

Ecuador  
Papel Comercial  
Tercer 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.

**Ultimo 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)	2018 (diciembre)	2019 (abril)
Activos	43.6	40.8
Ventas	35.7	12.0
Margen EBITDA (%)	4.04%	10.74%
ROE (%) *	-2.76%	5.84%
Deuda / capitalización (%)	52.99%	47.81%
CFO / Deuda Fin CP (X) *	-0.06	1.11
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.09	0.66
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	11.39	3.51
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *	-246.51	4.83

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración BWR

\* Indicador anualizado para abr-2019  
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 mantener la calificación del Primer Programa de Papel Comercial de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. que se analiza en el presente informe en "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 generalmente se cierran 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 observa una tendencia de recuperación en el 2019, en línea con las estrategias de la compañía para mantener su eficiencia operativa.

**Endeudamiento importante en relación a la generación:** A pesar de que la generación operativa incrementó significativamente a la fecha de corte, el endeudamiento se acercaría a las 4.5 veces al finalizar el año. Por tanto, el endeudamiento frente al EBITDA se compara desfavorablemente frente a otros emisores calificados dentro de la misma categoría. Sin embargo, la calificación considera la expectativa de que el endeudamiento mantenga una tendencia a la baja en los siguientes periodos, con mayores eficiencias operativas.

**Liquidez volátil:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil aunque en 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 47% 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, 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
Saldo insoluto	6,500,000
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**

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea.

La economía ecuatoriana presentó un modesto crecimiento de 1.4% en términos constantes en el 2018 según los resultados provisionales de las Cuentas Nacionales publicadas por el BCE. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.1%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.9%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020. En el cuarto trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 0.8%<sup>1</sup>.

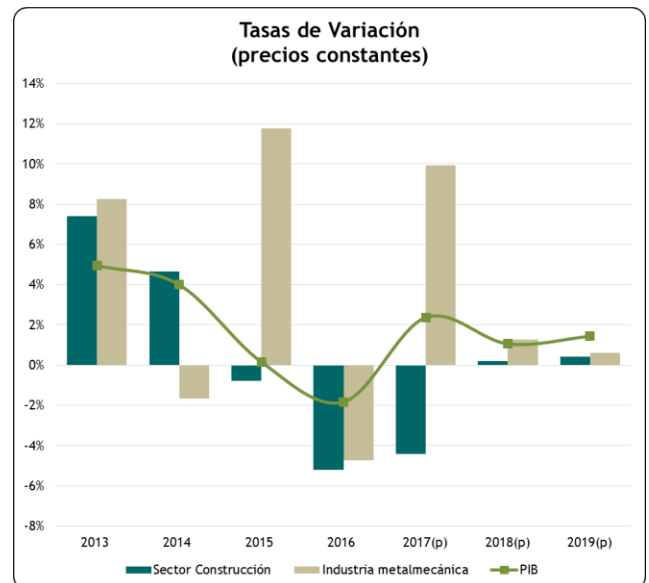
<sup>1</sup> Presentación coyuntural a abril 2019, Banco Central del Ecuador

El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de bancos multilaterales. El objetivo de este convenio es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años y fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.<sup>2</sup>

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

<sup>2</sup> <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>



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>3</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>4</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.

Cabe mencionar que el Ministerio de Comercio exterior mediante Registro Oficial 482 del 7 de mayo de 2019, resolvió someter a vigilancia a los embarques de hierro y acero durante un período de doce meses. Para ello, los importadores de estas materias primas deberán contar con cierta documentación que deberá ser presentada de acuerdo a la sub partida arancelaria que le corresponda.

