su planta de manufactura y procesamiento de tubería.

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 productiva y financiera independiente.

Dentro de la estructura departamental de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. colaboran 49 personas entre gerencias, directivos, administrativos, técnicos y operarios. Adicionalmente la Compañía cuenta con 134 obreros.

A la fecha de corte, la Compañía mantiene un Comité de Empresa, con el que mantiene una relación sana y han acordado un contrato laboral colectivo. Este acuerdo se revisa cada dos años y el mismo se encuentra a la fecha negociado e inscrito en el Ministerio de Relaciones Laborales.

Durante el primer trimestre del 2018, CONDUIT pagó obligaciones laborales para la salida de algunos empleados que antes pertenecían al comité mencionado, por lo que los estados financieros reflejan estos egresos no recurrentes.

CONDUIT produce y comercializa más de 26 diferentes artículos. La producción de la compañía se concentra principalmente en dos líneas de negocio, donde mantiene posiciones de liderazgo dentro de sus nichos. Las líneas de negocio se muestran a continuación:

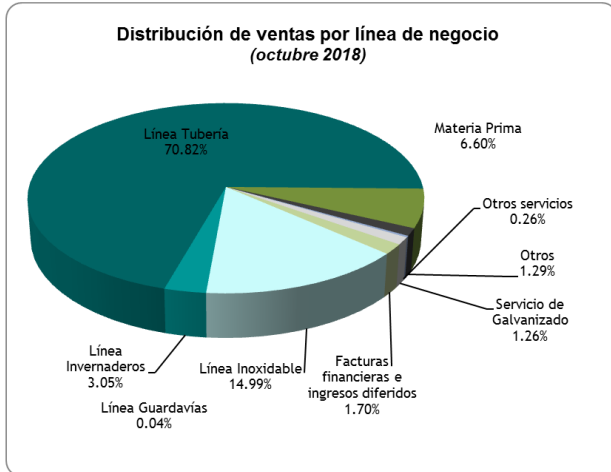
<sup>1</sup>

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

<sup>2</sup>

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

**Gráfico 2**



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR

La línea de tubería constituye el negocio más representativo; esta consiste en la fabricación y venta de tubería que es utilizada como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales. La Compañía ofrece tubos marca Fuji y neplos para la conducción de fluidos y tubos mueble ideales para carpintería metálica y estructura.

De acuerdo a la información entregada por el emisor a octubre-2018, la Compañía mantiene en esta línea un 19% de participación de mercado, superado únicamente por IPAC, que mantiene el 40%, la cual expandió su participación en este año. Otros competidores en el mercado de tuberías son Novacero y Ferro Torre que mantienen una participación de 18% y 15% respectivamente.

El segundo negocio más importante para la Compañía es la línea de inoxidables. CONDUIT del Ecuador S.A. es la única compañía productora de tubos de acero inoxidable dentro de la Costa del Pacífico y mantiene localmente un 50% de participación de mercado. Sus principales competidores son importadores de este tipo de acero. Este negocio ha mantenido en los últimos años un crecimiento importante por las características que ofrece el producto pues es estético, higiénico, brinda máxima durabilidad, es inmune a la corrosión y el sarro, no necesita mantenimiento, tiene alta resistencia a movimientos telúricos y es resistente al fuego y a altas temperaturas.

CONDUIT percibe otros ingresos que provienen de la construcción de invernaderos, negocio en el cual la Compañía tiene más de quince años de experiencia en el diseño, fabricación, asesoría e instalación según las necesidades de sus clientes.

Por último, CONDUIT se dedica a la venta de materia prima, líneas guardavías y torres de transmisión; también ofrece servicios de galvanizado y corte a otras compañías. Estas

ventas son ocasionales y no han sido tomadas en cuenta en las proyecciones del presente informe.

El 17% de las ventas totales se las realiza a Colombia, Costa Rica, India, Chile, Bolivia, Perú y Nicaragua. La empresa no maneja una fuerza de ventas propia, por lo que se apoya en la perteneciente a KU-BIEC.

La Administración sostiene que la capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta las principales líneas de negocio (tubería y acero inoxidable), es del 65%, por lo cual CONDUIT DEL ECUADOR S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

Finalmente es importante señalar que la principal materia prima de la empresa es el acero, el cual está sujeto a variaciones en el precio del mercado internacional. Consecuentemente, como se analiza en las siguientes secciones de este informe, el precio de este insumo tiene un efecto importante en la estructura financiera de la Compañía y es un factor generador de volatilidad cíclica en la empresa, que se suma a la ciclicidad del sector de la construcción.

**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

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. consolida balances con su relacionada Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. y sus dos subsidiarias internacionales. Instancias importantes de la administración de estas dos empresas ecuatorianas se manejan de manera conjunta. Adicionalmente, 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.



