

Ecuador
Emisión de obligaciones

KUBIEC S.A.

Segundo 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)	jun-22	jun-23
Activos	191.0	163.4
Ventas	76.7	63.4
Margen EBITDA (%)	4.38%	5.02%
ROE (%)	-0.63%	-2.79%
Deuda / capitalización (%)	62.47%	55.72%
CFO / Deuda Fin CP (X)	-0.65	0.34
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.70	0.48
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	14.32	11.06
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	169.27	103.42

* Indicador anualizado para periodos intermedios

Fuente: EEFF KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR

Contactos:

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

Esteban Lopez
(5932) 226 9767; Ext. 112
elopez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación 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 línea 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. Este último muestra una recuperación a la fecha de corte, aunque aún existe incertidumbre en cómo se comportará el margen bruto y ventas por factores exógenos a la operación de la compañía, como las elecciones presidenciales anticipadas y la volatilidad del precio del acero. La administración de la compañía espera que en lo restante del 2023 el margen bruto siga recuperándose al haberse liquidado el inventario de alto costo y se adquirirá materia prima a precio de mercado (menor costo).

Endeudamiento significativo en relación con la generación con tendencia a reducirse: En el primer semestre 2023 el indicador de deuda financiera sobre el EBITDA mejora de manera importante, a pesar de que coyunturas externas e internas no permitieron que el EBITDA alcanzara la recuperación esperada. Por otro lado, se espera que en el segundo semestre del año el emisor continúe con la optimización del nivel de inventario y consiga incrementar sus resultados. Adicionalmente, se considera positivo que el 67% de la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo.

Liquidez fluctuante, en función del ciclo económico del negocio: En 2022 y el primer semestre del 2023 el emisor pudo obtener un flujo de caja libre positivo gracias a una importante liberación de inventario acumulado en los años precedentes; sin embargo, este fue menor al esperado inicialmente, debido principalmente a la caída del EBITDA. En el segundo semestre de 2023 y 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 mantiene negativa, por la presencia sostenida de riesgos en el entorno operativo interno y externo. La perspectiva podría modificarse a estable si hasta fin de año se confirma la recuperación esperada de la generación y la reducción significativa del nivel de endeudamiento, lo cual dependerá principalmente de la evolución de sus ventas, las fluctuaciones en el costo de su principal materia prima y el éxito de su estrategia de optimización del capital de trabajo.

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	333,400	333,400
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.			

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La economía ecuatoriana se enfrenta a un entorno complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. El entorno político que atraviesa el país a raíz de las elecciones adelantadas, y la ola de crímenes que va en aumento influyen en las perspectivas de crecimiento, estabilidad económica e incentivos para inversionistas. Esto se da después de un 2022, año de recuperación económica de 2.9% en términos reales, que superó las proyecciones de crecimiento del Banco Central de 2.7%, pero que no logró alcanzar los niveles previos a la pandemia.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²) y concretó además 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. En septiembre de 2022 se anunció un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China (Banco de Desarrollo de China y Banco de Exportaciones e Importaciones de China) de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones

durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.³

El financiamiento del presupuesto 2023, aprobado en noviembre de 2022, incluyó principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). Además, planteó para 2023 un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65 y una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5 mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador en 2022⁴), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se previó que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

A inicios de mayo de este año se firmó un acuerdo de financiamiento con Credit Suisse por la emisión de Bonos Azules en favor de la reserva marina de las Galápagos y conservación del ecosistema marino. La emisión es una estrategia de recompra de parte de la deuda externa, la reduce en 5% a USD 16,685 millones, se compró en USD 0.40 cada dólar de deuda. Este financiamiento permite mejorar la gestión de deuda pública además de impulsar la inversión en sostenibilidad⁵.

Adicionalmente, en el segundo trimestre de 2023 el Banco Mundial aprobó un préstamo para el país por USD 300 millones con tasa de interés variable, periodo de gracia de 3 años y medio y reembolsable en 20 años; el programa es para ampliar un proyecto de financiación con fines productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado⁶.

Respecto a la recaudación tributaria, el SRI anunció una reducción en la recaudación de enero-mayo del 15.5% frente al mismo periodo de 2022, por esto se realizará un control más intensificado en el cobro de impuestos como el ISD, que desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque esta iniciativa podría no continuar a futuro debido a las elecciones anticipadas de 2023⁷. Por otro lado, en junio de 2023 entró en vigor la Ley para el Fortalecimiento de la Economía Familiar, que contempla ocho cambios para los contribuyentes respecto principalmente al pago

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

² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁴ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

⁵ El Comercio - <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador/canje-deuda-externa-bonos-azules-pondria-riesgo-soberania-galapagos.html>

⁶ Expreso - <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/162131-el-banco-mundial-aprueba-credito-de-300-millones-de-dolares-para-ecuador>

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impuesto-salida-divisas-reduccion-julio/>



del impuesto a la renta (deducción de gastos y tabla de IR)⁸.