## 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 50 personas entre gerencias, directivos, administrativos, técnicos y operarios a abril-2019. Adicionalmente la Compañía cuenta con 113 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

<sup>3</sup>

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

<sup>4</sup>

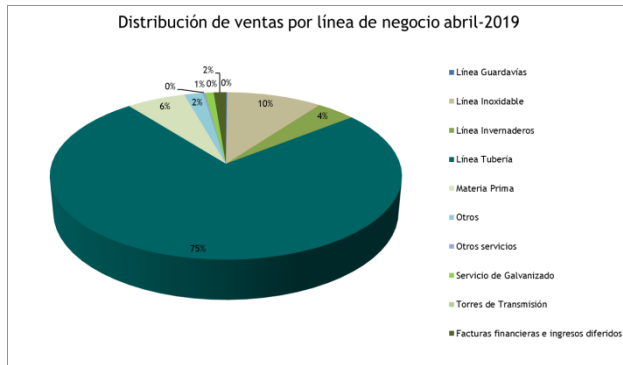
<http://fedimetal.com.ec/federacion-ecuatoriana-de-industrias-del-metal/informacion-actualizada/>

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 a diciembre-2018 reflejan estos egresos no recurrentes, lo que evidencia una mejora en el peso del gasto a abril-2019.

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:

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 abril-2019, la Compañía mantiene en esta línea un 16% de participación de mercado, inferior a sus competidores principales (Novacero, Ipac y Ferro Torre).

El segundo negocio más importante para la Compañía es la línea de inoxidable. 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.

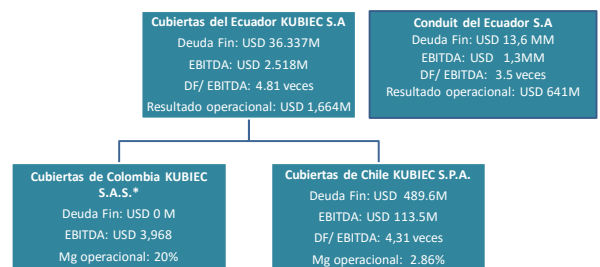
El 19.5% de las ventas totales se las realiza a Colombia, Costa Rica, India, Chile, Bolivia, Perú y Nicaragua. La empresa no maneja una fuerza de ventas propia, por lo que se apoya en la perteneciente a KU-BIEC.

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 64%, 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

Gráfico 3



Fuente: KUBIEC S.A.  
Elaboración: BWR con información a abril-2019  
Información Colombia a diciembre-2018

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:

ACCIONISTA	PARTICIPACIÓN
AVELLAN ARTETA FELIPE XAVIER	32.79%
YANDUN CARDENAS HENRY JAVIER	29.42%
KOHN TOPFER JUAN DANIEL	9.60%
Otros	28.19%

A abril-2019, el patrimonio de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es de USD 14.87MM, y de este el 53% corresponde a capital social.

A la misma fecha, la deuda financiera representa el 47.8% de la capitalización<sup>5</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

<sup>5</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

restricciones de hacerlo. Sin embargo, se aprobó en directorio que en el año 2019 no exista distribución de dividendos.

**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.
- Diversificación en proyectos internacionales.
- Comercialización de productos con mayor valor agregado.
- Certificaciones internacionales que permitan incrementar las ventas y destacarse frente a su competencia.

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 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 el aplicativo ERP Dynamics X 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 y 2018 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 abril-2019.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2019 y 2020, 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.

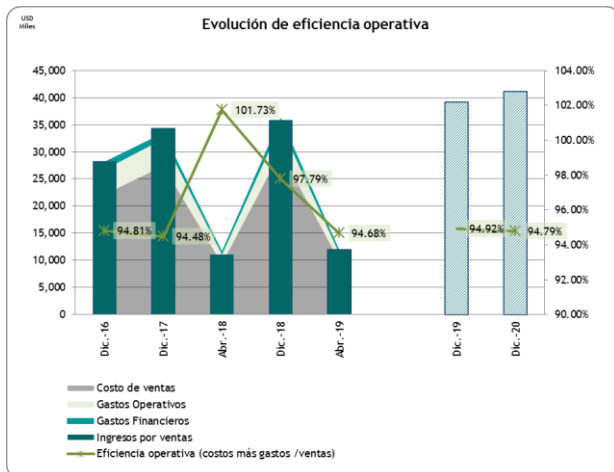
### Gestión Operativa y Tendencias

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.