CONDUIT no posee acciones en KU-BIEC S.A ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas en el ámbito financiero. CONDUIT presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia (IPT) del 2017 elaborado por Ernst & Young, mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias, aunque a la fecha de corte sí existe una cuenta por cobrar a KU-BIEC S.A. que en su mayoría se cancelará hasta fin de año.

Si bien se realiza el análisis de la capacidad de pago del emisor de forma individual ya que existe en general independencia financiera entre las dos empresas, también se considera la fortaleza financiera de su participada, por los vínculos existentes en los ámbitos administrativo, estratégico y comercial.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierto. Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Avellán Arteta Felipe Javier	2,559,654	33%
Yandún Cárdenas Henry Javier	2,292,443	29%
Kohn Topfer Juan Daniel	656,087	8%
Otros	2,285,357	29%
<b>TOTAL</b>	<b>7,793,541</b>	<b>100%</b>

A oct-2018, el patrimonio de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es de USD 15.1MM, y de este el 52% corresponde a capital social.

A la misma fecha, la deuda financiera representa el 51.6% de la capitalización<sup>3</sup> de la Compañía.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. 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 CONDUIT DEL ECUADOR S.A., la calificación de su personal y los sistemas de administración y

planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La administración de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio; las directrices y estrategias son ejecutadas por su presidente y gerente general.

La Junta General de Accionistas es el organismo máximo de la Compañía. A este le corresponde la designación de cinco directores principales y tres suplentes que integran el Directorio de la Compañía por un tiempo de dos años, así como la designación de comisarios y auditores externos.

El Directorio tiene la responsabilidad de designar los cargos de presidente, vicepresidente, gerente general y subgerente general. Adicionalmente, los directores realizan tareas adicionales, como son: conocer y aprobar los presupuestos anuales, nombrar a los principales gerentes, crear comisiones internas para determinadas funciones, entre otras.

El Directorio se reúne bimensualmente para revisar el cumplimiento del presupuesto y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo.

Algunas estrategias importantes de la empresa a corto y mediano plazo se detallan a continuación:

- Optimización de sus niveles de inventario.
- Adquisición de maquinaria para mejorar la velocidad de la producción en tres veces frente a la actual.
- Comercialización de productos con mayor valor agregado.
- Crecimiento en exportaciones impulsadas por las certificaciones internacionales que manejan y la calidad de sus productos.

El presidente de la Compañía está encargado de velar por el fiel cumplimiento de la Ley, del estatuto y de las resoluciones tomadas por la Junta General y del Directorio. Actualmente este puesto lo ocupa Juan Daniel Kohn, persona con extensa experiencia en la industria acerera y uno de los accionistas de la Compañía.

El Gerente General representa legalmente a la Compañía en toda clase de actos y contratos; recibe, mediante inventario, los bienes y valores sociales entregados a su cuidado; presenta a la Junta General a nombre del Directorio, un informe de sus labores; e informa al Directorio sobre las

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



operaciones realizadas y por realizar, entre otras responsabilidades. Este puesto lo ocupa Henry Yandún, quien cuenta con amplia experiencia y preparación académica para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad. Además, mantiene sellos de calidad INEN para varios de sus productos y otras certificaciones para productos específicos que le permiten competir bajo estándares internacionales.

La Compañía utiliza un aplicativo para administrar la gestión contable-financiera, que fortalecen el control de la producción y comercialización de sus productos. Para la gestión de recursos humanos, la empresa también se apoya en sistemas informáticos.

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

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.

La Compañía maneja un plan estratégico con tres áreas de iniciativa: control operacional y eficiencia; posicionamiento y manejo de mercado; y relaciones con sus clientes. A través de una herramienta tecnológica la gerencia realiza una supervisión regular de sus objetivos estratégicos.

## 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 CONDUIT, auditados por la firma Baker Tilly Ecuador para el 2013, y por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. para el 2014, 2015 y 2016; como los estados financieros al cierre del 2017 auditados por Deloitte. 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 a 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 operativos de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. muestran una correlación positiva con el crecimiento del sector de la construcción, dado que varios de los productos que vende la Compañía son insumos para esta industria. Por una década completa y hasta el 2014 el sector inmobiliario registró un importante crecimiento, impulsado en gran parte por el aumento del gasto público; sin embargo, la construcción se desaceleró en vista del estancamiento económico del país. Otros factores, como la implementación de la ley de plusvalía, y la inestabilidad política durante el cuarto trimestre del 2016 y primer trimestre del 2017 contribuyeron a la paralización del sector, lo que también se reflejó en menores ventas para la Compañía durante esos períodos. A partir del segundo semestre del 2017, luego del proceso electoral de ese año y con una economía más líquida, el sector inmobiliario se empezó a reactivar. La remoción de la ley de plusvalía también generó mayores expectativas de crecimiento para la construcción.

