

Ecuador
Emisión de obligaciones

KUBIEC S.A.

Primer Seguimiento

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
Primera emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AA-	AA

Perspectiva: Negativa

Definición de la calificación:

AA: 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.

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 evaluación 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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-20	dic-21	dic-22
Activos	112.7	201.9	180.3
Ventas	75.0	130.1	152.7
Margen EBITDA (%)	5.63%	11.74%	3.11%
ROE (%)	-3.52%	11.63%	-3.74%
Deuda / capitalización (%)	52.83%	57.72%	56.91%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.31	-0.51	0.38
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.23	-0.55	0.29
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	10.05	5.36	15.71
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	-1,234.41	9.07	-58.05

Fuente: EEFF KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Francisco Vargas
(5932) 226 9767; Ext. 113
fvargas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió disminuir la calificación de AA a AA- con perspectiva negativa a la **Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de KUBIEC S.A.** La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros.

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: KUBIEC S.A. es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías; mantiene una adecuada diversificación por líneas de negocio. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital y certificaciones que avalen la calidad de sus productos.

Generación operativa volátil, influenciada por factores externos: El desempeño operativo de KUBIEC se encuentra correlacionado con el precio del acero, que genera volatilidad en su margen bruto. En 2021 se apreció una recuperación importante de los ingresos, el margen bruto y la eficiencia operativa. Sin embargo, a la fecha de corte existe un impacto muy significativo en el margen bruto y ventas por factores exógenos a la operación de la compañía, como el paro nacional de junio-2022 y la reducción del precio del acero. Se espera que en 2023 el margen bruto tienda a recuperarse al haberse liquidado el inventario de alto costo y adquirido materia prima a precio de mercado (menor costo), sin embargo, existe incertidumbre acerca de las variaciones del precio en el corto y mediano plazo.

Endeudamiento significativo en relación con la generación: En 2022 se aprecia una reducción importante de su margen bruto, que se refleja en una pérdida del ejercicio y una caída del EBITDA operativo. Como resultado, se evidencia un deterioro importante de los indicadores de cobertura del endeudamiento y los gastos financieros. Por otro lado, se considera positivo que el 56% de la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo.

Liquidez fluctuante, en función del ciclo económico del negocio: En 2022 el emisor pudo obtener un flujo de caja libre positivo gracias a una importante liberación de inventario acumulado el año precedente; sin embargo, este fue menor al esperado inicialmente, debido principalmente a la caída del margen bruto. En los próximos años se espera que el flujo operativo muestre una tendencia a incrementarse y que la empresa pueda seguir generando flujos de caja libre que permitan disminuir la deuda financiera. El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga parcialmente por la imagen y la posición de la empresa en el mercado. Adicionalmente, el cambio de la estructura de la deuda hacia el largo plazo le brinda mayor flexibilidad financiera a la empresa.

La perspectiva de la calificación se cambia de estable a negativa, por la presencia sostenida de riesgos en el entorno operativo interno y externo, y posible incremento en la competencia dentro de líneas de negocio relevantes para la compañía. Estos factores en caso de presentarse de forma negativa podrían impedir que el emisor cumpla completamente con la recuperación esperada de su generación operativa y flexibilidad financiera en los siguientes años. La calificación podría verse afectada si es que los indicadores de endeudamiento no disminuyen en 2023 y 2024 de acuerdo con lo proyectado.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

I Emisión de Obligaciones				
Emisor	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.			
No. de Resolución	No. SCVS-IRQ-DRMV-2022-00002291			
Fecha de Aprobación SCVS	28 de marzo de 2022			
Clases	A	B	C	D
Monto colocado	9.500.000	9.500.000	500.000	500.000
Saldo	9.500.000	9.500.000	416.700	416.700
Fecha de emisión	4-abr.-22	7-abr.-22	8-abr.-22	20-abr.-22
Fecha Vencimiento	4-abr.-27	7-abr.-27	8-abr.-25	20-abr.-25
Plazo de la emisión	1.800	1.800	1.080	1.080
Periodicidad Pago de Capital	Clase A: Semestral con un año de gracia	Clase B: Semestral con un año de gracia	Clases C: Semestral	Clase D: Semestral
Periodicidad Pago de Interés	Trimestral (Cada 90 días)			
Tasa de interés	7,10%	7,10%	6,90%	6,90%
Forma de cálculo de interés	Base 30/360			
Garantía	General			
Tipo de emisión	Desmaterializada			
Objeto de la emisión	75% capital de trabajo y 25% inversiones			
Agente Estructurador	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.			
Agente Colocador	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE			
Rep. Obligacionistas	Bondholder Representative S.A.			

HECHOS RELEVANTES DE LA INSTITUCIÓN

- En julio-2021, se dio la fusión por absorción por parte de la compañía CUBIERTAS DEL ECUADOR KU-BIEC S.A., en calidad de absorbente, con la compañía CONDUIT DEL ECUADOR S.A., en calidad de absorbida.
- En julio-2022, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprueba el cambio de la denominación de la compañía de CUBIERTAS DEL ECUADOR KU-BIEC S.A. a KUBIEC S.A. De igual forma, se aprueba la reforma a los estatutos de la compañía que incluye la conformación del Directorio de la empresa.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia. El año 2020 fue extremadamente complejo para el país. Tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales la falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial

local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²), en condiciones adecuadas. Mientras que, durante los últimos meses del año, concretó líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. Esto es un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual.

Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino que se compone principalmente de deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga efectivo el acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa de 15% al menos considerando que el riesgo país según datos del BCE ha presentado una reducción desde su pico en octubre-2022 (1,945 vs. 1,181 a finales de ene-2023), con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%³.

El 19 de septiembre de 2022 se anunció el logro un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las

¹ Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fondo-monetario-prestar-millones-ecuador/>

amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.⁴

En el mes de septiembre también se evidenció un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021⁵. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios. A inicios de 2023 las tasas pasivas también han mostrado un crecimiento, subiendo el costo de fondeo para la banca y estrategias agresivas de captación (a enero de 2023 la tasa pasiva cerró con más de 1pp que en 2022). Por su parte, el BIESS ha anunciado que inyectará USD 4,900 millones en créditos a afiliados durante 2023, 3% más a lo presupuestado en 2022. De este monto, más del 82% sería destinado a créditos quirografarios (consumo). El Biess se posiciona como el competidor más fuerte para los sistemas financieros Privado y Popular y Solidario, ofreciendo tasas más bajas⁶.