Si bien la construcción continúa siendo un mercado interesante para CONDUIT, esta se ha enfocado en diversificar sus clientes locales. Cabe destacar que a abril-2019 el 59% de su cartera se encuentra conformada por los 10 mayores clientes. Adicionalmente, uno de los objetivos de la Compañía para el 2019 y 2020 es expandir sus operaciones de exportación hacia otros países, hasta alcanzar alrededor del 25% de diversificación.

La compañía se encuentra directamente relacionada con el precio del acero, que a pesar de que demostraba una tendencia al alza, durante el 2018 registró una caída. Esta disminución del precio de la materia prima favorece a la compañía, pues cuenta con un precio pactado hasta el mes de septiembre-2019. El *commodity* es sensible a la presión ejercida por los gobiernos de China y Estados Unidos, por lo que a partir de las declaraciones de la cumbre G20, en la que Trump acordó no subir el arancel sobre una parte de las importaciones de China, el precio ha ido disminuyendo paulatinamente.

Gráfico 4



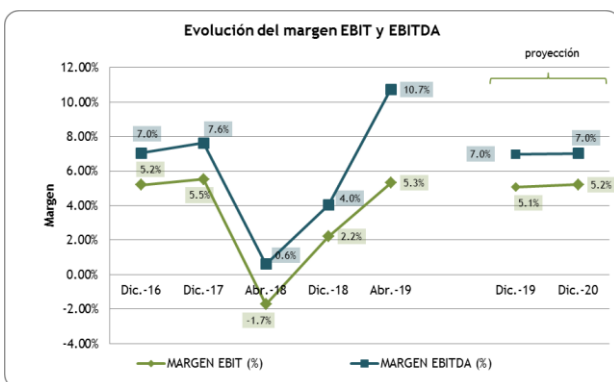
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

A partir del gráfico anterior se identifica que existe un importante crecimiento de las ventas de la compañía, del 9.5% a abril-2019. Este crecimiento responde a la estrategia de diversificación a través de las exportaciones. Además, el margen bruto registra una tendencia al alza, pues pasa de 14.5% en abril-2018 a 17.7% en abril-2019 (16.2% en diciembre-2018).

La compañía mantiene un control de crecimiento por toneladas métricas, por lo que es importante destacar que a la fecha de corte el total de toneladas vendidas fue 6.4% superior al de hace un año.

El crecimiento en ventas y el aumento del margen bruto permitieron una mejora de los márgenes de EBIT y EBITDA, como se observa a continuación:

Gráfico 5



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

Se evidencia por lo tanto que el comportamiento de dichos indicadores es creciente y que a abril-2019 el margen EBITDA se ubica por encima de los promedios históricos. Para el año 2019 y 2020 se esperan márgenes superiores a diciembre-2018, aunque por debajo del mes de abril.

En lo que respecta a ventas, se estima un crecimiento del 9.5% para el 2019 y de alrededor

del 5% para el año 2020. Estos crecimientos se fundamentan en las estrategias de expansión a mercados internacionales y a nuevos proyectos inmobiliarios locales. Adicionalmente, la compañía se encuentra gestionando actualmente proyectos internacionales para la línea de tuberías, que en caso de concretarse significarían un aumento superior al proyectado.

A abril-2018 la utilidad neta de CONDUIT fue de USD -406M, mientras que a abril-2019 la misma se ubica en USD 287M. Si bien se evidencia una recuperación desde abril-2018. Cabe mencionar que a diciembre-2018 la empresa registra una pérdida de USD 321M debido al pago mínimo de impuesto a la renta. Sin embargo, se evidencia una menor carga del gasto operativo, que permitiría cerrar el año 2019 con un resultado positivo.

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.

Para enfrentar la volatilidad del precio de su principal materia prima, CONDUIT focaliza sus esfuerzos en productos con menor presión competitiva y mayor valor agregado para así poder el 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 es la más importante para la compañía, pues tiene una representación del 75% dentro del mix de ventas. Por lo tanto, el incremento registrado del 19% es uno de los factores principales para el crecimiento de las ventas. Por otro lado, la línea de inoxidable representa el 10% del total de las ventas y se evidencia una caída del 35%.

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.