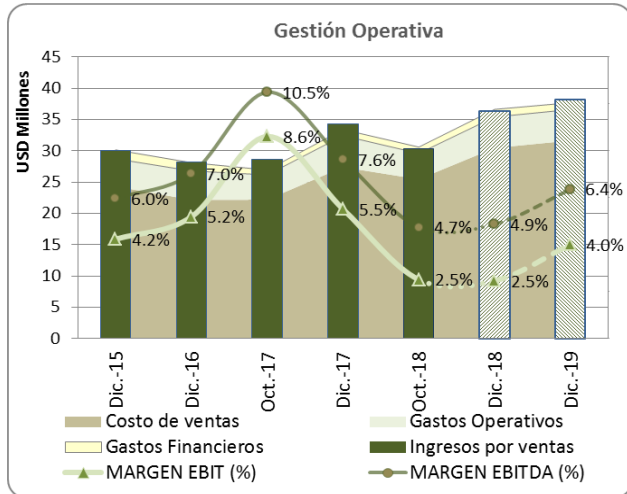
Si bien la construcción continúa siendo un mercado interesante para CONDUIT, esta se ha enfocado en diversificar sus clientes locales. A oct-2017, los 10 mayores clientes representaban el 55% de la cartera de la empresa, mientras que a octubre-2018 estos representan el 30%. Adicionalmente, uno de los objetivos de la Compañía para el 2018 y 2019 es expandir sus operaciones de exportación hacia otros países.

La línea de tubería, principal fuente de ingresos de la Compañía, se encuentra directamente relacionada con el precio del acero. Desde finales del 2016 y durante el 2017, el precio mundial de esta materia prima mostró una tendencia hacia el alza, entre otros factores, por una mayor demanda interna de China (principal productor en el mundo), crecimiento de la industria automotriz y el encarecimiento del precio de la chatarra.

Durante el primer trimestre del 2018, la tendencia creciente continuaba, sin embargo, se evidenció una caída del precio del acero en los siguientes meses hasta la fecha de corte, principalmente por las noticias respecto a la relación comercial entre China y Estados Unidos. Hacia el mes de octubre, el precio del acero inició una recuperación por las

declaraciones de la cumbre G20, en la que Trump acordó no subir el arancel sobre una parte de las importaciones de China.

**Gráfico 3**



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las ventas de la compañía crecieron en 6.1% en dólares a octubre-2018 y en un 11% en toneladas, sin embargo, debido a la presión por la competencia en la venta de los productos y los esfuerzos de exportación de la compañía, el margen bruto se redujo a la fecha de corte, pasando de 22.4% en octubre-2017 a 16.1% en octubre-2018. Esta reducción en el margen, a pesar de un menor peso del gasto de operación (13.63% a octubre-2018 y 13.82% a octubre-2017), presiona el EBITDA y disminuye los márgenes tradicionales de CONDUIT.

Para finales del 2018 esperamos que la situación se mantenga en los niveles actuales y que la empresa logre un crecimiento anual de 5.8% en sus ingresos operativos. De igual manera, se proyecta un crecimiento de ventas del 5% para el año 2019.

Se debe indicar que la carga tributaria por impuesto a la renta es elevada porque legalmente el anticipo de impuesto a la renta se convierte en el impuesto mínimo, aun cuando la empresa mantenga menores ingresos. Así mismo, se debe tomar en cuenta que CONDUIT mantiene un contrato de inversión firmado con el Estado mediante el cual a cambio de inversiones que la empresa ya ha realizado, podría mantener una tasa constante del 22% hasta el 2030, a pesar de reformas tributarias que se den en un futuro.

A abril-2018 la utilidad neta de CONDUIT fue de USD -406M, mientras que a octubre-2018 la misma se ubica en USD 179M. Si bien se evidencia una recuperación desde abril-2018, la compañía espera cerrar el año con una pérdida de USD -99M, resultante del pago de impuesto a la renta. Cabe

mencionar que se observa una disminución importante de la utilidad neta en términos absolutos frente a diciembre-2017, sin embargo, se espera que para el año 2019 la compañía logre incrementar el margen bruto y diluir el peso del gasto administrativo, de manera que alcance resultados netos positivos.

Para enfrentar el aumento del precio de su principal materia prima, CONDUIT focaliza sus esfuerzos en productos con menor presión competitiva y mayor valor agregado para así poder controlar la caída del margen bruto. Sin embargo, estas transacciones de valor hacia el cliente toman tiempo y están influenciadas por la demanda del mercado y por las acciones de sus competidores.

La línea de tubería de acero inoxidable es la línea que muestra la mayor contracción en dólares frente a octubre del año anterior (-36.7%), y su participación en el total de las ventas se reduce de 25.1% a 15%. Dentro de esta línea el margen bruto se ha reducido por la mayor competencia de productos chinos.

