

Ecuador  
Papel Comercial  
Cuarto seguimiento

## CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
1er Programa Papel Comercial	AA-	NA	NR

**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)	Oct-18	Dic-18	Oct-19
Activos	38.7	43.6	42.0
Ventas	30.4	35.7	29.5
Margen EBITDA (%)	4.74%	4.04%	5.77%
ROE (%) *	1.42%	-2.76%	4.57%
Deuda / capitalización (%)	51.59%	52.99%	55.06%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.09	-0.06	-0.09
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.08	-0.09	-0.16
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	9.30	11.39	9.10
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	30.64	-246.51	28.02

\* Indicador anualizado para oct-2018 y oct-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 con relación a la generación:** A pesar de que la generación operativa incrementó significativamente a la fecha de corte, el endeudamiento se acercaría a las 4.3 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	5,999,000
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

La estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario, que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del Estado y dispararía ajustes violentos con costos sociales y económicos más altos. En el escenario de incumplimiento de

los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público, que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. Entre octubre y diciembre se espera la desvinculación de 10 mil personas, según el ministro de Economía, Richard Martínez.<sup>1</sup>

El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó inicialmente una disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales), lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

En octubre-2019, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019. Frente a esta situación, el Ejecutivo envió una propuesta de reforma tributaria urgente que fue rechazada, pero consiguió la aprobación en diciembre de una segunda propuesta.

El indicador de riesgo país ha registrado una fuerte volatilidad en los últimos meses debido a lo indicado anteriormente, aunque luego del trámite favorable de la última reforma y el posterior anuncio del FMI del acuerdo sobre la segunda y

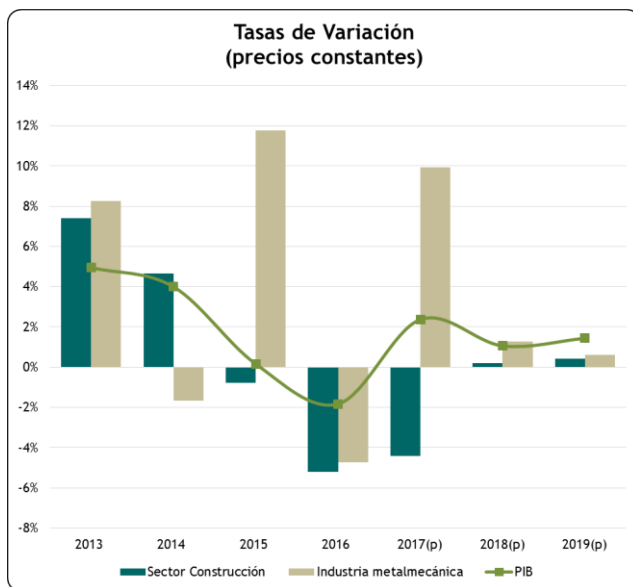
<sup>1</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/burocratas-despidos-servicio-publico-gobierno/>

tercera revisión del programa económico, está tendiendo a disminuir nuevamente.

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados se acercará al 0.6% de crecimiento 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>2</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.

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 con la subpartida arancelaria que le corresponda.

Por otra parte, el Ministerio de Comercio Exterior e Inversiones anunció en septiembre-2019 que a finales del año se firmaría un acuerdo comercial con Chile y México<sup>3</sup>. Este acuerdo alertó a la industria metal mecánica y manufacturera, especialmente debido a una desventaja competitiva frente a los países con quienes se realiza el acuerdo.

El sector de la construcción registró una tendencia a decrecer desde el año 2015 hasta el 2017. En 2018, se observó una ligera recuperación de 0.62% y según las previsiones para el 2019, se espera que el sector de la construcción presente un crecimiento interanual de 0.7%.

Este sector representa el 8.6% del PIB ecuatoriano y ocupa el quinto lugar entre las industrias más representativas del país.

El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas.

<sup>2</sup> <http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>

<sup>3</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/acuerdo-comercial-mexico-ecuador>

Las perspectivas de reactivación del sector son limitadas dado el bajo crecimiento económico esperado y el decrecimiento del número de trabajadores que cuenta con un empleo adecuado. Además, una caída de la liquidez de la economía podría presionar el financiamiento para el sector y sus perspectivas de crecimiento en el mediano plazo.