Por otro lado, el precio del petróleo se ha estabilizado en valores menores a USD 80 luego de los picos alcanzados por el conflicto bélico en Europa; la semana del 21 de agosto su precio abre con una caída y es de USD 81.7. El FMI estima que el precio del crudo ecuatoriano en 2023 será de USD 75.3 por barril, y hasta 2027 disminuirá a los USD 63.8, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto⁹. 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. Además, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera¹⁰. Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní¹¹. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52.6 miles de barriles de petróleo diarios. El impacto económico de detener la actividad petrolera en esta zona no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones hasta USD 690 millones anuales en promedio y 107mil empleos hasta 2025. Como alternativas para solventar el hueco en los ingresos por la explotación petrolera para las comunidades de la zona se espera invertir y promover actividades turísticas¹².

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. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y la primera vuelta de las presidenciales adelantadas.

La incertidumbre ha mantenido al alza el riesgo país desde inicios de febrero de 2023, luego de la fallida consulta popular convocada por el

Ejecutivo. Posterior a los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, el indicador registra una pequeña mejora, pero se mantiene superior a los 1700 puntos (1,750 al 21 de agosto).

Por otro lado, la calificación del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la incertidumbre política que impacta opciones de financiamiento, finanzas públicas debilitándose por mayores expectativas de gasto y costos de financiamiento. La calificadoradora percibe que las cuentas fiscales han presentado un deterioro marcado, riesgos políticos altos y retos en la gobernabilidad independientemente del gobierno electo, retos de financiamiento¹³ y un crecimiento desacelerado en 2023 de 1.6% (ajustado a la baja en marzo de 2023 e influenciado por los resultados de la consulta, que prohíben la explotación petrolera sobre el Yasuní). Esta es la segunda vez en el año que Fitch emite un informe negativo para el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar que la crisis de seguridad se ve agravada en el tiempo y las denuncias de corrupción continúan en varios sectores y limitan la gobernanza.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%¹⁴ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional sobre la economía nacional. Las previsiones revisadas del BCE para 2023 consideran un crecimiento de 2.6%, porcentaje más conservador que el 3.1% planteado originalmente¹⁵. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reforma-tributaria-impuesto-renta-pronosticos-deportivos/>

⁹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

¹⁰ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

¹¹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

¹² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/consulta-itt-petroleo-empleo-desempleo/>

¹³ Fitch Ratings - <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-long-term-idr-to-ccc-16-08-2023#:~:text=Fitch%20Ratings%20%2D%20New%20York%20%2D%2016,of%20CCC%2B%20or%20below>

¹⁴ BCE - Cuentas trimestrales 122

¹⁵ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a abril de 2023.

Indicador	2022	2023 (p)	2022.I	2023.I
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	2.64%	3.39%	0.69%
Exportaciones	2.54%	2.50%	-0.16%	0.44%
Importaciones	4.49%	3.11%	8.69%	-1.31%
Consumo final Gobierno	4.46%	0.53%	6.16%	0.54%
Consumo final Hogares	4.59%	3.23%	6.65%	1.57%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	3.42%	3.07%	-5.24%

Las principales industrias por su aporte al valor agregado en 2022 fueron: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y agricultura. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto a 2021 fue del 1.79%.

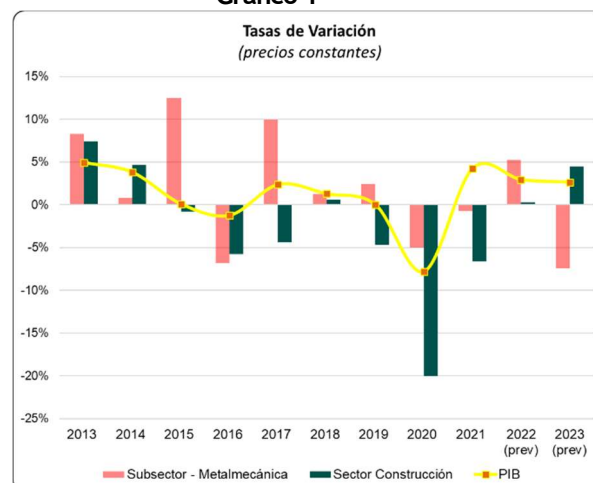
Los primeros días de junio el Banco Mundial ajustó la perspectiva de crecimiento para el país en 2023 de 3% a 2.6%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señala la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas¹⁶.

Es importante destacar que la ONU estima un 80% de probabilidad que el fenómeno de El Niño empiece entre julio y septiembre de 2023. El impacto para Ecuador prevé pérdidas a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁷. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica. Por este motivo se esperaría que los niveles de inflación sean superiores a los pronosticados, y que no disminuyan mientras los fenómenos meteorológicos extremos no cesen. Ante la emergencia provocada por el fenómeno, la FAO ha presupuestado un apoyo por USD 36.9 millones para las comunidades vulnerables que se verán afectadas; este apoyo comprende a varios países dentro de los cuales participa Ecuador. La organización destinará estos fondos para familias rurales vulnerables y además financiará capacitaciones para gestión de recursos hídricos, protección de ganado, pesca artesanal y cultivos, además de incentivar a los gobiernos a proveer de

semillas resistentes a sequías y tomar medidas para proteger la seguridad alimentaria¹⁸.