Dentro de sus estrategias la empresa considera continuar implementado mejoras en sus procesos productivos para incrementar la capacidad de producción y reducir los gastos asociados a esta, sin que esto signifique una inversión fuerte en CAPEX; fortalecer el control de precios del acero que se realiza semanalmente, y aumentar sus operaciones de comercio exterior y así depender en menor medida de la demanda local. Actualmente el 17% de las ventas de CONDUIT son generadas en el exterior, mientras que a oct-2017 estas representaban en 11%. El principal destino de exportación es Colombia, seguido de Perú y Nicaragua.

A continuación se observa la diversificación de las ventas por línea de negocio a octubre-2018:

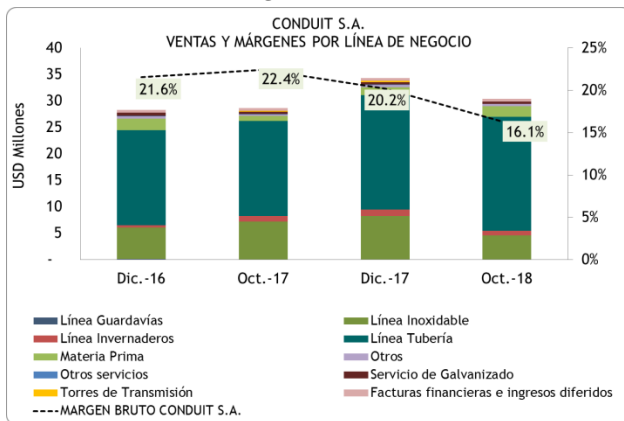
VENTAS POR LÍNEA A OCTUBRE-2018			
Línea de negocio	Ventas (miles usd)	Margen Bruto	Representación
Línea Guardavías	11	10.20%	0.04%
Línea Inoxidable	4,552	27.22%	14.99%
Línea Invernaderos	926	38.35%	3.05%
Línea Tubería	21,508	19.74%	70.82%
Materia Prima	2,004	4.83%	6.60%
Otros	393	83.31%	1.29%
Otros servicios	78	100.00%	0.26%
Servicio de Galvanizado	382	100.00%	1.26%
Torres de Transmisión	0	#N/A	0.00%
Facturas financieras e ingresos diferido	516	0.00%	1.70%
<b>TOTAL</b>	<b>30,371</b>	<b>16.14%</b>	<b>100.00%</b>

Se identifica que la línea menos rentable es la de materia prima, con un margen del 4.83%, sin embargo, la línea de mayor peso es la de tubería, que mantiene un margen superior al promedio.

Gracias al crecimiento en ventas de las distintas

líneas de negocio y en especial de la línea de tubería (20%), se lograron incrementar las ventas, como se mencionó anteriormente. Sin embargo, este incremento no fue suficiente para soportar la caída del margen bruto, ocasionada en mayor proporción por la contracción de las ventas y margen de la línea inoxidable, así como por la caída del margen bruto de tubería.

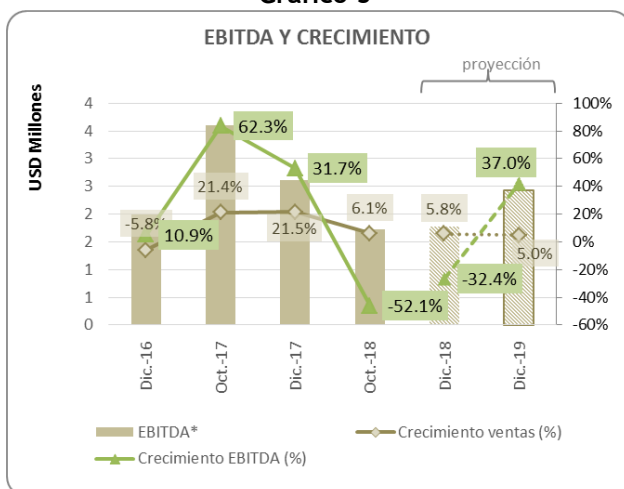
**Gráfico 4**



Consecuentemente, el EBITDA de la Compañía a octubre-2018 se establece en USD 1.7MM, (USD 3.6MM a octubre 2017).

Se espera que el margen bruto de este año termine en niveles similares a los de octubre-2018 y que en 2019 este tienda a recuperarse lentamente en función de nuevas inversiones para disminuir costos de fabricación. Esto sumado a la mayor absorción del gasto fijo permitiría que en 2019 el EBITDA llegue a USD 2.4MM, superior a los USD 1.8 MM esperados para 2018 pero todavía inferior al conseguido en 2017 (USD 2.7MM).