El Gobierno junto al BIESS anunció en agosto-2019 las nuevas condiciones de los préstamos hipotecarios que pretenden garantizar el derecho de los ecuatorianos a acceder a una vivienda digna.

La perspectiva de crecimiento del sector hipotecario del país es conservadora en el corto plazo. Si bien existe un impulso relativo desde el Gobierno, este sector está estrechamente relacionado a la disponibilidad de liquidez y al comportamiento de la macroeconomía.

**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 y 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 juntas 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.

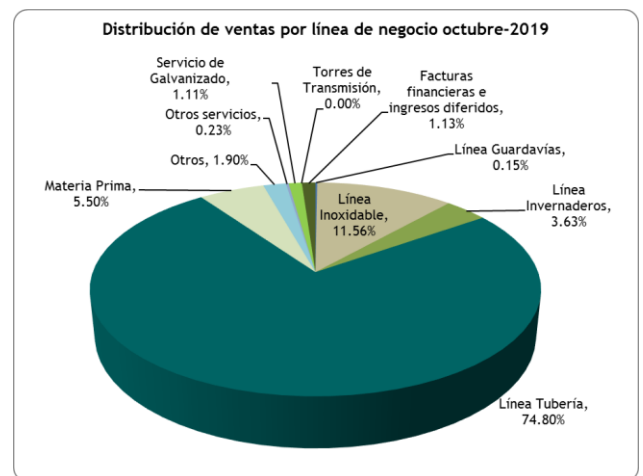
Dentro de la estructura departamental de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. colaboran 51 personas entre gerencias, directivos, administrativos, técnicos y operarios a octubre-2019. Adicionalmente la Compañía cuenta con 106 obreros.

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 a diciembre-2018 reflejan estos egresos no recurrentes, lo que evidencia una mejora en el peso del gasto a octubre-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 octubre-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 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 19.64% de las ventas totales se las realiza a Colombia, Perú, Chile, Nicaragua y Costa Rica. La disminución en las exportaciones se ocasionó principalmente a consecuencia del paro nacional en el mes de octubre. 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 67%, por lo cual CONDUIT DEL ECUADOR S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

Finalmente cabe 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**

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 2018 elaborado por Ernst & Young, mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

**Gráfico 3**



Fuente: CONDUIT S.A.  
Elaboración: BWR con información a octubre-2019  
Información Kubic a diciembre-2018

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 octubre-2019, el patrimonio de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es de USD 15.15MM, y de este el 52% corresponde a capital social.

A la misma fecha, la deuda financiera representa el 55.1% de la capitalización<sup>4</sup> de la Compañía.

Históricamente los accionistas han apoyado a la

<sup>4</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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. 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 fortalece el control de la producción y comercialización de sus productos, así como para la gestión de recursos humanos.

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 octubre-2019 de CONDUIT.

Hemos recibido de parte del emisor la actualización de las proyecciones de los principales componentes 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 octubre-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, (actualmente se encuentra en 19.6%).

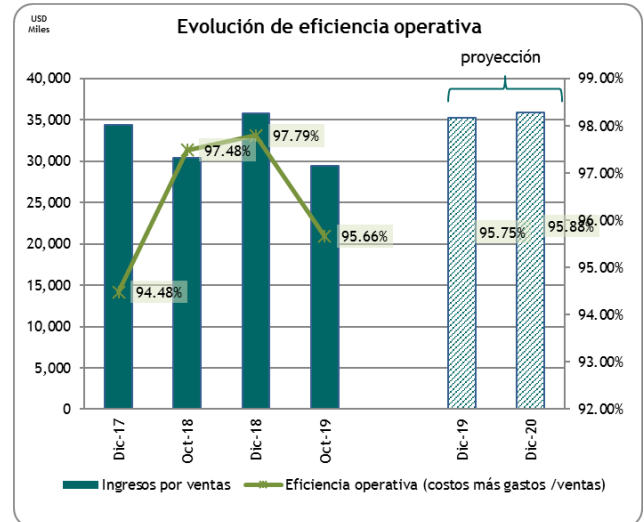
El margen de compañía se encuentra directamente relacionado con el precio del acero. El *commodity* es sensible a la presión ejercida por los gobiernos de China y Estados Unidos, por lo que a partir de las declaraciones de la cumbre G20, en la que Trump acordó no subir el arancel sobre una parte de las importaciones de China, el precio ha ido disminuyendo paulatinamente y a la fecha de corte se encuentra estable.