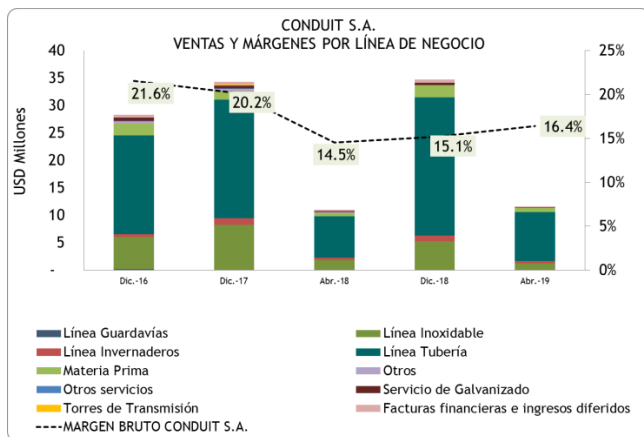
Actualmente el 19.5% de las ventas de CONDUIT son generadas en el exterior (USD2.35MM) y la compañía espera incrementar este porcentaje hasta 25% al finalizar el año, como se indicó

previamente. El principal destino de exportación es Colombia, seguido de Perú.

A diciembre-2018 la línea de productos menos rentable es la de materia prima con 5.17%, seguida de guardavías con 6.52%. Por otro lado, las líneas de tubería e inoxidable tienen márgenes importantes, del 19.5% y 26.4% respectivamente.

El crecimiento de las ventas y del margen bruto contribuyó a mejores resultados tanto en diciembre-2018 como abril-2019.

**Gráfico 6**

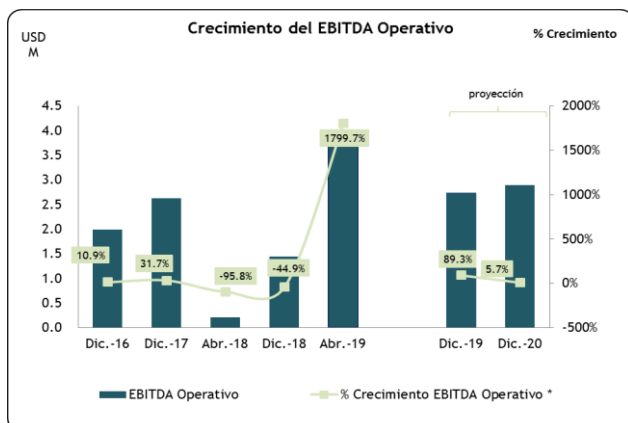


Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR.

La distribución de las ventas mantiene una composición similar. Es importante destacar que el margen evidenciado en el gráfico es distinto al de los balances financieros, debido a que no se incluyen los ingresos no operativos de diciembre-2018 y abril-2019 por USD428 M y USD184 M respectivamente.

Consecuentemente, el EBITDA de la Compañía a abril-2019 se establece en USD 1.29MM, (USD 68M a abril 2018). En diciembre-2018 el EBITDA cerró en USD1.44MM, por lo que el valor registrado a la fecha de corte es sumamente más alto que los promedios históricos.

**Gráfico 7**



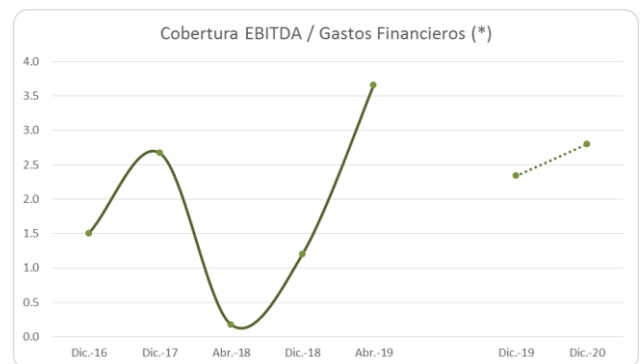
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Si bien el EBITDA a abril-2019 presenta un crecimiento exponencial frente al año 2018, esto se debe a que existen movimientos en el gasto operativo del primer semestre de 2018 por salida de personal, que no son recurrentes.