**Gráfico 5**

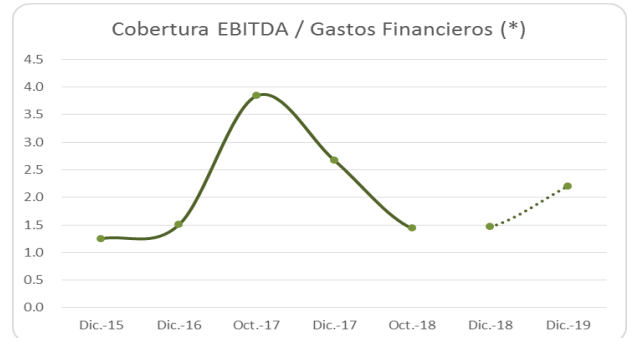


Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Es importante tomar en cuenta que, por su naturaleza industrial, el componente fijo dentro de los gastos y costos operativos de CONDUIT es relativamente importante, por lo que el crecimiento en ventas esperado permitiría diluir

estos egresos y mejorar su eficiencia. Por este motivo esperamos que, ante las mayores ventas proyectadas al cierre del 2018, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 14.7% en dic-2017 a 13.5% en dic-2018.

**Gráfico 6**



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR

La cobertura del gasto financiero por el EBITDA muestra una ciclicidad relacionada al precio del acero, que influye en los ingresos operativos, debido a la imposibilidad de traspasar rápidamente dichas variaciones al precio de venta, especialmente en un entorno macroeconómico de mayor complejidad.

A octubre-2018 la cobertura alcanza las 1.4 veces, muy por debajo de octubre-2017 (3.8). Esto se debe al limitado EBITDA conseguido a la fecha de corte por las razones antes explicadas. Así, se espera que la cobertura alcance las 1.5 veces a diciembre-2018 y que con la recuperación del margen y la dilución del gasto operativo en el 2019 llegue a las 2.2 veces.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	Dic-12	Dic-15	Dic-16	Oct-17	Dic-17	Oct-18	Dic-18
Total Activo Corriente	63%	59%	61%	62%	62%	62%	60%
Fondos Disponibles	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	11%	15%	12%	13%	13%	13%	14%
Inventarios Neto	43%	37%	38%	41%	29%	29%	36%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%	9%	1%
Gastos anticipados	5%	3%	9%	7%	10%	7%	7%
Otros activos corrientes	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	37%	41%	39%	38%	38%	38%	40%
Propiedad, planta y equipo	28%	31%	29%	25%	25%	25%	27%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	9%	10%	10%	12%	12%	12%	13%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	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>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-15	Dic-16	Oct-17	Dic-17	Oct-18	Dic-18
Total Pasivo Corriente	46%	46%	30%	40%	38%	38%
Deuda Financiera CP	31%	21%	14%	17%	24%	12%
Deuda Comercial	13%	22%	13%	20%	13%	23%
Otros Pasivos CP	2%	4%	3%	3%	1%	3%
Total Pasivo LP	17%	13%	27%	22%	23%	23%
Deuda Financiera LP	12%	8%	21%	17%	17%	17%
Otros pasivos LP	5%	6%	6%	6%	6%	6%
PATRIMONIO	37%	41%	43%	38%	39%	39%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Para octubre-2018, la generación operativa, medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO), fue de USD 437M, que es significativamente inferior a octubre y diciembre del año 2017, debido a la presión del menor margen bruto.

A la fecha de corte, se registra un incremento importante en los inventarios de la compañía y de las cuentas por pagar a proveedores. Es importante destacar que CONDUIT ha disminuido los días de cuentas por cobrar a partir de la última calificación, sin embargo, el promedio (49 días) es similar al obtenido en octubre-2017 (48 días). El emisor manifiesta que se encuentra actualmente en gestiones para disminuir los días de cobro. Por otro lado, en lo que respecta a los días de pago, la compañía mantiene un promedio de 57 días. De ahí que la variación de capital de trabajo fue positiva en el orden de USD 277M, y su Flujo de Caja Operativo (CFO) alcance los USD 714M.

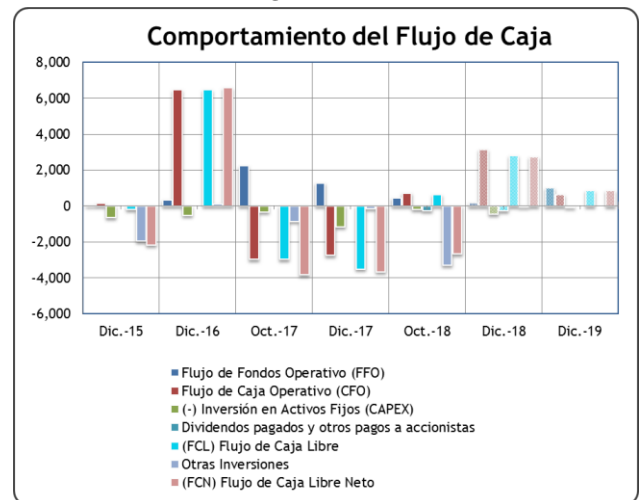
La proyección para dic-2018 generaría un FFO positivo de USD 197M, que considera el pago del impuesto a la renta de USD365M. Bajo las premisas utilizadas, el CFO podría llegar a fin de año hasta USD 3.1 millones.