En lo que respecta a la industria de manufactura, existió un crecimiento de 0.56% en 2022 según cifras del Banco Central del Ecuador, sin embargo, la caída de 6.63% del año 2020 aún deja USD 754MM por recuperar para llegar a niveles de producción del 2019.

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 decrecimiento del -7.45% en el 2023. Esto significa que llegaría a representar el 0.73% 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

¹⁶ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

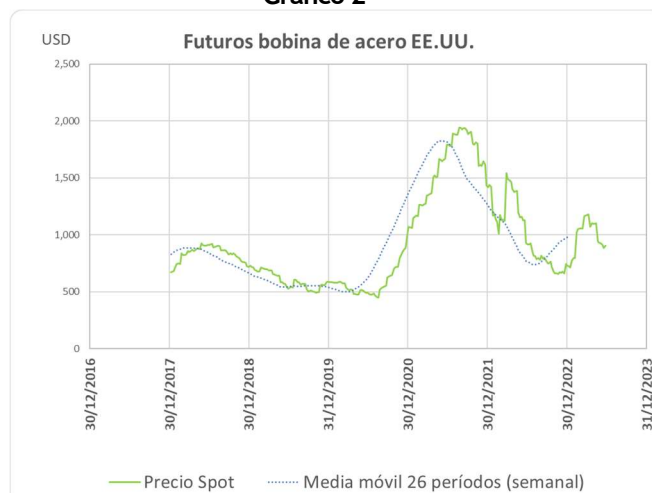
¹⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

¹⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fao-apoyo-fenomeno-nino-ecuador/>

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 logró 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 disminuyó y podría seguir con esta tendencia en el año 2023 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: junio-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 Guayas. 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 junio-2023, la nómina de KUBIEC S.A. comprende a 606 personas, distribuidas en áreas

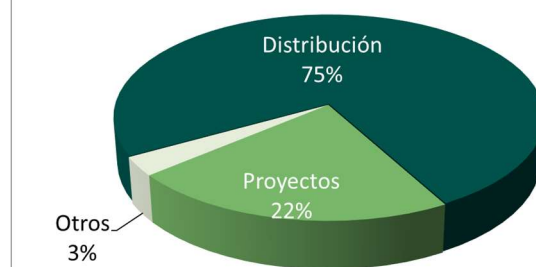
administrativas, producción y ventas. Frente a junio-2022 presenta una disminución de 5.7% en nómina a raíz de la nueva estrategia logística y decisiones administrativas internas.

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

Distribución de ventas por categoría de negocio a jun-2023



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 y muy duradero. Existe otro modelo de esta *Kubiteja* superior el cual ofrece adicionalmente propiedades acústicas y herméticas.



La línea Vigacero se ubica en segundo lugar e 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.

La tercera 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.

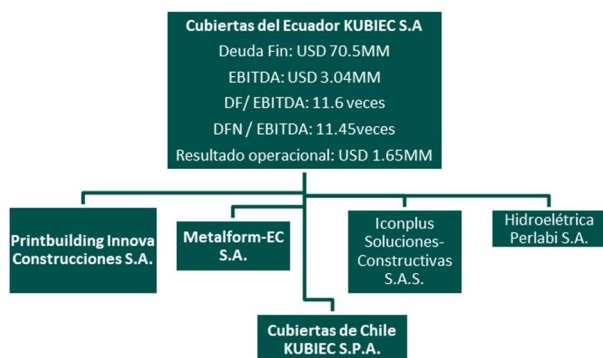
La cuarta línea más importante es la de fabricación de perfiles de acero, para usos como soporte de paredes, cielo falso y canaletas. La Compañía mantiene participación de mercado representativa y compite con otras cinco empresas que conforman este nicho de mercado (IPAC, NOVACERO, FERRO TORRE, etc.).

El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 97% de las ventas de KUBIEC S.A. Sin embargo, la empresa realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos; a junio-2023 el principal mercado de exportación fue Colombia, seguido por Nicaragua.

Según información proporcionada por la compañía, la capacidad instalada utilizada promedio a junio 2023 ha llegado a representar el 57.26% de la capacidad total. El 58% de la capacidad máxima en la planta de Guayaquil y el 40% en la de Quito.