Se espera que el margen bruto de este año termine en niveles similares a los de diciembre-2018. Esto sumado a la mayor absorción del gasto y a ventas superiores, permitiría que en el 2019 el EBITDA llegue a USD 2.7MM

Es importante tomar en cuenta que, por su naturaleza industrial, el componente fijo dentro de los gastos y costos operativos de CONDUIT es relativamente significativo, por lo que el crecimiento en ventas esperado permitiría diluir estos egresos y mejorar su eficiencia. Por este motivo y debido a que la empresa se encuentra implementando eficiencias operativas en distintas áreas, esperamos que, ante las mayores ventas proyectadas al cierre del 2018, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 13.96% en diciembre-2018 a 11.09% en diciembre-2019.

**Gráfico 8**



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 abril-2019 la cobertura alcanza las 3.7 veces, muy por encima de los promedios históricos (1.2 a diciembre-2018). 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 2.3 veces a diciembre-2019 y que con la recuperación del margen y la dilución del gasto operativo en el 2020 llegue a las 2.8 veces.

### Estructura del Balance

#### ACTIVOS

	Dic-12	Dic-16	Dic-17	Abr-18	Oct-18	Dic-18	Abr-19
Total Activo Corriente	59%	62%	61%	62%	66%	62%	
Fondos Disponibles	1%	1%	1%	1%	6%	0%	
Inversiones corto plazo	0%	0%	2%	0%	0%	0%	
CxC Comerciales	15%	13%	16%	13%	10%	11%	
Inventarios Neto	37%	41%	33%	29%	40%	39%	
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	9%	0%	3%	
Gastos anticipados	3%	7%	8%	10%	9%	8%	
Otros activos corrientes	3%	0%	0%	0%	0%	0%	
Total Activo No Corriente	41%	38%	39%	38%	34%	38%	
Propiedad, planta y equipo	31%	25%	26%	25%	23%	25%	
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Propiedades de inversión	10%	12%	13%	12%	11%	12%	
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Activos Intangibles y Diferidos	0%	1%	1%	0%	0%	0%	
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-16	Dic-17	Abr-18	Oct-18	Dic-18	Abr-19
Total Pasivo Corriente	46%	40%	39%	38%	47%	42%
Deuda Financiera CP	21%	17%	17%	24%	23%	18%
Deuda Comercial	22%	20%	19%	13%	22%	24%
Otros Pasivos CP	4%	3%	3%	1%	2%	1%
Total Pasivo LP	13%	22%	23%	23%	19%	21%
Deuda Financiera LP	8%	17%	18%	17%	15%	16%
Otros pasivos LP	6%	6%	6%	6%	5%	5%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>41%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>
<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 abril-2019, la generación operativa, medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO), fue de USD 940M, que es significativamente superior a lo evidenciado en octubre-2018 y diciembre-2018.

A la fecha de corte, los días de inventario de la compañía han disminuido respecto a períodos anteriores. Esta disminución corresponde a la estrategia de diversificación internacional, que exige diferentes materiales y calidades de material. Actualmente los días de inventario son 195 y se proyecta que disminuyan hasta 180 días al finalizar el año 2019.

En lo que respecta al período de cobro, la compañía indica que diferentes clientes exigen ampliación de los plazos. Sin embargo, CONDUIT ha buscado mantener un período bajo, lo que se refleja en que los días de cuentas por cobrar a abril-2019 son 47 y se proyectan 46 días para los siguientes dos períodos. El emisor manifiesta que las exportaciones han sido beneficiosas para sus períodos de cobro, pues se manejan anticipos de los proyectos.