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 proteger 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.

A pesar de que a abril-2019 la compañía contaba con un importante crecimiento de los ingresos, a la

fecha de corte presenta una caída del 3%, excluyendo los ingresos no operativos, principalmente ocasionada por mayor presión de la competencia y un menor nivel de exportaciones, en parte causado por el paro nacional del mes de octubre. Por otro lado, el margen bruto se mantiene estable y se ubica en 17% (16.14% a octubre-2018). Se prevé que el margen de la compañía se ubique en alrededor del 17% al cierre del 2019 y 2020.

**Gráfico 4**



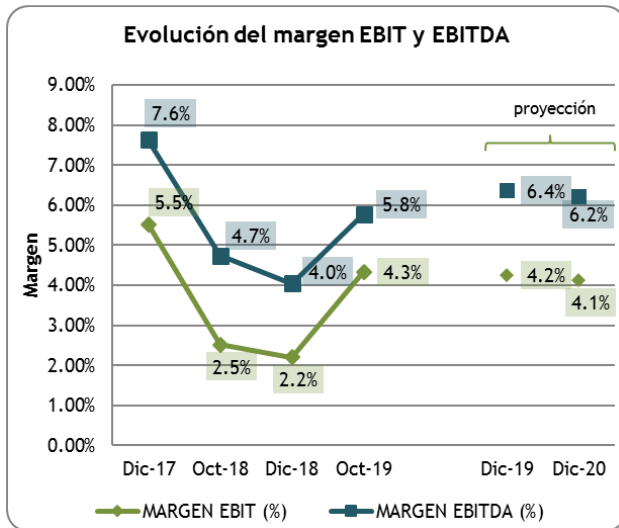
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Si bien los ingresos se reducen, la mejora del margen y un importante control de los gastos contrarrestan este hecho, lo que permite que la suma de costos y gastos (eficiencia operativa) alcance el 95.66% a octubre-2019 (97.79% en diciembre-2018). Se espera que esta eficiencia se ubique en 95.8% para el 2019 y en 95.9% para el 2020.

Lo mencionado anteriormente permitió que la compañía obtenga mejores márgenes de EBIT y EBITDA a la fecha de corte y se prevé que estos se mantengan en niveles similares en los siguientes períodos, por encima de diciembre-2018, en especial gracias al control de gastos a lo largo del año 2019.

Se espera que CONDUIT S.A. recupere una porción de las ventas en el último trimestre del año, lo que resultaría en un decrecimiento anual esperado del 1.5% para el 2019. A pesar de que la empresa estima un crecimiento de al menos cinco puntos porcentuales para el año 2020, nuestra proyección utiliza un escenario más conservador de 2%, debido a la presión macroeconómica esperada y actual incertidumbre. Este crecimiento se justificaría por los proyectos inmobiliarios locales y expectativas de incremento de las exportaciones por parte de la compañía.

Gráfico 5



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

La utilidad neta de CONDUIT a octubre-2019 es de USD 566M, superior a la registrada en octubre-2019 (USD 179M), en especial gracias a las estrategias de reducción de la carga del gasto operativo y mejores procesos de la planta de galvanizado. Si bien estos valores no incluyen la provisión del impuesto a la renta y participación de trabajadores, esperamos que el emisor logre cerrar el año con un resultado positivo.

Se debe indicar que en los últimos años la carga tributaria por impuesto a la renta es elevada porque legalmente el anticipo de impuesto a la renta se convertía en el impuesto mínimo, aun cuando la empresa mantenga menores ingresos. Así mismo, se debe tomar en cuenta que CONDUIT tiene 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.