De acuerdo con el Informe sobre Cumplimiento de Obligaciones Tributarias de 2022, elaborado por PricewaterhouseCoopers, KUBIEC S.A. cumple con las resoluciones establecidas por el Servicio de Rentas Internas.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



KUBIEC S.A. consolida balances con sus cinco 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 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 actualmente no realiza operaciones comerciales, sin embargo, la intención en el futuro es continuar con sus operaciones. 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 (Miles 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 jun-20223 es de USD 56MM y de este el 67.7% 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 55.7% de la



capitalización¹⁹ de la Compañía y a futuro se esperaría que dicha relación se mantenga cerca 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, a la fecha de no se han repartido dividendos.

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.

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 está conformado por cinco directores principales y tres suplentes. Dos de ellos son independientes a la compañía y el resto internos. Este directorio sesionará de manera bimensual.

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 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 2018 y 2019 por Deloitte, diciembre 2020 y 2021 por KPMG y 2022 por PricewaterhouseCoopers. 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, diciembre 2021 y 2022 por PricewaterhouseCoopers. 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 junio 2023.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los años 2023, 2024 y 2025 que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX)

¹⁹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 jun-2023 la empresa no mantiene contratos de arrendamiento de largo plazo.

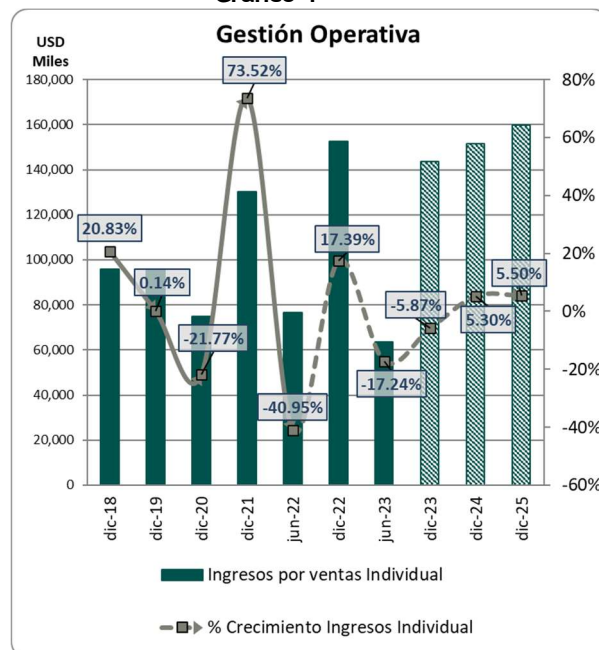
Gestión Operativa y Tendencias

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.

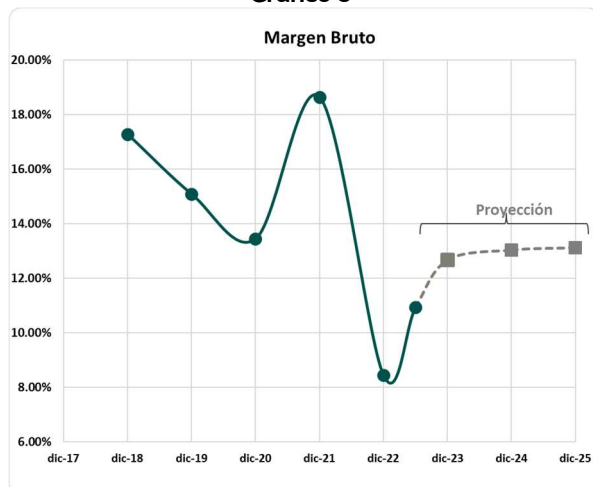
Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

En el gráfico se aprecia el comportamiento de las ventas de la empresa. Cabe indicar que tanto los ingresos de KUBIEC 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 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 bajó significativamente a 8.42%, por la regularización del precio del acero en el mercado, que provocó un efecto inverso al mencionado anteriormente. A jun-2023, debido a que la compañía compro inventario a los nuevos precios el margen mejora llegando al 10.93%.

Gráfico 5

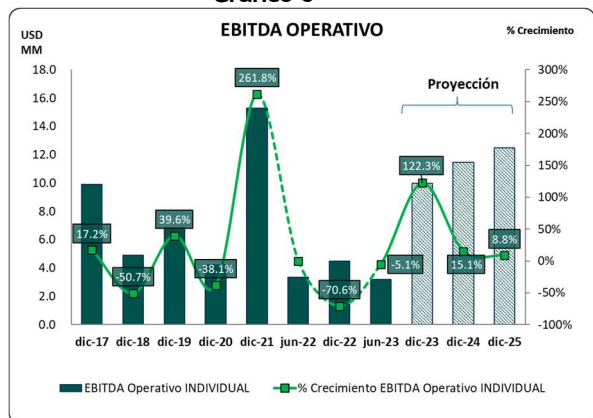


Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

El emisor ya liquidó el inventario con precio promedio elevado por lo cual se espera que el margen bruto conserve la tendencia a recuperarse durante el año 2023 y siguientes, 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 8.33% de los ingresos por ventas y servicios, porcentaje que se afectó por la disminución de las ventas en dólares y en toneladas de algunos de los productos comercializados por Kubiec. En nuestras proyecciones mantenemos una mejora a 7.20% hasta el año 2025, debido a que se espera que se sigan ejecutando planes de optimización del gasto operativo.