Respecto con el mercado de valores ecuatoriano, el Gobierno espera concretar la emisión de Bonos Azules para financiar la ampliación de la reserva marina de Galápagos. Con esta emisión se recompraría parte de la deuda externa y el ahorro generado sería destinado a un fideicomiso para el financiamiento mencionado.⁷ Biess por su parte también espera invertir en el mercado de valores, con el monto anunciado más alto desde 2020, USD 1,500 millones. Esta cifra compara favorablemente con los USD 514 millones invertidos en 2022, se espera que el mercado se dinamice con esta inversión que, según informó la institución obedecerá a parámetros de riesgo, seguridad y rentabilidad⁸. Adicionalmente, el Gobierno ha anunciado una reducción de tributos (ICE y aranceles) que se espera impulse actividad económica, consumo e inversión y revertir efectos

negativos de la inflación⁹. La reducción de impuestos representaría un sacrificio fiscal de USD 590 millones en 2023 y 2024 según comunicados oficiales.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó durante septiembre, posteriormente se ha estabilizado en valores menores a USD 80; al 28 de febrero de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 75.51 dólares. El FMI prevé que el precio del crudo ecuatoriano llegaría a USD 63.8 por barril hasta 2027 y no sea mayor a los USD 75.3 desde 2023, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto¹⁰. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Por fuerza mayor, se anunció la suspensión de exportaciones de petróleo durante dos semanas a finales de febrero, lo que implica mayores importaciones de combustibles para satisfacer la demanda y un impacto negativo en los ingresos por exportaciones petroleras, por cada día de suspensión se deja de exportar 300mil barriles. La decisión viene como consecuencia (por tercera vez desde 2020) del riesgo de rotura por la erosión del SOTE; en 2020 el OCP, SOTE y Poliducto Shushufindi-Quito sufrieron ya una rotura¹¹.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la entró en vigor sin cambios a pesar de las observaciones realizadas por la Asamblea¹². Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para 2023 está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inyectara-millones-creditos-afiliados/>

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/>

⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inversion-mercado-valores/>

⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reduccion-impuestos-costo-presupuesto/>

¹⁰ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

¹¹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/>

¹² Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-2023-observaciones-asamblea/>

Petroecuador en 2022¹³), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la Conaie, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. En febrero de 2023 la Conaie declara su inconformidad con las mesas de dialogo, una movilización permanente y retirada del proceso de diálogo, además de la salida del presidente¹⁴. Nuevas movilizaciones tendrían un impacto negativo en la economía nacional, dispararía nuevamente la desconfianza de los mercados internacionales del país, además de incrementar la inestabilidad social y política.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo de 2022, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional. En octubre de 2022 alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,043 puntos hasta las elecciones seccionales en febrero de 2023. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones, el riesgo país ha mostrado una tendencia creciente desde el 7 de febrero, situándose sobre los 1,700 puntos a finales del mes. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings fue ratificada en B-/estable en agosto de 2022.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, y las denuncias de corrupción representa una dificultad para el Gobierno y limita el cumplimiento de las metas planteadas. Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). El segundo trimestre de 2022 señalaba un crecimiento interanual de 1.7%, que mostraba una ralentización de la economía. Al tercer trimestre las cifras son más alentadoras, con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país será 2.7%¹⁵ mayor en 2022, que incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las expectativas para 2023 son más optimistas, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021 y del tercer trimestre de 2021 y 2022, así como el esperado de 2022 y 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022 (p)	2023 (p)	2021.I	2022.III
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.69%	3.07%	-4.07%	3.19%
Exportaciones	-0.13%	5.55%	5.12%	-7.04%	0.11%
Importaciones	13.25%	9.29%	3.98%	-2.19%	-0.39%
Consumo final Hogares	10.22%	4.97%	3.19%	2.00%	3.84%
Consumo final Gobierno	-1.69%	-0.42%	-0.19%	-9.81%	2.05%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	6.76%	3.68%	-5.63%	0.99%

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre de 2022 fueron: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 fue del 1.1%; por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas se contraen en promedio 5.3%.

Durante el tercer trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o se han reducido.

En lo que respecta a la industria de manufactura, existió un crecimiento de 3.09% en 2021 según cifras del Banco Central del Ecuador, sin embargo, la caída de 5.71% del año 2020 aún deja USD 235MM por recuperar para llegar a niveles de producción del 2019. Por otro lado, las ramas que mostraron las mayores variaciones interanuales negativas en el 2020 muestran las siguientes cifras de crecimiento previstas para diciembre 2022: fabricación de equipos de transporte (-0.2%),

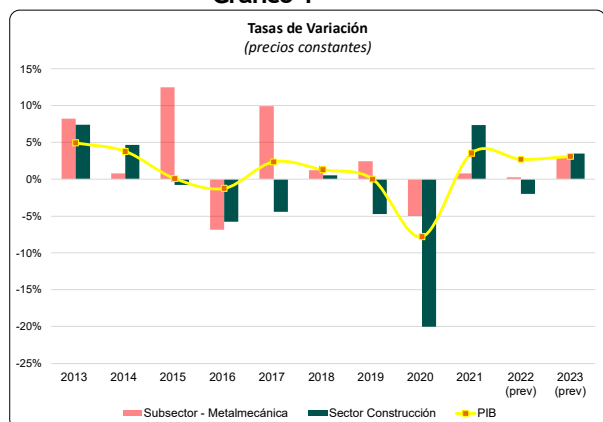
¹³ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹⁴ El Universo - <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/lo-que-se-sabe-sobre-el-paro-anunciado-en-ecuador-para-este-8-de-marzo-del-2023-nota/>

¹⁵ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

producción de madera y sus productos (2%) y producción de minerales no metálicos (-0.1%).

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador.
Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un crecimiento del 2.9% en el 2023. Esto significa que llegaría a representar el 0.94% del PIB general en ese año.

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. Se estima que esta sub-industria genera alrededor de 92.8M empleos directos y 400M indirectos.

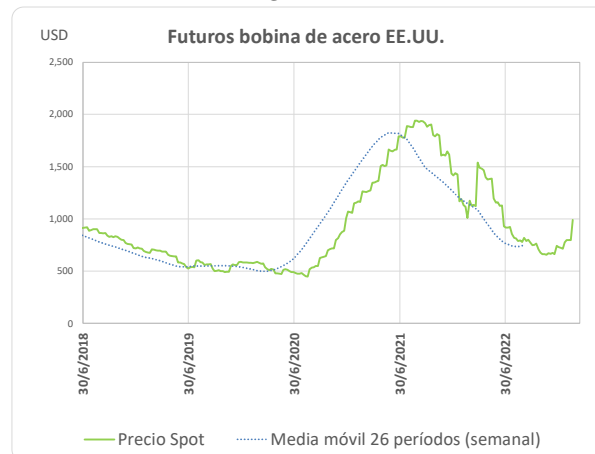
De acuerdo con la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) existen aproximadamente veinte empresas que producen productos de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan la gran mayoría del mercado. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima para el sector agrícola, constructor, alimenticio, hidroeléctrico, maderero y textil.