En los dos últimos años la empresa invirtió en promedio USD 589M anualmente, para la mejora de su capacidad instalada. En 2017 la Compañía desembolsó USD 1.2MM por estos conceptos. En

2018, CONDUIT planeaba realizar inversiones en CAPEX de aproximadamente USD 1.3MM, orientadas principalmente a la adquisición de nueva maquinaria que le permitirá mejorar su capacidad instalada para la línea de tubería. Sin embargo, debido al escenario enfrentado a inicios del presente año, y dada las mejoras operativas registradas por las inversiones del 2017, la Compañía analizó y optó por invertir en optimizaciones y mejoras parciales de sus activos fijos que generen buenos resultados con menores recursos. A octubre-2018 se registraron USD 196M en inversión de CAPEX y se proyecta USD 452M para el cierre del 2018. Debido a las optimizaciones descritas, se espera solamente USD100M de inversión en CAPEX para el año 2019.

A octubre-2018, CONDUIT realizó pagos de dividendos para los accionistas de alrededor de USD270M. Históricamente, la Compañía ha sido conservadora para distribuir recursos por este concepto. No se esperan pagos adicionales hasta finalizar 2018, y se espera que el flujo de caja libre (FCL) alcance USD2.8MM a diciembre-2018.

Gráfico 7



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR

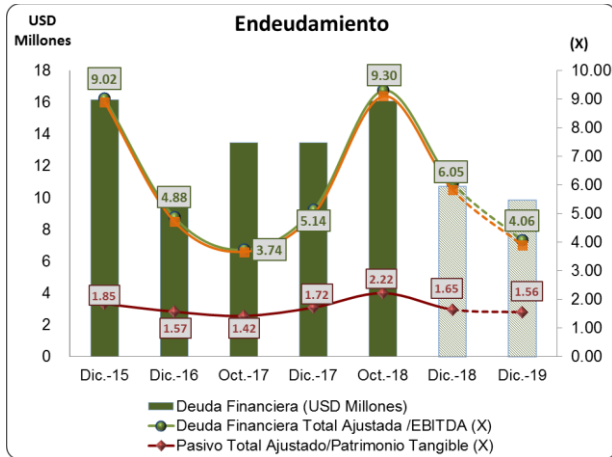
Como se mencionó anteriormente, los días de cobro se ubican en 49 y se espera que para el cierre de 2018 lleguen hasta 54.

Respecto al inventario, la empresa generalmente realiza pedidos para cubrir al menos 150 a 180 días de ventas, aunque en los últimos 3 años este se ha ubicado en promedio en 220 días. Considerando que la empresa ha logrado bajar este indicador a 135 días y se encuentra enfocada en mejorar la eficiencia en el manejo de inventario, en nuestra proyección se ha considerado un supuesto de 162 días en 2018 y 160 días en 2019.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en

términos generales está en 150 días para las importaciones y entre 30 y 45 días para las compras locales. El promedio de los últimos tres años es 99 días, y esperamos que en 2018 y 2019 los días de cuentas por pagar se establezcan en 103 días aproximadamente.

Gráfico 8



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

El indicador de Deuda Financiera Total / EBITDA llegó a su pico en 2015, año en el que la deuda financiera representó 9.02 veces el EBITDA, como consecuencia de la contracción de la generación operativa y el requerimiento de nueva deuda por USD 1.9MM que se utilizó en propiedades de inversión que a la fecha generan ingresos no operativos por el alquiler de las mismas a su participada.

En 2016 el indicador se reduce a la mitad gracias a un menor endeudamiento en dólares y a mayores ingresos operativos que los presentados en 2015 provenientes principalmente de liberación de capital de trabajo.

En 2017 CONDUIT incrementó su deuda financiera en USD 3.8MM frente a diciembre del año anterior para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas; se esperaba que la generación operativa hasta fines de año sería capaz de cubrir USD 1.7MM de este incremento, y que su indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubicara en 3.22 veces. Sin embargo, la caída del margen bruto y mayores gastos operativos en los dos últimos meses del año incrementaron el peso relativo de la deuda. Así, a dic-2017 este indicador cerró en 5.14 veces. A octubre-2018 este indicador nuevamente se incrementa y llega a 9.3 veces, aunque incorpora un préstamo de corto plazo por USD 3MM que se espera que se recupere hasta fin de año y que, unido a la liberación esperada de capital de trabajo, serviría para disminuir su deuda financiera en el corto plazo. Para 2018 y 2019, hemos proyectado que la relación antes indicada baje a

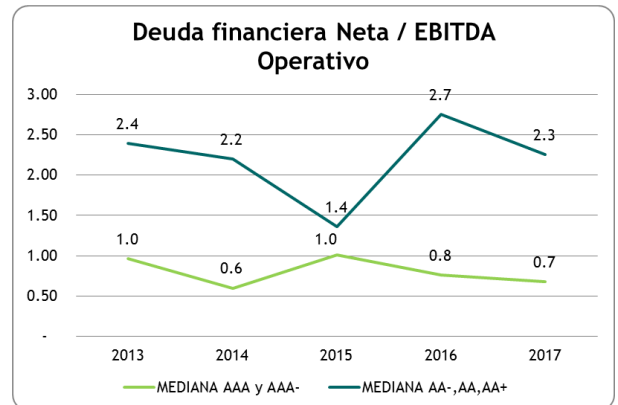
6.05 y 4.06 veces, respectivamente.