Gráfico 6

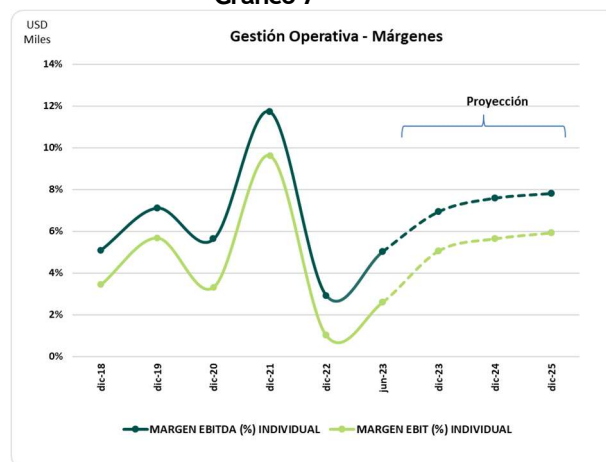


Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

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.

En diciembre 2022 el EBITDA llegó a USD 4.48MM, con una disminución del 71.5% respecto al 2021. A junio 2023 se sigue observando una disminución significativa del EBITDA por un efecto de precio y volumen. Para el final del año 2023 se espera que el EBITDA operativo crezca y llegue a USD 9.97MM.

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%. Sin embargo, en el año 2022 se identifica un deterioro del margen EBITDA incluso más allá de los niveles registrados en 2019 y 2020 como resultado de la volatilidad del precio del acero y un entorno operativo complicado. En el primer semestre del año 2023 las ventas se contraen por el traspaso de la producción de tuberías de la planta de Quito a la de Guayas, sin embargo, existe una recuperación del margen y según las proyecciones sensibilizadas se espera que la tendencia creciente siga al cierre del año y en los siguientes años.

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. En diciembre-2022 la compañía muestra un resultado negativo de USD -1.2MM principalmente por la disminución del margen bruto debido a la variación del precio internacional del acero llegando a un ROA y ROE promedio de -2.9% y -0.9%, respectivamente. A la fecha de corte la utilidad neta sigue siendo negativa, pero 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-19	dic-20	dic-21	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23
Total Activo Corriente	50%	47%	62%	63%	60%	57%	51%
Fondos Disponibles	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
Inversiones corto plazo	0%	0%	1%	0%	0%	0%	1%
CxC Comerciales	16%	15%	12%	12%	13%	12%	14%
Inventarios Neto	28%	21%	41%	41%	37%	34%	27%
Otras cuentas por cobrar	2%	2%	3%	1%	1%	1%	2%
Gastos anticipados	4%	8%	6%	6%	8%	5%	7%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	2%	1%	4%	0%
Total Activo No Corriente	50%	53%	38%	37%	40%	43%	49%
Propiedad, planta y equipo	41%	44%	29%	29%	31%	33%	37%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	5%	6%	6%	6%	6%	7%	8%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Pasivo y Patrimonio

Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23
Total Pasivo Corriente	51%	52%	52%	52%	39%	43%	34%
Deuda Financiera CP	28%	26%	25%	25%	23%	18%	15%
Deuda Comercial	17%	19%	20%	20%	8%	19%	13%
Otros Pasivos CP	6%	7%	7%	7%	8%	5%	6%
Total Pasivo LP	16%	14%	18%	18%	31%	26%	32%
Deuda Financiera LP	13%	11%	15%	15%	28%	23%	28%
Otros pasivos LP	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
PATRIMONIO	33%	34%	30%	30%	30%	31%	34%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

El 51% 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 de los días y del costo promedio del inventario.

Por la naturaleza del negocio del emisor, el riesgo de obsolescencia del inventario se considera bajo. Como medida conservadora 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 49% del activo es de largo plazo (40% a jun-2022) 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 14.4%, que genera una mayor proporción de activos fijos

dentro del balance tras la reducción del precio del inventario.

El 66% del activo se encuentra financiado con recursos propios y pasivos a largo plazo, mientras el 34% restante lo está con pasivos de corto plazo. Con respecto a la estructura de la deuda financiera, el 15% del activo se encuentra financiado con deuda financiera de corto plazo proveniente del sistema financiero. Adicionalmente la deuda financiera de largo plazo representa el 28% del activo y está repartida entre instituciones financieras y mercado de valores. A jun-2023 la participación del pasivo corriente se sitúa por debajo del 35%.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