La industria depende en gran proporción del precio del acero. Para el 2022 se preveía que el precio del acero en bobinas laminadas, que se usa como materia prima para varios productos de acero, incrementa por el conflicto Ucrania-Rusia. Sin embargo, la oferta ha logrado suplir la demanda global gracias a la intensificación de la producción de las plantas industriales alrededor del mundo. Por lo tanto, el precio de la materia prima ha demostrado una disminución que podría continuar hasta llegar a niveles de precio anteriores a la pandemia.

Como se muestra en el gráfico a continuación, el precio de los futuros de bobina de acero de los

Estados Unidos de América existe una tendencia definida al alza hasta mediados del 2021. A la fecha de corte, la reducción del precio impacta al margen bruto de empresas en la industria por la brecha entre un inventario de alto costo y un precio de venta de mercado inferior.

Gráfico 2



Fuente: Investing
Elaboración: BankWatch Ratings S.A.
Fecha de corte: febrero-2023

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

KUBIEC S.A. se constituyó en Quito en el año 1995, y se dedica al diseño, fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y productos derivados para la construcción.

KUBIEC S.A. es una compañía importante en el mercado de cubiertas, perfiles, correas, vigas de acero, tuberías, entre otros. Actualmente, la misma cuenta con dos plantas industriales en Quito y Guayaquil. Como parte de su estrategia logística ya no mantiene sucursales físicas para la venta de sus productos en la mayoría de las ciudades en las que opera (excepto Santo Domingo y Loja), sino que se encarga del envío directo a sus distribuidores y clientes finales.

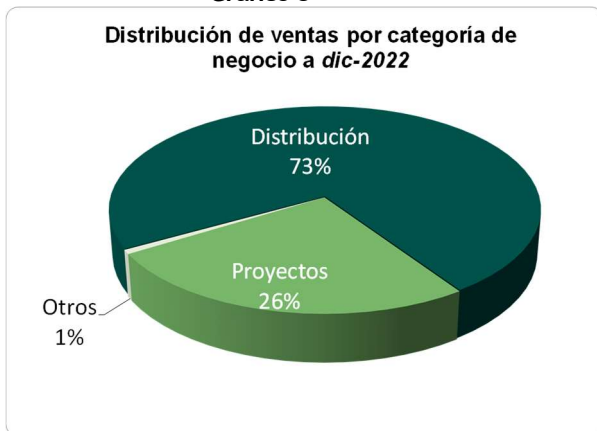
A diciembre-2022, la nómina de KUBIEC S.A. comprende a 578 personas, distribuidas en áreas administrativas, producción y ventas. Frente a junio-2022 presenta una disminución de 10.1% en nómina a raíz de la nueva estrategia logística y decisiones administrativas internas.

KUBIEC ha mantenido varias líneas de negocio activas y ha logrado ser líder de mercado en varias de ellas. De igual forma, la diversificación resultante se considera un aspecto positivo que le da una ventaja competitiva frente al resto de participantes. Además, contribuye a mitigar los posibles impactos que ocurran en el sector de la construcción. Estas líneas se agrupan en categorías de la siguiente manera:

- Distribución: cubiertas, perfiles, tubería

- Proyectos: vigas, cubiertas, perfiles especiales.

Gráfico 3



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR

La empresa está enfocada en alcanzar nichos de mercados no satisfechos que demandan productos específicos y que son rentables. Incluso se manejan varios productos específicos para necesidades determinadas que se clasifican dentro de la línea “otros”. Esta línea engloba varios elementos desde consumibles hasta materia prima. En cuanto al resto de líneas de negocio, la compañía produce y comercializa diferentes productos de acero y relacionados a la construcción.

La línea de cubiertas constituye la línea de negocio más importante, tanto en dólares como en toneladas, y consiste en la fabricación y comercialización de cubiertas que son utilizadas como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales y residenciales. Dentro de esta línea se comercializa el producto *kubiteja*, cuyas principales características son ser un producto térmico, acústico, hermético y muy duradero.

La segunda línea con mayor participación dentro de las ventas es la de tuberías para varios propósitos de construcción. Dentro de esta se incluyen a productos en base de acero que permiten la conducción de fluidos y cables eléctricos.

La tercera línea más importante es la de fabricación de perfiles de acero, para usos como soporte de paredes, cielo falso y canaletas. La Compañía mantiene participación de mercado representativa y compite con otras cinco empresas que conforman este nicho de mercado (IPAC, NOVACERO, FERRO TORRE, etc.).

La línea Vigacero incorpora productos como vigas metálicas soldadas y electrosoldadas utilizadas para las estructuras de diferentes tipos de edificaciones. En general se observa que la

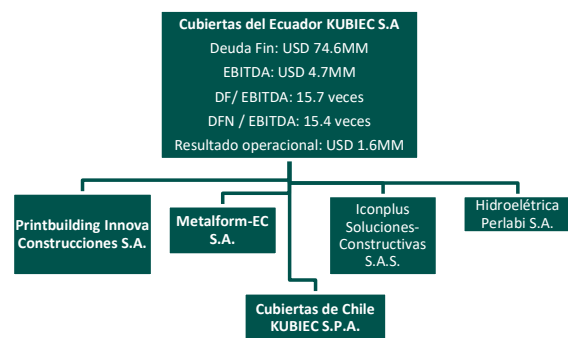
Compañía mantiene una participación importante dentro su mercado objetivo, donde operan pocos competidores locales.

El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 93% de las ventas de KUBIEC S.A. Sin embargo, la empresa realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos; a diciembre-2022 el principal mercado de exportación fue Colombia, seguido por Perú.

Según información proporcionada por la compañía, la capacidad instalada utilizada promedio a 2021 ha llegado a representar el 33% de la capacidad máxima en la planta de Guayaquil y el 42% en la de Quito.

De acuerdo con el Informe sobre Cumplimiento de Obligaciones Tributarias de 2021, elaborado por KPMG, KUBIEC S.A. cumple con las resoluciones establecidas por el Servicio de Rentas Internas.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR

KUBIEC S.A. consolida balances con sus tres subsidiarias nacionales e internacionales. A diciembre 2022, KUBIEC S.A. es poseedora del 99.99% de las acciones de Cubiertas de Chile KUBIEC S.P.A., del 100% de las acciones de Printbuilding Innova Construcciones S.A., del 75% de las acciones de Metalform-EC S.A., del 100% de las acciones de Iconplus Soluciones-Constructivas S.A.S. y el 51% de Hidroeléctrica Perlabi S.A.