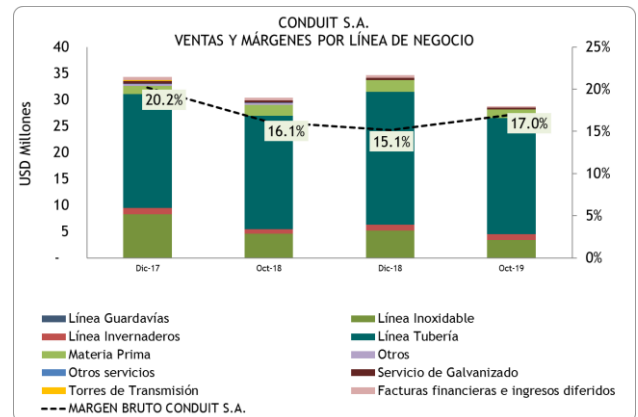
La línea de tubería es la más importante para la compañía, pues tiene una representación del 74.8% dentro del mix de ventas y obtuvo un crecimiento del 2.46%.

Por otra parte, la línea de negocio con la caída más significativa en ventas fue la de inoxidable, pues disminuyó en un 25.19% y representa el 11.56% del total de ventas de la compañía.

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.

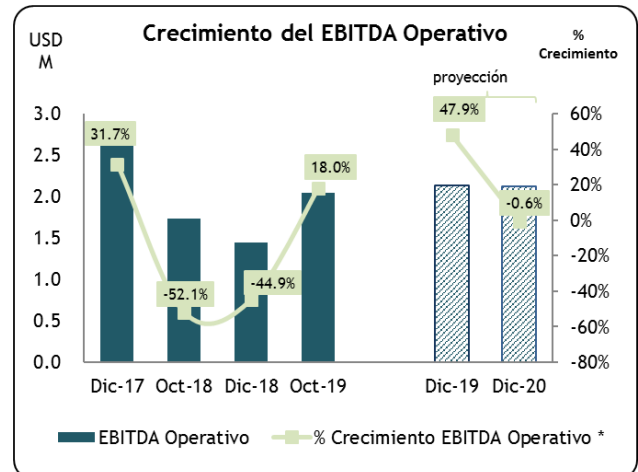
Gráfico 6



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

A la fecha de corte, la línea menos rentable es la de guardavías, seguida por la de materia prima. Sin embargo, los importantes márgenes de las dos líneas principales (tubería 18.70% e inoxidable 25.39%) permiten que el margen bruto ascienda a 17%. El crecimiento del margen bruto contribuyó a mejores resultados en octubre-2019. La distribución de las ventas mantiene una composición similar.

Gráfico 7



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

A octubre-2019 el EBITDA anualizado de la compañía se establece en USD 2.04MM (USD 1.44MM a diciembre-2018) y se espera que al cierre del año 2019 y 2020 sea de alrededor de USD 2.1MM.

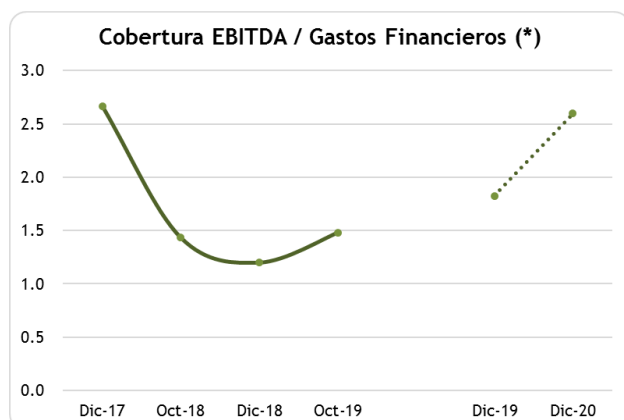
Si bien el EBITDA presenta un crecimiento significativo frente al año 2018, esto se debe a que existen movimientos en el gasto operativo del primer semestre de 2018 por salida de personal, que no son recurrentes.