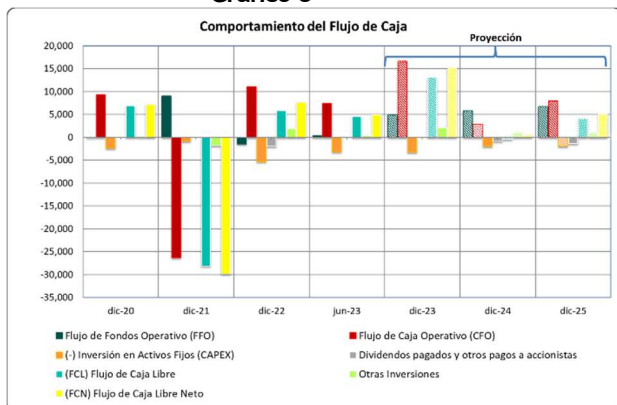
Tradicionalmente, KUBIEC ha generado flujos de fondos y operativos positivos. El Flujo de Fondos Operativo (FFO) se ha mantenido positivo en todos los períodos analizados, menos en el 2020 y 2022 donde llegó a un valor negativo mínimo de USD -34M y USD -1.5MM respectivamente para luego recuperarse en los siguientes semestres. No obstante, en dichos años el emisor obtuvo flujos e caja operativos (CFO) y flujos de caja libre (FCL) positivos.

El Flujo de Caja Operativo (CFO) tiende a hacerse negativo en periodos 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. Lo contrario sucedió al final del año 2022 y en el primer semestre del año 2023 cuando la estrategia de la empresa fue reducir el inventario debido a que este tenía un costo superior al del mercado. Como resultado, la variación de capital de trabajo significó una entrada de efectivo de USD 12.6MM en 2022 y de USD 10.7MM a jun-23.

A la fecha de corte el saldo de deuda financiera de KUBIEC disminuye en 26.75% a comparación con jun-2022 y llega a USD 70.5MM con un 34% de esta en el corto plazo, una mejora frente a 2022, que cerró con una proporción corriente de 44%.

En la proyección se toman en cuenta inversiones en CAPEX de USD 3.3MM para 2023 y USD 2 MM para 2024, que son principalmente para el traslado de maquinaria a la planta ubicada en la provincia del Guayas y para el mantenimiento de la maquinaria de negocio, con el fin de consolidar la operación y mejorar la eficiencia.

Gráfico 8



Fuente: KUBIEC S.A.

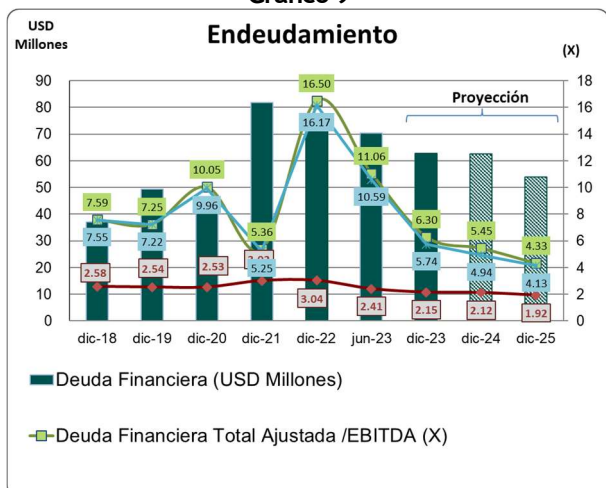
Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC a la fecha mantiene niveles de endeudamiento elevados en relación con el EBITDA. Sin embargo, en el primer semestre del año 2023 esta relación ha disminuido a 11.6 veces (16.5 veces dic-22) por el pago de alrededor de 3.5MM de la deuda financiera, el incremento del EBITDA anualizado a raíz del incremento del margen bruto y la disminución de la deuda financiera con los recursos obtenidos de la liberación de inventarios.

Hasta el cierre del año 2023, se espera un ajuste adicional del volumen de inventarios y la ejecución de mejoras operativas que están en proceso y que culminarán en 2024. Adicionalmente, el emisor pretende vender propiedades que no utiliza actualmente, que, de ejecutarse, aportarían positivamente al objetivo de reducción de endeudamiento.

Gráfico 9



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR

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

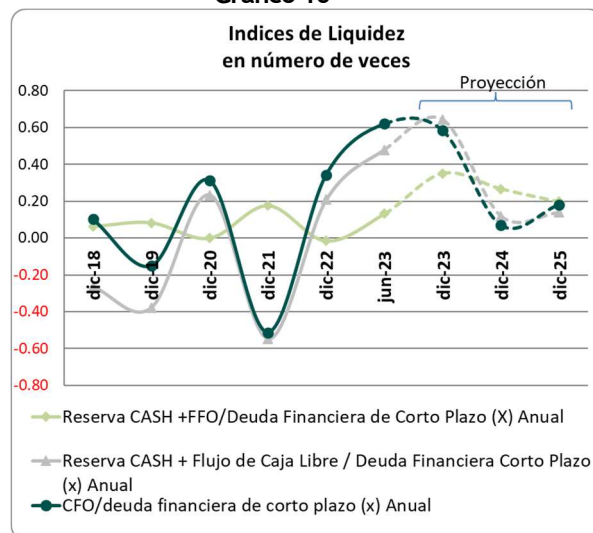
observar que durante los dos últimos años la empresa ha estado en un período de recesión y actualmente existe volatilidad alta del precio de su materia prima. No obstante, a futuro se espera que esta tenga capacidad de disminuir el nivel de deuda actual ya que el deterioro de los indicadores responde a situaciones coyunturales, mientras que su posicionamiento y estructura de negocio sigue siendo adecuada.