Por otro lado, las cuentas por pagar se mantuvieron en niveles similares que períodos anteriores y a abril-2019 se ubican en 117 días. Este incremento (91 días a abril-2018) corresponde al financiamiento que efectúa el emisor con sus proveedores internacionales. Se proyecta un

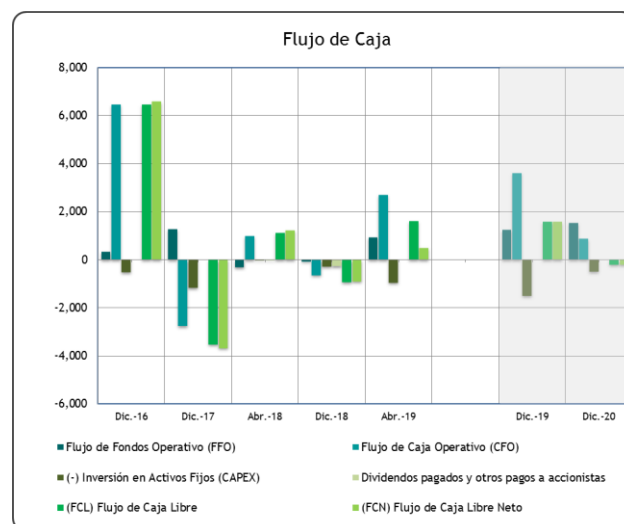
promedio de 110 días a futuro.

De ahí que la variación de capital de trabajo fue positiva en el orden de USD 1.8MM, y su Flujo de Caja Operativo (CFO) alcance los USD 2.7MM.

La proyección para diciembre-2019 generaría un FFO positivo de USD 1.2MM. Bajo las premisas utilizadas, el CFO podría llegar a fin de año hasta USD 3.6 millones.

En los dos últimos años la empresa invirtió en promedio USD 727M anualmente, para la mejora de su capacidad instalada a través de la adquisición de máquinas de apoyo. A abril-2019 la inversión de CAPEX es de aproximadamente de USD950M y se proyectan inversiones en el año por hasta USD1.5MM. Para el año 2020 las inversiones de capital alcanzarían únicamente los USD500M. Cabe mencionar que dependiendo de los proyectos en los que incurriere la compañía, las necesidades de inversión podrían incrementar a lo largo del año.

Gráfico 9



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR

A abril-2019, CONDUIT no ha efectuado pagos de dividendos y no se esperan desembolsos para los siguientes períodos. Se estima que el flujo de caja libre (FCL) alcance USD1.6MM a diciembre-2019.

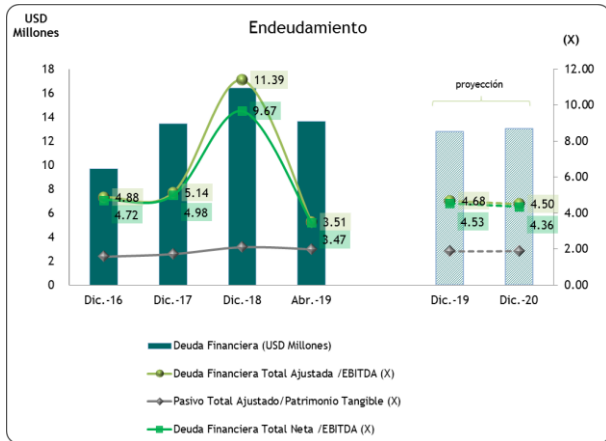
Las condiciones de ventas y margen bruto permiten que a diciembre-2019 la compañía alcance un flujo de caja libre neto positivo. Sin embargo, al 2020 se estima que el flujo volverá a ser negativo debido a las necesidades de inversión de activos fijos y capital de trabajo. Sin embargo, este escenario podría verse afectado si la compañía alcanza un crecimiento de ventas superior al estimado.

A continuación se presentan los principales indicadores de endeudamiento. Si bien la compañía se mantiene con un nivel de endeudamiento sobre generación superior al promedio de su rango de calificación, se evidencia

una fuerte recuperación a partir de diciembre-2018, pues a la fecha de corte el índice de endeudamiento se ubica por debajo de las 4 veces.

Sin embargo, por las necesidades de inversión y de capital de trabajo, se estima que este indicador se mantenga en alrededor de las 4.7 veces a diciembre-2019 y vaya disminuyendo en el tiempo.

**Gráfico 10**



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

En el año 2017 el índice de endeudamiento de CONDUIT alcanzó las 5.14 veces, como consecuencia de la contracción de la generación operativa y el requerimiento de nueva deuda por USD 3.8MM para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas.