La subsidiaria KUBIEC Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero. Printbuilding Innova Construcciones está basada en Quito-Ecuador y su actividad prioritaria es la construcción de edificios y el montaje de construcciones prefabricadas. Metalform está domiciliada en Quito y realiza la fabricación, comercialización y alquiler de sistemas de encofrados, andamios metálicos o estructuras de metal. Iconplus es una empresa tecnológica que brinda soluciones de construcción sostenibles. Hidroeléctrica Perlabi mantiene una concesión para

la generación de energía hidroeléctrica.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

KUBIEC S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta y las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Felipe Xavier Avellán Arteta	11,805	31.1%
Henry Javier Yandún Cárdenas	11,430	30.2%
Juan Daniel Kohn Topfer	3,675	9.7%
Otros menores al 10%	10,998	29.0%
TOTAL	37,909	100%

El patrimonio de KUBIEC S.A. a dic-2022 es de USD 56.5MM y de este el 67.1% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Por otro lado, la deuda financiera ajustada representa el 56.9% de la capitalización¹⁶ de la Compañía y a futuro se esperaría que dicha relación se mantenga debajo del 50%.

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. Por último, se declararon dividendos por USD 2MM sobre las utilidades de 2021, monto que representa un 26.3% de reparto de las utilidades.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de KUBIEC S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa considerable. Por otro lado, se concluyó que tras la fusión con CONDUIT no existieron cambios materiales en el personal administrativo y gerencia. Esto porque el principal resultado de la absorción fue la simplificación de procesos y aumento de eficiencia.

La empresa designó el 31 de marzo del 2022 a los miembros del directorio formado tras la fusión con CONDUIT. En julio-2022 fue aprobada e inscrita la reforma a los estatutos con la mención de la

formación de un directorio formal. El directorio debe estar conformado por cinco directores principales y tres suplentes. Tres de ellos serán independientes a la compañía y el resto internos.

El Presidente Ejecutivo de KUBIEC, Henry Yandún, es a su vez socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en negocios de materiales de acabados para la construcción, además de una preparación académica sólida para el puesto que desempeña. La plana gerencial de la Compañía ha sido estable y no muestra variaciones; muchos tienen cinco años o más de experiencia en la empresa.

La Compañía utiliza el aplicativo ERP Dinamycs AX para su gestión contable-financiera y control de la producción y comercialización. De igual manera, la empresa utiliza sistemas informáticos para la gestión de recursos humanos. De esta manera, KUBIEC genera información financiera oportuna, consistente y clara que es auditada anualmente. Adicionalmente, KUBIEC cuenta con la certificación ISO 9001-2015, sobre el Sistema de Gestión de Calidad.

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

Algunas estrategias importantes de KUBIEC S.A. a corto y mediano plazo son:

- Ser referente nacional y regional en construcción industrializada y sustentable.
- Incrementar la rentabilidad de ciertas gamas de productos a través de especialización.
- Ampliar su gama de productos manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.
- Continuar incrementando las ventas a través de estrategias comerciales direccionadas a incrementar la eficiencia de entrega.
- Fomentar el crecimiento en ventas al exterior, sacando provecho a la certificación UL de sus productos.
- Abastecer de productos semielaborados en la línea de proyectos.

KUBIEC con el fin de controlar y mejorar su

¹⁶ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

rentabilidad implementa estrategias tales como: mayor diversificación de productos y líneas de negocios que ofrezcan mayor valor agregado; mayor fuerza de ventas; optimización de inventarios, y políticas más estrictas de financiación de clientes.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de KUBIEC S.A., auditados a diciembre 2017, 2018 y 2019 por Deloitte y diciembre 2020 y 2021 por KPMG. También se utilizaron los estados financieros individuales de KUBIEC S.A., auditados por la firma Deloitte para el 2018 y 2019, y por la firma KPMG para diciembre 2020 y junio 2021 (realizado tras la fusión). 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 diciembre de 2022.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2023, 2024 y 2025 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. Por otro lado, las cifras del estado de resultados del 2021 no consideran los ingresos, costos y gastos que CONDUIT generó en este año previo a la fusión, ya que la técnica contable establece que estos se incorporen directamente al patrimonio, lo cual dificulta la comparabilidad histórica.

Ajustes por NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros.

En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

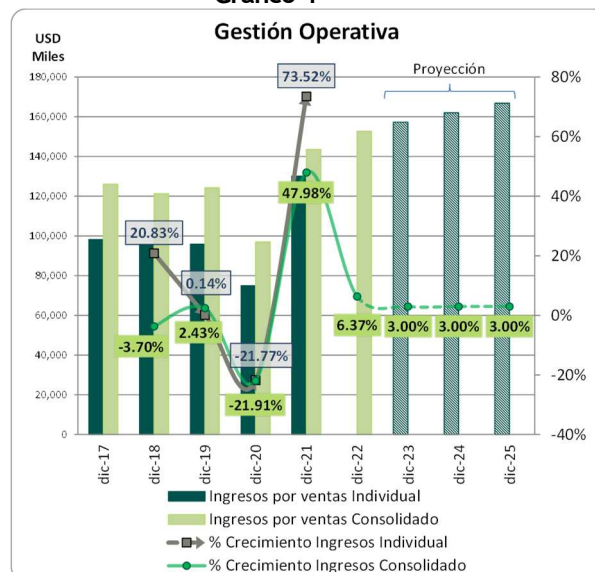
A dic-2022 la empresa no mantiene contratos de arrendamiento de largo plazo.

Gestión Operativa y Tendencias

Al ser KUBIEC una empresa manufacturera de partes y componentes de acero, enfocada en el mercado de la construcción, su nivel de ventas mantiene una correlación importante con la dinámica cíclica de dicho sector.

Tanto el nivel de ingresos como el margen bruto registran volatilidad procedente del precio del acero, mientras que las ventas en toneladas han fluctuado en función del entorno operativo. En 2020 las ventas se vieron afectadas significativamente (-21.8%) por el confinamiento obligatorio debido a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 4



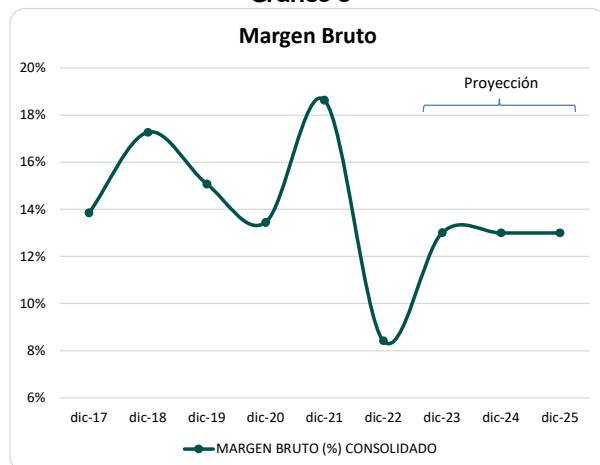
Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

En el gráfico se aprecia el comportamiento de las ventas de la empresa, tanto de forma individual, como de forma consolidada. Cabe indicar que tanto los ingresos de KUBIEC como los consolidados no incorporan en 2021 las ventas de CONDUIT de los meses previos a la fusión (USD 21.8 millones antes de eliminaciones por ventas entre relacionadas), por lo cual los porcentajes de crecimiento de 2021 y 2022 están afectados por esta situación.