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 la empresa se encuentra en proceso de implementación de eficiencias operativas. Así, el peso del egreso operativo, dada la disminución en ventas, alcanzaría el 12.75% al cierre del 2019.

Por otra parte, 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.

Gráfico 8



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

A octubre-2019 la cobertura del EBITDA para el gasto financiero es de 1.5 veces, debido a un incremento en deuda en términos absolutos y una menor generación. Se esperaría que esta tendencia continúe al cierre del año y que con el pago de la deuda correspondiente, la cobertura incremente a 2.7 veces para el 2020.

### Estructura del Balance

#### ACTIVOS

Cuenta	Dic-17	Oct-18	Dic-18	Oct-19
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>66%</b>	<b>63%</b>
Fondos Disponibles	1%	1%	6%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	13%	13%	10%	11%
Inventarios Neto	41%	29%	40%	34%
Otras cuentas por cobrar	0%	9%	0%	7%
Gastos anticipados	7%	10%	9%	10%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	<b>34%</b>	<b>37%</b>
Propiedad, planta y equipo	25%	25%	23%	25%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	12%	12%	11%	11%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-17	Oct-18	Dic-18	Oct-19
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>40%</b>	<b>38%</b>	<b>47%</b>	<b>38%</b>
Deuda Financiera CP	17%	24%	23%	23%
Deuda Comercial	20%	13%	22%	12%
Otros Pasivos CP	3%	1%	2%	2%
<b>Total Pasivo LP</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>26%</b>
Deuda Financiera LP	17%	17%	15%	21%
Otros pasivos LP	6%	6%	5%	5%
<b>PATRIMONIO</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>

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

#### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

La generación operativa, medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) a octubre-2019 fue de USD 552M, lo cual supera ampliamente al año 2018.

A la fecha de corte, el principal requerimiento de capital de trabajo proviene de la reducción de cuentas por pagar a proveedores, que se encuentra compensado en parte por un menor inventario.

En lo que respecta al inventario, actualmente se tienen 177 días (135 días a octubre-2018 y 213 días a diciembre-2018), la liberación se ha dado principalmente por eficiencia en uso de los recursos por parte de la compañía. Se espera que dicha liberación continúe hasta finales del año, por lo que se proyectan 150 días para 2019 y 170 días para 2020.

Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía tienen un período de rotación de 64 días a octubre-2019. Sin embargo, debido a que esta rotación responde al ciclo del negocio, se espera que el año cierre con alrededor de 110 días.

Cabe mencionar que, tras el paro nacional del mes de octubre, algunos clientes solicitaron ampliación de plazos. CONDUIT ha analizado estos casos; sin embargo, no se espera mayor ampliación en el período de cobro, por lo que se proyectan 46 días para 2019 y 2020. El emisor manifiesta que las exportaciones han sido beneficiosas para sus períodos de cobro, pues se manejan anticipos de los proyectos y este indicador podría mejorar a medida que incremente el porcentaje de exportaciones.

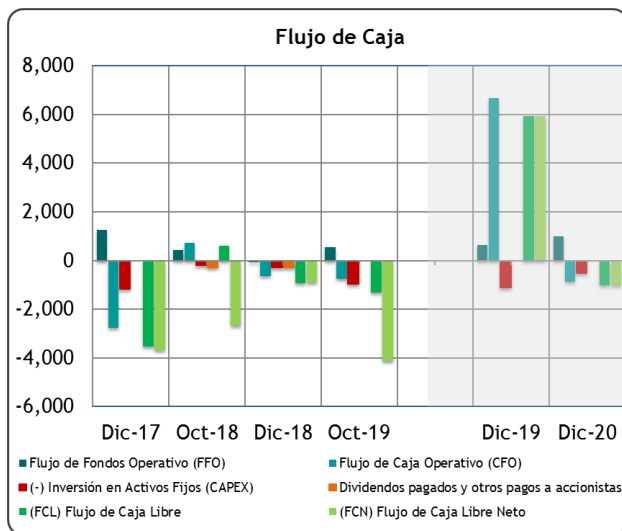
Tomando en consideración los requerimientos mencionados, la variación de capital de trabajo fue de USD-1.3 MM, lo que ocasiona que el Flujo de Caja Operativo (CFO) se vuelva negativo en USD 748M.