El indicador de Deuda Financiera Total / EBITDA llegó a su pico anual en 2018, año en el que la deuda financiera ajustada representó 11.39 veces el EBITDA. Sin embargo, a abril-2019 existe una recuperación importante y el indicador de endeudamiento se ubica en las 3.5 veces, debido a una mayor generación. Para 2019 y 2020, hemos proyectado que la relación antes indicada baje a 4.68 y 4.50 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

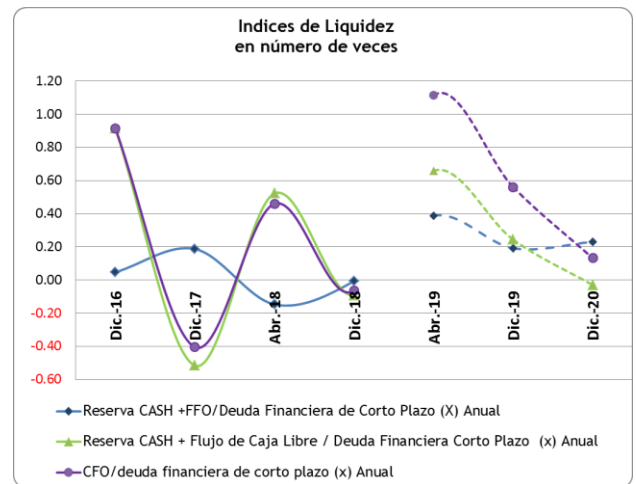
económico.

**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. A abril-2019 existe una liberación de inventario que permite mejores indicadores.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada con acreedores bancarios nacionales. Actualmente CONDUIT DEL ECUADOR S.A. registra el 53% (49% en abr-2018) de su deuda en plazos inferiores a un año. El 47% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 5 años.

**Gráfico 11**



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	Abr-19
Activo Líquido (USD M)	168
Activo Ajustado (USD M)	38,912
Activo Total (USD M)	40,761

Abr-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,526	2,526	15.40
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	13,623.16	16,150	2.41
3era	Deuda sin garantía específica de balance	9,738.22	25,888	1.50
<b>TOTAL</b>		<b>25,888</b>	<b>25,888</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 1.5 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 1.2 millones de dólares, que de acuerdo al emisor sería cobrada hasta finalizar el año 2019.

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 previsibles 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:

Mes	Activo corriente	Pasivo Corriente	Liquidez
<b>Nov-18</b>	24,342	14,338	1.70
<b>Dic-18</b>	28,738	20,508	1.40
<b>Ene-19</b>	25,415	17,077	1.49
<b>Feb-19</b>	23,482	15,316	1.53
<b>Mar-19</b>	24,567	16,676	1.47
<b>Abr-19</b>	25,374	17,339	1.46
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.51</b>