En 2022 el precio del acero mostró una tendencia a la baja y generó una afectación dentro de las ventas de la compañía. Esto se debe a que el precio del inventario que se mantiene de meses anteriores es mayor al precio de mercado actual. Por otro lado, las revueltas sociales provocaron una disminución significativa de las ventas en el mes de junio. A diciembre-2022, las ventas de la compañía crecieron en 6.37%, porcentaje menor a la expectativa de crecimiento que se mantenía en las proyecciones del corte anterior

En 2021, se vendió inventario con un menor precio promedio y permitió que el margen bruto mejorara de 13.5% a 18.64%, mientras que a dic-2022 el margen baja significativamente a 8.42%, por la regularización del precio del acero en el mercado que provocó un efecto inverso al mencionado anteriormente.

Gráfico 5

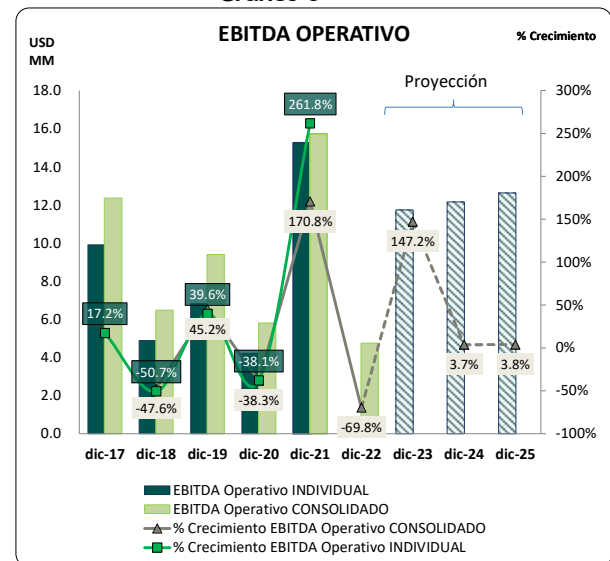


Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

El emisor ha liquidado en su mayoría el inventario con precio promedio elevado por lo cual se espera que el margen bruto muestre una tendencia a recuperarse en el próximo año, aunque seguirá siendo volátil en función del comportamiento del precio del acero y el entorno operativo local. No consideramos el margen obtenido en 2021 como una referencia adecuada puesto que incluye efectos tanto de la fusión como de los altos precios del acero que generaron una mejor rentabilidad. Hasta 2025 proyectamos de manera conservadora que el margen bruto promedio sea de 13%.

A la fecha de corte, los gastos operativos absorbieron el 7.39% de los ingresos por ventas y servicios, porcentaje que se beneficia del incremento en ventas en dólares tras la pandemia que permite una absorción del gasto fijo, y las decisiones de la Administración enfocadas a mejorar la eficiencia operativa. En nuestras proyecciones mantenemos una relación de entre 7.16% a 7.3% hasta el 2025, dado que se espera que se sigan ejecutando planes de optimización del gasto operativo.

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

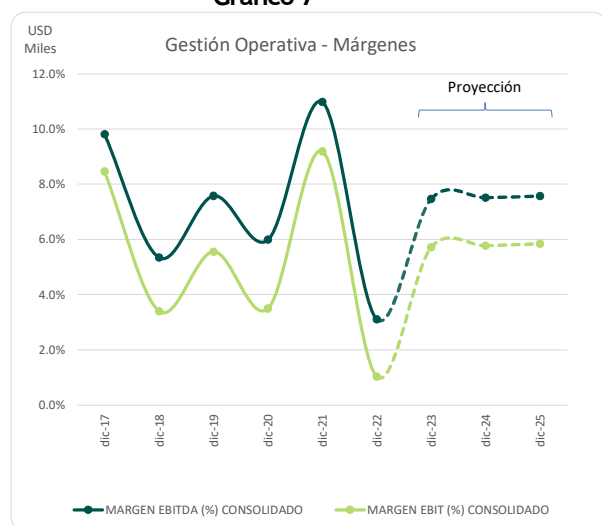
KUBIEC es una empresa con capacidad generadora de flujos operativos, cuyo EBITDA varía en función del comportamiento del precio de su principal materia prima y de las ventas.

A dic-2021, el EBITDA se recuperó fuertemente, frente a un año 2020 afectado por el confinamiento obligatorio a causa de la pandemia del COVID-19 y la situación económica. La mejor generación operativa provino del crecimiento de las ventas y la mejora en el margen bruto por el aprovechamiento de un inventario con precio promedio menor. Estimamos que tanto el EBITDA individual como consolidado de 2021 está subestimado en aproximadamente USD 3MM, debido a que la información contable analizada de 2021 no incorpora la gestión operativa de CONDUIT previo a la fusión.

A dic-2022 el EBITDA llega a ser de USD 4.8MM. Esto refleja una disminución del 87.5% con respecto a dic-2021. Las proyecciones analizadas y sensibilizadas consideran que la empresa podría llegar en 2023 a un EBITDA de USD 11.7MM. La volatilidad del precio de la materia prima ha provocado una disminución significativa del EBITDA con respecto a 2021, aunque el nivel de

ventas por toneladas de la compañía se ha visto afectado en menor magnitud.

Gráfico 7



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

La evolución del margen EBITDA está correlacionada con la variación del EBIT. El margen EBITDA estuvo presionado en los últimos años, debido al momento económico del país (7.1% en 2019 y de 5.6% en 2020), pero en el 2021 la mejora en el margen bruto y la mayor eficiencia operativa permiten que el margen se recupere hasta el 11%. Además, en 2021 los resultados individuales de KUBIEC se benefician de la integración de las ventas y el margen bruto de CONDUIT a partir de la fusión, aunque se encuentran subestimados por la no inclusión de los resultados de CONDUIT de los primeros 7 meses. Sin embargo, a dic-2022 se identifica un deterioro del margen EBITDA incluso más allá de los niveles registrados en 2019 y 2020.

Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de estabilidad tributaria firmado con el Estado por inversiones que la empresa realizó en años anteriores y otros compromisos que ha cumplido, que le permiten mantener una tasa impositiva del 22% hasta el 2030, a pesar de que se den reformas tributarias en un futuro.

El resultado neto del emisor mostró una muy fuerte recuperación en 2021, apoyada por la fusión realizada, mejora en el margen bruto y mayores eficiencias operativas. A diciembre-2022 la compañía muestra un resultado negativo de USD 2.2MM principalmente por la disminución del margen bruto debido a la variación del precio internacional del acero. A la fecha de corte la empresa consigue un ROA y ROE promedio de -3.7% y -1.1%, respectivamente. Se espera que a partir del 2023 el resultado se recupere por la estabilización del precio promedio del inventario de KUBIEC.

Estructura del Balance

Activo

Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Total Activo Corriente	53%	50%	47%	63%	56%
Fondos Disponibles	0%	0%	0%	1%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	17%	16%	15%	12%	12%
Inventarios Neto	30%	28%	21%	41%	34%
Otras cuentas por cobrar	1%	2%	2%	1%	1%
Gastos anticipados	5%	4%	8%	6%	5%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	2%	2%
Total Activo No Corriente	47%	50%	53%	37%	44%
Propiedad, planta y equipo	41%	41%	44%	29%	33%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	2%	5%	6%	6%	7%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	3%	2%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	1%	1%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Pasivo y Patrimonio

Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Total Pasivo Corriente	54%	51%	52%	52%	42%
Deuda Financiera CP	20%	28%	26%	25%	18%
Deuda Comercial	25%	17%	19%	20%	19%
Otros Pasivos CP	9%	6%	7%	7%	5%
Total Pasivo LP	14%	16%	14%	18%	26%
Deuda Financiera LP	12%	13%	11%	15%	23%
Otros pasivos LP	2%	3%	3%	3%	3%
PATRIMONIO	32%	33%	34%	30%	31%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

El 56% de los activos de la empresa son corrientes y dentro de estos predominan las cuentas por cobrar comerciales y el inventario. La participación de este último ha disminuido a la fecha de corte por la reducción del costo promedio del nuevo inventario y una baja en los días de inventario.

Por la naturaleza del negocio del emisor, el riesgo de obsolescencia del inventario se considera bajo. Sin embargo, la empresa realiza provisiones en función de la evaluación de riesgo individual o colectiva de clientes para la estimación de pérdidas crediticias esperadas. En otras palabras, se crean grupos homogéneos según el riesgo crediticio de los clientes para el cálculo de provisiones y, en otros casos, se realiza un análisis individual.

El 44% del activo es de largo plazo (37% a dic-2021) y está conformado principalmente por activo fijo, lo cual es consistente con la naturaleza industrial del emisor. El aumento va de la mano con la reducción del total de activos en 10.7%, que genera una mayor proporción de activos fijos dentro del balance tras la reducción del precio del inventario.

El 31% del activo se encuentra financiado con recursos propios y de largo plazo, mientras el 69%

se financia a través de pasivos de corto y largo plazo. Con respecto a la estructura de financiamiento, el 18% del activo se encuentra financiado con deuda financiera de corto plazo proveniente del sistema financiero. Adicionalmente la deuda financiera de largo plazo representa el 23% del activo y está repartida entre instituciones financieras y mercado de valores. A dic-2022 la participación del pasivo corriente permanece debajo del 45%.

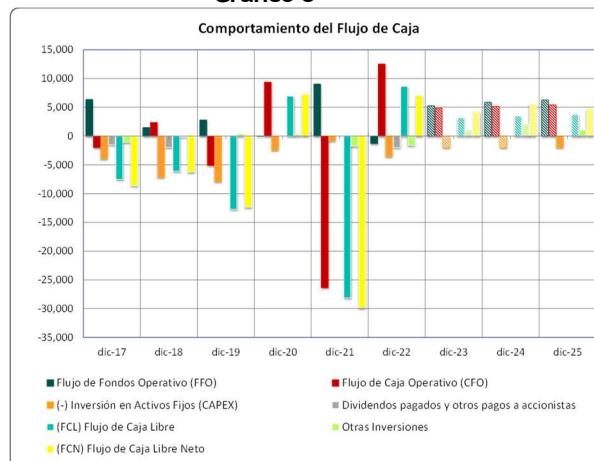
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Tradicionalmente, KUBIEC ha generado flujos de fondos y operativos positivos. El Flujo de Fondos Operativo (FFO) se ha mantenido positivo en todos los períodos analizados, menos en el 2020 donde llegó a un valor negativo mínimo de USD -34M para luego recuperarse en el año siguiente. El Flujo de Caja Operativo (CFO) tiende a hacerse negativo en períodos de crecimiento, por las necesidades de capital de trabajo, como en el 2021 donde incrementaron los inventarios y su precio promedio se elevó de forma significativa. Como resultado, la variación de capital de trabajo significó una salida de efectivo de USD 33.7MM (dic-2021). El mayor volumen se debió a una decisión administrativa de compra para mitigar el riesgo de desabastecimiento de mercadería por restricciones producidas por la pandemia. Sin embargo, a la fecha de corte existe un impacto negativo ya descrito con respecto al margen bruto, debido a que el precio de mercado del inventario bajó.

A dic-2022 la variación de capital de trabajo muestra una liberación de USD 13.8MM, y se debe principalmente a la disminución de inventarios ligado con la disminución del precio de mercado de estos. En dic-2022 el financiamiento se realizó a través de deuda con instituciones financieras a corto y largo plazo en una proporción de alrededor de 44/56 respectivamente. Adicionalmente, el saldo de deuda financiera de KUBIEC disminuye en 8.9% a comparación con dic-2021 y llega a USD 74MM.

En la proyección se toman en cuenta inversiones en CAPEX de USD 2MM para 2023 y 2024, que son principalmente para mantenimiento de la maquinaria de negocio. Esto puesto que el enfoque estratégico y comercial estará en impulsar la consolidación operativa del negocio a partir de la fusión.