La proyección de los años 2018 y 2019 incorpora la expectativa de que el endeudamiento mantenga la tendencia a decrecer, en vista de una recuperación del margen bruto y la no existencia de gastos operativos no recurrentes que estuvieron presentes a finales del 2017 y primer cuatrimestre del 2018. La Compañía no ha planteado adoptar mayor deuda financiera de largo plazo, sino más bien de corto plazo enfocada a cubrir capital de trabajo.

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 materiales en la posición competitiva y operativa del emisor que requieran una revisión inmediata de la calificación. No obstante, la calificación considera la expectativa de que el emisor continúe con los esfuerzos para mejorar la generación de flujo de caja libre y lo destine a la disminución del endeudamiento para la recuperación de su flexibilidad financiera.

Gráfico 9



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

### Capacidad de Pago y Liquidez

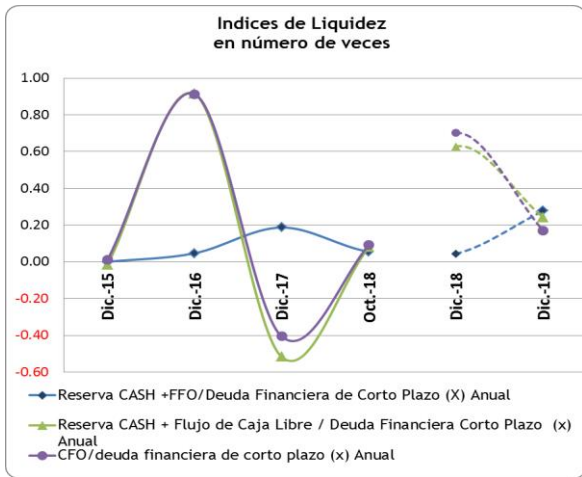
Como se observa en los últimos años, los requerimientos de liquidez de CONDUIT están altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada período. En 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

En 2017, la liquidez se apretó frente al año anterior, debido a que el emisor requirió financiar el incremento del capital de trabajo derivado del fuerte crecimiento de las operaciones e inversiones

en CAPEX.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada con acreedores bancarios nacionales. Actualmente CONDUIT DEL ECUADOR S.A. registra el 58.5% (40.3% en abr-2017) de su deuda en plazos inferiores a un año. El 42% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 5 años.

Gráfico 10



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, y las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras. Finalmente, como se mencionó anteriormente, en los próximos años no se espera que el emisor obtenga deuda de largo plazo.

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

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

Fecha de corte	Oct-18
Activo Líquido (USD M)	344
Activo Ajustado (USD M)	34,307
Activo Total (USD M)	38,746

Oct-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,661	2,661	12.89
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	7,255	9,916	3.46
3era	Deuda sin garantía específica de balance	13,745	23,661	1.45
<b>TOTAL</b>		<b>23,661</b>	<b>23,661</b>	<b>1.45</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 1.45 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.

Cabe mencionar que dentro de los valores restados se incluye de forma conservadora una cuenta por cobrar a KUBIEC de alrededor de USD 3 millones de dólares, que de acuerdo al emisor sería cobrada hasta finalizar el año 2018.

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 se detalla que este mantendrá la relación anterior dentro del límite legal, para lo cual se compromete a conservar 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 62% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 38% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad y valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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



	Activo corriente	Pasivo Corriente	INDICE DE LIQUIDEZ
May-18	24,513,841	15,786,316	1.55
Jun-18	25,565,866	16,700,749	1.53
Jul-18	24,902,673	16,017,317	1.55
Ago-18	24,373,675	15,350,835	1.59
Sept-18	24,051,600	14,938,094	1.61
Oct-18	23,837,807	14,765,547	1.61
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.58</b>

## RESGUARDOS

### Resguardos Programa de Papel Comercial

Para el papel comercial calificado, el Emisor se obliga a:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
  - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles mayores o iguales a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. 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 la Ley ecuatoriana.

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

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.

A la fecha de corte de este análisis, CONDUIT DEL ECUADOR S.A. no mantiene emisiones en el

mercado de valores, además del que se analiza en el presente informe.

De acuerdo a la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y de Guayaquil (BVG), no existen movimientos de negociación en mercado secundario del papel comercial de Conduit a la fecha de este informe.