La proyección para diciembre-2019 considera un FFO positivo de USD 651M. Además, debido a la recuperación del impuesto a la renta e ISD que espera la compañía por la negociación de sus notas de crédito y la estabilización de las cuentas de

proveedores, se esperaría que el CFO al cierre del año llegue a USD 6.69MM.

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 octubre-2019 la inversión de CAPEX es de aproximadamente de USD 964M y se proyectan inversiones en el año por hasta USD 1.1MM. Para el año 2020 las inversiones de capital alcanzarían únicamente los USD 400M. Cabe mencionar que dependiendo de los proyectos en los que incurse la compañía, las necesidades de inversión podrían incrementar para el siguiente año.

Gráfico 9



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

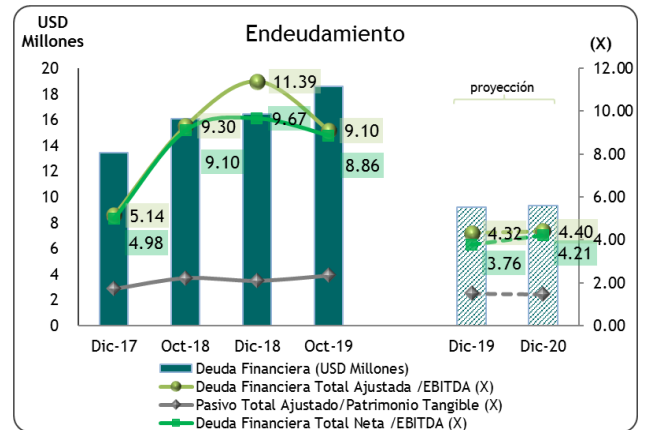
A octubre-2019, CONDUIT no ha efectuado pagos de dividendos y no se esperan desembolsos para los siguientes periodos. Se estima que el Flujo de Caja Libre (FCL) alcance USD5.9MM a diciembre-2019.

Esperamos que las condiciones de reducción de gastos e incremento de margen bruto, así como la liberación de capital de trabajo permitan que a diciembre-2019 la compañía alcance un flujo de caja libre neto positivo. Por otra parte, el 2020 tendría un FCL negativo por alrededor de USD 866M, en consideración de mayores necesidades de capital de trabajo por incrementos en inventario a niveles habituales.

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 ligera recuperación a partir de diciembre-2018, pues a la fecha de corte el índice de endeudamiento se ubica en 9.10 veces (11.39 veces en diciembre-2018).

En función de la generación esperada, y siempre que la empresa utilice el flujo disponible para el pago de deuda financiera, el índice de endeudamiento podría disminuir hasta 4.3 veces al finalizar el año y alcanzar las 4.4 veces en el 2020.

Gráfico 10



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

A continuación, se presenta la estructura de la deuda financiera actual:

AÑO	MONTO
2019	7,587
2020	2,335
2021	1,987
2022	3,631
2023	3,022
<b>TOTAL</b>	<b>18,561</b>

Si bien el emisor mantiene un nivel de deuda importante en relación con su generación, dentro de la metodología utilizada se considera que para el análisis de las empresas que son cíclicas a la economía se debe considerar su comportamiento promedio a través del ciclo económico.

### Capacidad de Pago y Liquidez

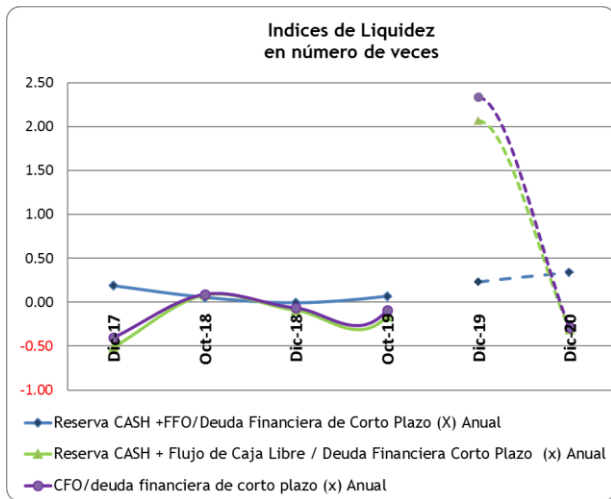
Como se observa en los últimos años, los requerimientos de liquidez de CONDUIT están altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada periodo.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada con acreedores bancarios nacionales. La Compañía ha planteado la reestructuración de su deuda, orientándose más al largo plazo, por lo que actualmente el 52.49% se encuentra en el corto plazo y el 47.51% en el largo plazo. CONDUIT al momento no tiene planificada la emisión de nueva deuda.