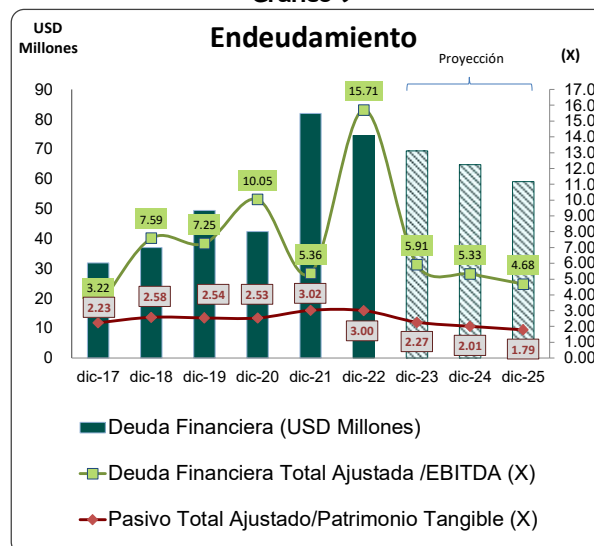
Gráfico 8



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC a la fecha mantiene niveles de endeudamiento elevados en relación con el EBITDA. A dic-2022 esta relación ha incrementado a 15.7 veces por el incremento de la deuda financiera que fue necesaria para suplir los requerimientos de flujo para capital de trabajo y por la reducción del EBITDA a raíz de una generación operativa afectada por la disminución significativa del margen bruto.

Gráfico 9



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR

Por otro lado, dada la subestimación del EBITDA contable del 2021 tras la fusión, se estima que, al incorporar el valor correspondiente a los resultados de los primeros meses del año de CONDUIT, el indicador de endeudamiento de KUBIEC a 2021 sería de aproximadamente 4.6 veces. El emisor estima que los días de financiamiento de proveedores tenderán a recuperarse. Por otro lado, se espera que la relación deuda financiera y el EBITDA se

incremente a fines de 2023 por la presión de la generación operativa producida por el menor margen bruto promedio.

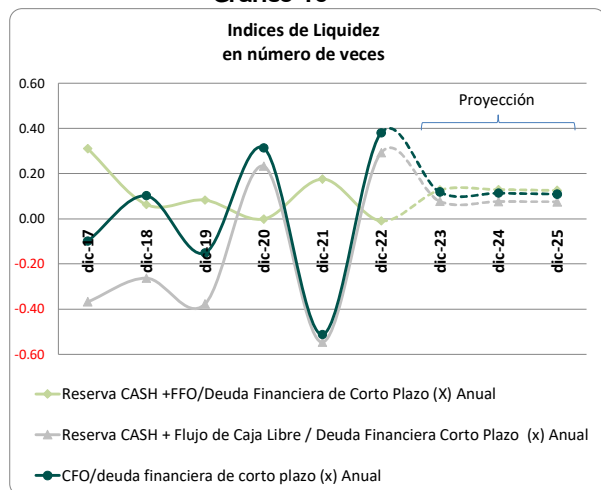
La metodología de análisis crediticio utilizada considera que en las empresas que son cíclicas se debe evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico. Es importante observar que durante los dos últimos años la empresa ha estado en un período de recesión y actualmente existe volatilidad alta del precio de su materia prima. No obstante, a futuro se espera que esta tenga capacidad de disminuir el nivel de deuda actual.

El índice de deuda frente al patrimonio tangible continúa incrementando a la fecha de corte por el aumento de la deuda financiera y la estabilización del patrimonio. Se mantiene la expectativa de que a futuro el endeudamiento disminuya y el indicador mejore.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido estrecha, especialmente en períodos de crecimiento. Como se dijo anteriormente, en 2021 la necesidad de capital de trabajo aumentó y, por lo tanto, la liquidez se apretó.

Gráfico 10



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

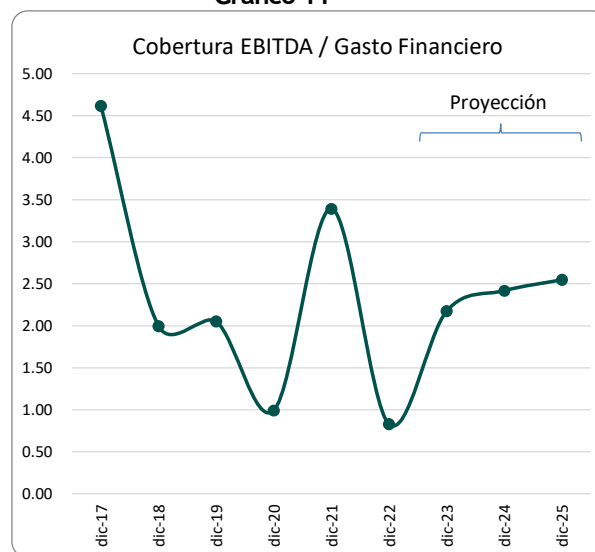
De acuerdo con las proyecciones, se espera que el flujo tenga un alivio principalmente por la recuperación del margen bruto tras la estabilización del precio de compra de los inventarios.

En relación con la flexibilidad financiera de KUBIEC, medida por la cobertura de su gasto financiero con el EBITDA, esta se presionó entre 2018 y 2020 y se recuperó significativamente en 2021. Aquí se ve reflejada principalmente la mayor generación de flujo gracias al mayor precio de la materia prima y su compra a niveles

inferiores, provocando una mejora del margen bruto en el año precedente.

En el primer semestre del 2022 la liquidez de la empresa fue apretada, lo cual se refleja en el incremento de la deuda financiera en USD 14.3MM frente a diciembre-2021. En el segundo semestre del 2022 la empresa generó flujos suficientes para disminuir en aproximadamente USD 23 millones su deuda financiera, pero el indicador no mejoró a final de año por la disminución en la generación.

Gráfico 11



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Al igual que en períodos anteriores, la estructura de amortizaciones de la deuda financiera está principalmente en el corto plazo; a dic-2022, las obligaciones financieras (incluye porción corriente de las deudas de largo plazo) del emisor representan el 42.83% del total de obligaciones financieras ajustadas.

Año vencimiento	Deuda financiera	% de participación
2023	31,365,322	42.83%
2024	14,834,393	20.26%
2025	14,051,023	19.19%
2026	12,976,713	17.72%
Total	73,227,450	100.00%

Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

En 2022 la empresa mejora significativamente su estructura de financiamiento, gracias a la emisión de obligaciones que se analiza en este informe, lo cual mitiga parcialmente el nivel de endeudamiento.

La emisión que se analiza en el presente informe tiene un plazo al vencimiento de 5 años, lo que

permite que la estructura de plazos de su pasivo se concentre en el largo plazo, con lo cual el emisor ganará mayor flexibilidad financiera.

Finalmente, el riesgo de refinanciamiento de la deuda con instituciones bancarias se mitiga parcialmente por la imagen y posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

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

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

Fecha de corte	dic-22
Activo Ajustado (USD M)	165,163
Activo Total (USD M)	180,320

dic-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	7,394	7,394	22.34
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	54,520	61,914	2.67
3era	Deuda sin garantía específica de balance	61,919	123,833	1.33
TOTAL		123,833	123,833	1.33

Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

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 1.33 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.