CONDUIT DEL ECUADOR S.A.						
(Miles de USD)	PROYECCIONES BWR					
Resumen Balance	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18	dic-18	dic-19
Caja y Equivalentes de Caja	233	314	406	344	400	400
Cuentas por Cobrar Comerciales	4,162	5,053	5,009	4,852	5,353	5,625
Inventarios	16,173	12,857	16,217	11,382	13,619	13,974
Activos fijos	13,985	14,136	15,056	14,908	14,979	14,514
Otros activos	0	0	0	0	0	0
Total Activos	37,425	34,315	39,783	38,746	37,446	37,608
Cuentas por Pagar Proveedores	5,001	7,403	7,843	4,879	8,719	9,057
Deuda Financiera Total	16,183	9,698	13,457	16,077	10,716	9,845
Deuda Financiera Corto Plazo	11,696	7,066	6,809	18,225	4,460	3,589
Deuda Financiera Largo Plazo	4,488	2,631	6,649	6,675	6,256	6,256
Otros Pasivos	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos	23,554	20,298	24,606	23,661	22,785	22,403
Patrimonio	13,871	14,018	15,177	15,085	14,661	15,205
<b>Resumen de Resultados</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>oct-18</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>
Ventas	30,013	28,263	34,332	30,371	36,324	38,140
Costo de ventas	-24,321	-22,168	-27,397	-25,469	-30,476	-31,656
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-4,420	-4,628	-5,040	-4,138	-4,955	-4,955
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>1,272</b>	<b>1,467</b>	<b>1,895</b>	<b>764</b>	<b>893</b>	<b>1,529</b>
Gasto Financiero del período	-1,433	-1,322	-981	-1,003	-1,209	-1,100
Impuestos a la renta	-355	-335	-364	0	-365	-330
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>83</b>	<b>253</b>	<b>1,159</b>	<b>179</b>	<b>-245</b>	<b>544</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>oct-18</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>1,793</b>	<b>1,988</b>	<b>2,619</b>	<b>1,440</b>	<b>1,771</b>	<b>2,425</b>
(-) Gasto Financiero del período	-1,433	-1,322	-981	-1,003	-1,209	-1,100
(-) Impuesto a la renta del período	-355	-335	-364	0	-365	-330
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>5</b>	<b>331</b>	<b>1,274</b>	<b>437</b>	<b>197</b>	<b>995</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	114	6,121	-4,033	277	2,933	-380
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>119</b>	<b>6,453</b>	<b>-2,759</b>	<b>714</b>	<b>3,130</b>	<b>615</b>
(+/-) Flujo de caja no operativo	332	545	426	418	435	445
<b>(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo</b>	<b>435</b>	<b>576</b>	<b>659</b>	<b>418</b>	<b>435</b>	<b>445</b>
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-41	-8	0	0	0	0
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-61	-23	-233	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	0	0	-270	-270	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-653	-525	-1,170	-196	-452	-100
(-) Inversión en activos intangibles	-1	-19	-15	-47	-40	-89
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-202</b>	<b>6,455</b>	<b>-3,519</b>	<b>619</b>	<b>2,802</b>	<b>871</b>
Margen de Flujo de Caja Libre %	0.0%	1.2%	3.7%	1.4%	0.5%	2.6%
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>2,112</b>	<b>-6,486</b>	<b>3,760</b>	<b>2,620</b>	<b>-2,741</b>	<b>-871</b>
<b>OTRAS INVERSIONES NETO</b>	<b>-1,976</b>	<b>112</b>	<b>-148</b>	<b>-3,301</b>	<b>-67</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-66</b>	<b>81</b>	<b>93</b>	<b>-62</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>300</b>	<b>233</b>	<b>314</b>	<b>406</b>	<b>406</b>	<b>400</b>
<b>Indicadores</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>oct-18</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>
Patrimonio Tangible	12,735	12,909	14,306	10,646	13,835	14,395
% crecimiento en ventas	-0.13	-0.06	0.21	0.06	0.06	0.05
MARGEN EBIT (%)	0.04	0.05	0.06	0.03	0.02	0.04
MARGEN EBITDA (%)	0.06	0.07	0.08	0.05	0.05	0.06
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.00	1.25	2.30	1.44	1.16	1.90
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.25	1.50	2.67	1.44	1.47	2.20
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.25	1.50	2.67	1.44	1.47	2.20
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	9.02	4.88	5.14	9.30	6.05	4.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	8.89	4.72	4.98	9.10	5.83	3.89
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.54	0.41	0.47	0.52	0.42	0.39
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.00	0.05	0.19	0.06	0.04	0.28
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.01	0.91	-0.41	0.09	0.70	0.17
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0.02	0.91	-0.52	0.08	0.63	0.24
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	-0.19	0.93	-0.54	-0.34	0.61	0.24



<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.