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 adicional.

Gráfico 11



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

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

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

Fecha de corte	Oct-19
Activo Ajustado (USD M)	38,266
Activo Total (USD M)	41,977

Oct-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,511	2,511	15.24
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	12,657	15,168	2.52
3era	Deuda sin garantía específica de balance	11,658	26,825	1.43
TOTAL		26,825	26,825	1.43

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 1.43 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 2.98 millones de dólares, que de acuerdo con el 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 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 59% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 41% 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 corriente
May-19	26,556,892	17,759,641	1.50
Jun-19	26,493,703	17,577,953	1.51
Jul-19	25,154,146	16,173,817	1.56
Ago-19	24,790,514	14,321,638	1.73
Sept-19	24,987,111	14,440,602	1.73
Oct-19	26,566,857	15,826,536	1.68
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.62</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. A la fecha de corte este indicador es de 1.01.

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 con la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y de Guayaquil (BVG), el papel ha tenido la siguiente presencia bursátil a la fecha de este informe:

Fecha	# Transacciones	Monto Negociado	Presencia Bursátil
May-19	0	0	0.00%
Jun-19	1	376,000	5.00%
Jul-19	0	0	0.00%
Ago-19	0	0	0.00%
Sept-19	0	0	0.00%
Oct-19	5	3,123,000	13.64%