Las obligaciones emitidas tienen garantía general, por tanto, están respaldadas con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

De acuerdo con la declaración juramentada suscrita por el emisor, el mismo se compromete a mantener la relación anterior dentro del límite

legal, es decir, existirán activos libres de gravamen por el monto requerido durante el plazo de la emisión. 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 56% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 44% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad de ser liquidados, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Resguardos de la emisión

Dentro del contrato de emisión de la primera emisión de Obligaciones de Largo Plazo, KUBIEC S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Este indicador es de 1.08 a la fecha de corte.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. Este indicador es de 4 a la fecha de corte.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales



o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Los montos autorizados de la emisión de obligaciones que la Compañía mantiene en mercado de valores por USD 20MM, representan el 35.4% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador (relación de endeudamiento) sea inferior al 200%.

Adicionalmente la estructura contempla una limitación al endeudamiento en la cual el emisor se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0.75 a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores. A la fecha de corte este indicador es de 0.69.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo los valores aprobados.

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.

Además de la emisión que se analiza en el presente estudio, el emisor mantenía su tercer Programa de Papel Comercial, sin embargo, este venció el 19 de mayo del 2022. El emisor no mantiene otra emisión vigente en el mercado de valores.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito se han negociado los valores de la I Emisión de Obligaciones en mercado secundario según el detalle del cuadro a continuación:

I EMISIÓN DE OBLIGACIONES KUBIEC S.A.					
Fecha	# Días Negociados	Número de Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
Jul-2022	1	1	600,000	21	4.76%
Agost-2022	0	0	0	22	0.00%
Sept-2022	3	5	559,000	22	13.64%
Oct-2022	1	1	602,000	20	5.00%
Nov-2022	1	1	250,000	20	5.00%
Dic-2022	4	16	10,253,000	21	19.05%

KUBIEC S.A.						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	155	186	344	1,737	1,482	500	1,500	500
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,431	18,751	17,246	23,285	22,199	22,688	23,339	24,010
Inventarios	34,700	33,059	23,959	82,601	61,910	53,070	55,064	56,720
Activos fijos	47,446	48,904	49,905	58,870	59,551	59,955	60,300	60,582
Otros Activos	13,652	18,042	21,246	35,374	35,179	32,934	29,832	27,832
Total Activos	115,385	118,941	112,700	201,867	180,320	169,147	170,034	169,644
Cuentas por Pagar Proveedores	28,317	19,706	21,005	40,598	34,784	25,480	26,235	27,010
Deuda Financiera Total	37,067	49,469	42,393	81,899	74,601	69,421	64,848	59,086
Deuda Financiera Corto Plazo	23,350	33,725	29,854	51,428	33,018	41,272	45,414	50,102
Deuda Financiera Largo Plazo	13,717	15,744	12,540	30,471	41,582	28,149	19,434	8,984
Otros Pasivos	12,675	10,518	11,448	19,370	14,448	14,520	15,435	15,885
Total Pasivos	78,059	79,693	74,847	141,867	123,833	109,421	106,518	101,982
Patrimonio	37,326	39,248	37,853	60,000	56,487	59,727	63,516	67,663
Resumen de Resultados								
Ventas	95,707	95,843	74,977	130,100	152,721	157,303	162,022	166,882
Costo de ventas	-82,445	-81,389	-64,896	-105,851	-139,866	-136,837	-140,959	-145,188
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(9,965)	(9,007)	(7,589)	(11,734)	(11,287)	(11,484)	(11,714)	(11,948)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,297	5,446	2,492	12,516	1,569	8,981	9,349	9,747
Ingresos no operativos	824	435	374	638	1,982	739	739	739
Egresos no operativos	0	0	-249	-700	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	(2,449)	(3,390)	(4,255)	(4,503)	(5,731)	(5,401)	(5,035)	(4,957)
Impuestos a la renta	(875)	(690)	281	(2,259)	-	(1,080)	(1,263)	(1,382)
Otros resultados integrales	286	120	(39)	(173)	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	1,084	1,922	-1,395	5,519	-2,181	3,239	3,790	4,146
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	4,886	6,823	4,220	15,270	4,749	11,739	12,168	12,628
(-) Gasto Financiero del período	-2,449	-3,325	-4,255	-4,503	-5,731	-5,401	-5,035	-4,957
(-) Impuesto a la renta del período	-967	-707	0	-1,737	-303	-1,080	-1,263	-1,382
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,470	2,791	-34	9,031	-1,285	5,258	5,869	6,288
(-) Variación Capital de Trabajo	909	-7,894	9,386	-35,383	13,828	-374	-711	-840
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,379	-5,104	9,351	-26,353	12,542	4,884	5,158	5,448
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	824	435	374	638	1,982	739	739	739
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-249	-700	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	-8	-555	68	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,955	0	0	0	-2,000	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,165	-7,890	-2,441	-828	-3,556	-2,000	-2,000	-2,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-227	-174	-77	-324	-380	-425	-425	-425
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-6,144	-12,732	6,951	-28,122	8,657	3,198	3,473	3,762
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,190	12,402	-7,076	31,042	-7,298	-5,180	-4,573	-5,762
OTRAS INVERSIONES NETO	-141	361	283	-1,768	-1,615	1,000	2,100	1,000
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
EFFECTO EN CAJA DE FUSIÓN	0	0	0	240	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,095	30	158	1,392	-255	-982	1,000	-1,000
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,252	155	186	344	1,737	1,482	500	1,500
Indicadores								
Patrimonio Tangible	30,247	31,381	29,569	46,940	41,330	48,289	52,881	57,027
% crecimiento en ventas	-2.6%	21.0%	-21.7%	73.5%	17.4%	3.0%	3.0%	3.0%
MARGEN EBIT (%)	3.4%	5.7%	3.3%	9.6%	1.0%	5.7%	5.8%	5.8%
MARGEN EBITDA (%)	5.1%	7.1%	5.6%	11.7%	3.1%	7.5%	7.5%	7.6%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.60	1.84	0.99	3.01	0.78	1.97	2.17	2.27
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.83	2.17	2.42	2.55
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.83	2.17	2.42	2.55
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.59	7.25	10.05	5.36	15.71	5.91	5.33	4.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	7.55	7.22	9.96	5.25	15.40	5.87	5.21	4.64
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49.8%	55.8%	52.8%	57.7%	56.9%	53.8%	50.5%	46.6%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.06	0.08	(0.00)	0.18	(0.01)	0.13	0.13	0.13
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	(0.15)	0.31	(0.51)	0.38	0.12	0.11	0.11
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.26)	(0.38)	0.23	(0.55)	0.29	0.08	0.08	0.08
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	(0.27)	(0.37)	0.24	(0.58)	0.24	0.10	0.12	0.10

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2023.