El índice de deuda frente al patrimonio tangible ha comenzado a disminuir a la fecha de corte por el pago de la deuda financiera y la estabilización del patrimonio. Se mantiene la expectativa de que el endeudamiento siga disminuyendo y el indicador mejore de forma importante hasta el cierre de año.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido estrecha, especialmente en períodos de crecimiento.

Gráfico 10



Fuente: KUBIEC S.A.

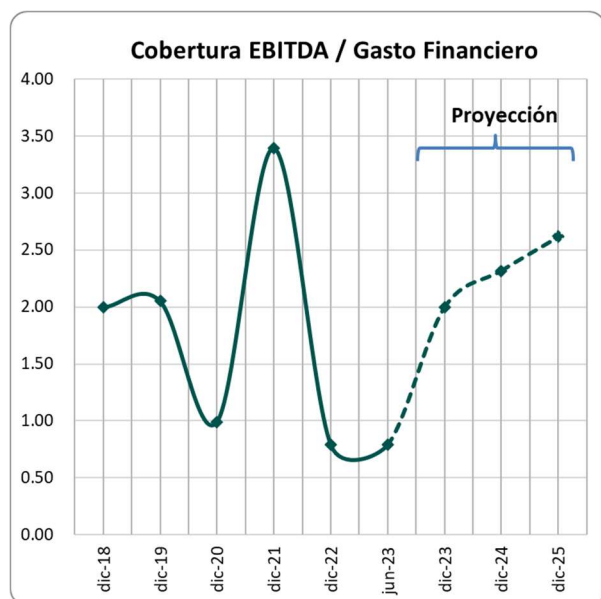
Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se indicó anteriormente, al cierre del año 2022 y durante el primer semestre del año 2023 el flujo tuvo un alivio debido a la liberación de parte del inventario. De acuerdo con las proyecciones, se espera que hasta el cierre de este año se siga generando un FCL importante que permita reducir la deuda en al menos USD 11 MM frente al 2022, y aumentar el nivel de reservas de liquidez en cerca de USD 5 MM, como medida defensiva ante los riesgos futuros del entorno.

En relación con la flexibilidad financiera de KUBIEC, medida por la cobertura de su gasto financiero con el EBITDA, al cierre del año 2022 este indicador se deterioró de forma significativa, y se mantiene presionado a la fecha de corte. Para el final de 2023 se espera que la mejora en la

gestión operativa y la reducción del endeudamiento permitan una mejora sostenida de este indicador.



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

En 2022 y el primer semestre del 2023 la empresa mejora significativamente su estructura de financiamiento, gracias a la emisión de obligaciones que se analiza en este informe, que cuenta con un plazo original de 5 años, lo cual mitiga parcialmente el nivel de endeudamiento.

Vencimiento	Deuda financiera	% de participación
Hasta jun-2024	28,171,601	40.63%
Hasta jun-2025	15,542,194	22.42%
Hasta jun-2026	13,333,774	19.23%
Hasta jun-2027	10,528,881	15.19%
Hasta jun-2028	1,760,278	2.54%
Total	69,336,728	100.00%

Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

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	jun-23
Activo Ajustado (USD M)	151,925
Activo Total (USD M)	163,369

jun-23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	7,445	7,445	20.41
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	50,579	58,025	2.62
3era	Deuda sin garantía específica de balance	49,334	107,359	1.42
TOTAL		107,359	107,359	1.42

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 1.42 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 51% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 49% 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 1.52 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 3.1 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 35.7% 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 0.66.

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.

El emisor no mantiene otra emisión vigente en el mercado de valores.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, entre enero y junio de 2023 se han negociado en mercado secundario los valores de la I Emisión de Obligaciones 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
Ene-2023	1	1	192,250	21	4.76%