## RESGUARDOS

### Resguardos Programa de Papel Comercial

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

- 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 en niveles mayores o iguales a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia 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-16	Abr-17	Dic-17	Abr-18	Dic-18	Abr-19	Dic-19	Dic-20
Caja y Equivalentes de Caja	314	319	406	1,246	2,488	168	400	400
Cuentas por Cobrar Comerciales	5,053	5,506	5,009	5,994	4,502	4,577	4,895	5,145
Inventarios	12,857	11,065	16,217	12,605	17,606	15,995	16,305	17,119
Activos fijos	14,136	14,395	15,056	14,968	14,815	15,387	15,834	15,852
Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Activos	34,315	33,599	39,783	37,937	43,553	40,761	40,489	41,572
Cuentas por Pagar Proveedores	7,403	6,534	7,843	7,137	9,558	9,656	10,022	10,520
Deuda Financiera Total	9,698	8,636	13,457	13,073	16,438	13,623	12,785	12,988
Deuda Financiera Corto Plazo	7,066	4,908	6,809	11,234	10,085	12,105	6,432	6,635
Deuda Financiera Largo Plazo	2,631	3,728	6,649	6,649	6,353	6,353	6,353	6,353
Otros Pasivos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos	20,298	18,358	24,606	23,436	28,968	25,888	25,865	26,653
Patrimonio	14,018	15,241	15,177	14,501	14,586	14,872	14,624	14,919
Resumen de Resultados	Dic-16	Abr-17	Dic-17	Abr-18	Dic-18	Abr-19	Dic-19	Dic-20
Ventas	28,263	11,103	34,332	11,000	35,743	12,042	39,129	41,085
Costo de ventas	-22,168	-8,124	-27,397	-9,402	-29,966	-9,916	-32,801	-34,430
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-4,628	-1,594	-5,040	-1,789	-4,989	-1,486	-4,340	-4,514
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,467	1,386	1,895	-190	789	641	1,988	2,142
Gasto Financiero del período	-1,322	-294	-981	-384	-1,202	-354	-1,169	-1,031
Impuestos a la renta	-335	0	-364	0	-308	0	-330	-330
UTILIDAD NETA	253	1,223	1,159	-406	-321	287	38	295
Resumen Flujo de Caja	Dic-16	Abr-17	Dic-17	Abr-18	Dic-18	Abr-19	Dic-19	Dic-20
EBITDA OPERATIVO	1,988	1,608	2,619	68	1,443	1,294	2,732	2,889
(-) Gasto Financiero del período	-1,322	-294	-981	-384	-1,202	-354	-1,169	-1,031
(-) Impuesto a la renta del período	-335	0	-364	0	-308	0	-330	-330
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	331	1,314	1,274	-316	-67	940	1,233	1,528
(-) Variación Capital de Trabajo	6,121	96	-4,033	1,302	-575	1,762	2,373	-657
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6,453	1,410	-2,759	986	-642	2,702	3,606	871
(+/-) Flujo de caja no operativo	545	131	426	167	230	-2	-451	-486
(+ Ingresos no operativos que impliquen flujo	576	131	659	169	233	0	240	240
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-8	0	0	0	-12	0	-691	-726
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-23	0	-233	-2	9	-2	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	0	0	-2	-270	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-525	-388	-1,170	-25	-283	-950	-1,500	-500
(-) Inversión en activos intangibles	-19	-6	-15	-7	30	-152	-89	-89
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6,455	1,148	-3,519	1,119	-936	1,597	1,566	-204
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-6,486	-1,062	3,760	-384	2,981	-2,815	-3,654	204
OTRAS INVERSIONES NETO	112	-81	-148	105	37	-1,102	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	81	5	93	839	2,081	-2,320	-2,088	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	233	314	314	406	406	2,488	2,488	400
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	6,566	1,067	-3,667	1,223	-900	495	1,566	-204
Indicadores	Dic-16	Abr-17	Dic-17	Abr-18	Dic-18	Abr-19	Dic-19	Dic-20
Patrimonio Tangible	12,909	14,721	14,306	13,664	13,791	13,024	13,844	14,154
% crecimiento en ventas	-5.83%	-60.72%	21.47%	-0.93%	4.11%	9.47%	9.47%	5.00%
MARGEN EBIT (%)	5.19%	12.48%	5.52%	-1.73%	2.21%	5.32%	5.08%	5.21%
MARGEN EBITDA (%)	0.07	0.14	0.08	0.01	0.04	0.11	0.07	0.07
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.25	5.47	2.30	0.18	0.94	3.65	2.06	2.48
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.50	5.47	2.67	0.18	1.20	3.65	2.34	2.80
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.50	5.47	2.67	0.18	1.20	3.65	2.34	2.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad financiera	4.88	1.79	5.14	64.00	11.39	3.51	4.68	4.50
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual- flexibilidad financiera	4.72	1.72	4.98	57.90	9.67	3.47	4.53	4.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	40.89%	36.17%	47.00%	47.41%	52.99%	47.81%	46.64%	46.54%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.05	0.80	0.19	-0.15	-0.01	0.39	0.19	0.23
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.91	0.86	-0.41	0.46	-0.06	1.11	0.56	0.13
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.91	0.70	-0.52	0.52	-0.09	0.66	0.24	-0.03
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.93	0.65	-0.54	0.57	-0.09	0.20	0.24	-0.03



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 2019.