CONDUIT DEL ECUADOR S.A.								PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	Dic-16	Oct-17	Dic-17	Oct-18	Dic-18	Oct-19	Dic-19	Dic-20	
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	314	247	406	344	2,488	491	1,200	400	
Cuentas por Cobrar Comerciales	5,053	4,451	5,009	4,852	4,502	4,410	4,394	4,484	
Inventarios	12,857	14,528	16,217	11,382	17,606	14,357	12,080	13,980	
Activos fijos	14,136	14,882	15,056	14,908	14,815	15,410	15,538	15,561	
Otros activos	1,956	3,643	3,095	7,260	4,143	7,310	3,055	3,055	
<b>Total Activos</b>	<b>34,315</b>	<b>37,751</b>	<b>39,783</b>	<b>38,746</b>	<b>43,553</b>	<b>41,977</b>	<b>36,267</b>	<b>37,479</b>	
Cuentas por Pagar Proveedores	7,403	5,019	7,843	4,879	9,558	5,177	8,929	9,107	
Deuda Financiera Total	9,698	13,481	13,457	16,077	16,438	18,561	9,219	9,339	
Deuda Financiera Corto Plazo	7,066	5,433	6,809	9,402	10,085	9,743	2,866	2,986	
Deuda Financiera Largo Plazo	2,631	8,048	6,649	6,675	6,353	8,818	6,353	6,353	
Otros Pasivos	3,197	3,202	3,306	2,704	2,971	3,087	3,088	3,204	
<b>Total Pasivos</b>	<b>20,298</b>	<b>21,703</b>	<b>24,606</b>	<b>23,661</b>	<b>28,968</b>	<b>26,825</b>	<b>21,236</b>	<b>21,651</b>	
Patrimonio	14,018	16,047	15,177	15,085	14,586	15,152	15,032	15,828	
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	28,263	28,631	34,332	30,371	35,743	29,463	35,207	35,911	
Costo de ventas	-22,168	-22,208	-27,397	-25,469	-29,966	-24,455	-29,222	-29,806	
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	
Egresos Operativos	-4,628	-3,957	-5,040	-4,138	-4,989	-3,730	-4,490	-4,625	
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>1,467</b>	<b>2,467</b>	<b>1,895</b>	<b>764</b>	<b>789</b>	<b>1,278</b>	<b>1,495</b>	<b>1,480</b>	
Resultado No Operativo	568	346	659	418	221	435	435	435	
Gasto Financiero del período	-1,322	-783	-981	-1,003	-1,202	-1,147	-1,155	-789	
Impuestos a la renta e impuesto diferido	-332	0	-339	0	-218	0	-330	-330	
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>382</b>	<b>2,030</b>	<b>1,233</b>	<b>179</b>	<b>-410</b>	<b>566</b>	<b>446</b>	<b>797</b>	
Otros Resultados Integrales	-129	0	-74	0	90	0	0	0	
<b>Resultado Integral</b>	<b>253</b>	<b>2,030</b>	<b>1,159</b>	<b>179</b>	<b>-321</b>	<b>566</b>	<b>446</b>	<b>797</b>	
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>1,988</b>	<b>3,007</b>	<b>2,619</b>	<b>1,440</b>	<b>1,443</b>	<b>1,699</b>	<b>2,135</b>	<b>2,123</b>	
(-) Gasto Financiero del período	-1,322	-783	-981	-1,003	-1,202	-1,147	-1,155	-789	
(-) 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	2,224	1,274	437	-67	552	651	1,004	
(-) Variación Capital de Trabajo	6,121	-5,211	-4,033	277	-575	-1,300	6,035	-1,871	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6,453	-2,986	-2,759	714	-642	-748	6,685	-866	
(+/-) Flujo de caja no operativo	545	346	426	418	230	435	435	435	
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	576	346	659	418	233	435	435	435	
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-8	0	0	0	-12	0	0	0	
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-23	0	-233	0	9	0	0	0	
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	0	0	-270	-270	0	0	0	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-525	-337	-1,170	-196	-283	-964	-1,100	-400	
(-) Inversión en activos intangibles	-19	-9	-15	-47	30	-42	-89	-89	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6,455	-2,986	-3,519	619	-936	-1,319	5,931	-920	
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>-6,486</b>	<b>3,784</b>	<b>3,760</b>	<b>2,620</b>	<b>2,981</b>	<b>2,123</b>	<b>-7,219</b>	<b>120</b>	
OTRAS INVERSIONES NETO	112	-865	-148	-3,301	37	-2,801	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	-67	93	-62	2,081	-1,997	-1,288	-800	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	233	314	314	406	406	2,488	2,488	1,200	
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	6,566	-3,851	-3,667	-2,682	-900	-4,120	5,931	-920	
<b>Indicadores</b>									
Patrimonio Tangible	12,909	15,235	14,306	10,646	13,791	11,441	14,147	14,855	
% crecimiento en ventas	-5.83%	21.40%	21.47%	6.08%	4.11%	-2.99%	-1.50%	2.00%	
MARGEN EBIT (%)	5.19%	8.61%	5.52%	2.52%	2.21%	4.34%	4.25%	4.12%	
MARGEN EBITDA (%)	0.07	0.11	0.08	0.05	0.04	0.06	0.06	0.06	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.25	3.84	2.30	1.44	0.94	1.48	1.56	2.27	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	1.50	3.84	2.67	1.44	1.20	1.48	1.85	2.69	
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.50	3.84	2.67	1.44	1.20	1.48	1.85	2.69	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.88	3.74	5.14	9.30	11.39	9.10	4.32	4.40	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.72	3.67	4.98	9.10	9.67	8.86	3.76	4.21	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	40.89%	45.66%	47.00%	51.59%	52.99%	55.06%	38.02%	37.11%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.05	0.49	0.19	0.06	-0.01	0.07	0.23	0.34	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.91	-0.66	-0.41	0.09	-0.06	-0.09	2.33	-0.29	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.91	-0.66	-0.52	0.08	-0.09	-0.16	2.07	-0.31	
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	0.93	-0.85	-0.54	-0.34	-0.09	-0.51	2.07	-0.31	



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.