KUBIEC S.A.							PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	dic-24	dic-25
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	155	186	344	1,737	1,482	2,965	5,608	5,902	2,474
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,431	18,751	17,246	23,285	22,062	23,569	25,105	26,441	23,528
Inventarios	34,700	33,059	23,959	82,601	60,652	43,510	42,705	44,777	47,197
Activos fijos	47,446	48,904	49,905	58,870	59,551	60,917	61,202	61,319	61,353
Otros Activos	13,652	18,042	21,246	35,374	36,905	32,408	28,892	32,671	28,716
Total Activos	115,385	118,941	112,700	201,867	180,652	163,369	163,511	167,223	163,268
Cuentas por Pagar Proveedores	28,317	19,706	21,005	40,598	35,052	21,397	27,478	28,836	30,414
Deuda Financiera Total	37,067	49,469	42,393	81,899	73,959	70,479	62,809	62,534	53,998
Deuda Financiera Corto Plazo	23,350	33,725	29,854	51,428	32,377	24,021	28,507	42,206	43,883
Deuda Financiera Largo Plazo	13,717	15,744	12,540	30,471	41,582	46,458	34,302	20,328	10,115
Otros Pasivos	12,675	10,518	11,448	19,370	14,844	15,483	14,622	22,278	16,036
Total Pasivos	78,059	79,693	74,847	141,867	123,856	107,359	104,910	106,689	100,448
Patrimonio	37,326	39,248	37,853	60,000	56,796	56,010	58,602	60,534	62,820
Resumen de Resultados									
Ventas	95,707	95,843	74,977	130,100	152,724	63,443	143,766	151,385	159,712
Costo de ventas	-82,445	-81,389	-64,896	-105,851	-139,820	-56,511	-125,546	-131,648	-138,771
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(9,965)	(9,007)	(7,589)	(11,734)	(11,341)	(5,286)	(10,951)	(11,214)	(11,494)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,297	5,446	2,492	12,516	1,564	1,646	7,268	8,524	9,446
Ingresos no operativos	824	435	374	638	2,284	418	0	0	0
Egresos no operativos	0	0	-249	-700	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	(2,449)	(3,390)	(4,255)	(4,503)	(5,669)	(2,850)	(4,992)	(4,951)	(4,778)
Impuestos a la renta	(875)	(690)	281	(2,259)	156	-	(470)	(738)	(964)
Otros resultados integrales	286	120	(39)	(173)	461	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	1,084	1,922	-1,395	5,519	-1,204	-786	1,806	2,835	3,704
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	4,886	6,823	4,220	15,270	4,482	3,187	9,966	11,468	12,474
(-) Gasto Financiero del período	-2,449	-3,325	-4,255	-4,503	-5,669	-2,850	-4,992	-4,951	-4,778
(-) Impuesto a la renta del período	-967	-707	0	-1,737	-306	3	-105	-738	-964
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,470	2,791	-34	9,031	-1,493	341	4,869	5,779	6,732
(-) Variación Capital de Trabajo	909	-7,894	9,386	-35,383	12,608	7,118	11,769	-2,882	1,219
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,379	-5,104	9,351	-26,353	11,115	7,459	16,637	2,897	7,951
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	824	435	374	638	2,284	418	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-249	-700	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	-8	-555	68	21	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,955	0	0	0	-2,000	0	0	-903	-1,417
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,165	-7,890	-2,441	-828	-5,306	-3,213	-3,300	-2,000	-2,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-227	-174	-77	-324	-380	-161	-161	-425	-425
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-6,144	-12,732	6,951	-28,122	5,782	4,524	13,177	-431	4,108
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,190	12,402	-7,076	31,042	-7,939	-3,480	-11,150	-276	-8,536
OTRAS INVERSIONES NETO	-141	361	283	-1,768	1,903	439	2,100	1,000	1,000
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EFFECTO EN CAJA DE FUSIÓN	0	0	0	240	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,095	30	158	1,392	-255	1,483	4,127	293	-3,427
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALAN	1,252	155	186	344	1,737	1,482	1,482	5,608	5,902
Indicadores									
Patrimonio Tangible	30,247	31,381	29,569	46,940	40,759	44,565	48,731	50,297	52,213
% crecimiento en ventas	-2.6%	21.0%	-21.7%	73.5%	17.4%	-17.2%	-5.9%	5.3%	5.5%
MARGEN EBIT (%)	3.4%	5.7%	3.3%	9.6%	1.0%	2.6%	5.1%	5.6%	5.9%
MARGEN EBITDA (%)	5.1%	7.1%	5.6%	11.7%	2.9%	5.0%	6.9%	7.6%	7.8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(	1.60	1.84	0.99	3.01	0.74	1.12	1.98	2.17	2.41
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.79	1.12	2.00	2.32	2.61
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.79	1.12	2.00	2.32	2.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.59	7.25	10.05	5.36	16.50	11.06	6.30	5.45	4.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	7.55	7.22	9.96	5.25	16.17	10.59	5.74	4.94	4.13
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49.8%	55.8%	52.8%	57.7%	56.6%	55.7%	51.7%	50.8%	46.2%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.06	0.08	(0.00)	0.18	(0.02)	0.13	0.35	0.26	0.20
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	(0.15)	0.31	(0.51)	0.34	0.62	0.58	0.07	0.18
Reserva en CASH+líneas 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)	0.21	0.48	0.64	0.12	0.14
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.27)	(0.37)	0.24	(0.58)	0.27	0.52	0.72	0.14	0.16

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 disseminación 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.