

**Ecuador**  
**Emisión de obligaciones**

**KUBIEC S.A.**

**Quinto Seguimiento**

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

**Perspectiva:** Estable

**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-23	dic-24
Activos	156.9	149.4
Ventas	123.5	112.5
Margen EBITDA (%)	4.12%	4.91%
ROE (%)	-3.61%	-2.63%
Deuda / capitalización (%)	53.65%	49.32%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.38	0.44
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.31	0.49
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	12.48	9.42
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	-117.80	186.53

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- y cambiar la perspectiva de negativa a estable 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.

**La perspectiva de la calificación cambia a estable**, por la resiliencia de la empresa ante los riesgos del entorno operativo interno, externo y el pago puntual de su deuda. La perspectiva cambia debido a la capacidad recurrente del emisor de liberar capital de trabajo y la constatación de la reducción del nivel de endeudamiento respecto al EBITDA, lo cual es resultado de la evolución de márgenes, la actual estabilidad del costo de su principal materia prima, crecimiento en sus nuevas líneas de negocio y su estrategia de optimización de sus procesos productivos

**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 mayor estabilidad a la fecha de corte, aunque aún existen factores exógenos a la operación de la compañía, como el costo de fletes, el crecimiento de la economía y el contexto internacional, que podrían afectar el cumplimiento de sus proyecciones. La administración de la compañía espera que en los siguientes años el margen bruto mantenga la tendencia creciente como resultado de nuevos contratos con clientes en la línea proyectos, nuevas líneas y recuperación de las ventas en las líneas rezagadas.

**Endeudamiento significativo en relación con la generación con tendencia a reducirse:** A diciembre 2024 el indicador de deuda financiera sobre el EBITDA mejora, pero todavía es elevado como resultado de coyunturas externas e internas. Pese a que la contracción de la operación en los últimos años, el emisor ha conseguido flujos operativos importantes impulsados por la optimización de su capital de trabajo, que permitieron disminuir la deuda financiera a niveles cercanos al monto esperado en la calificación inicial. Por otro lado, de mantenerse la tendencia de crecimiento en el margen bruto y la optimización del capital de trabajo, en 2025 el emisor continuaría disminuyendo su endeudamiento y mejorando su generación operativa, a niveles más saludables. Adicionalmente, la empresa mantiene líneas de crédito disponibles con varias instituciones financieras nacionales.

**Expectativa de flujo de caja libre positivo para disminución de endeudamiento:** En 2024 el emisor generó un flujo de caja libre importante, proveniente tanto de los mejores márgenes, crecimiento en ventas de líneas nuevas y de la liberación de capital de trabajo, lo cual permitió disminuir su endeudamiento. Esperamos que en los siguientes años esta capacidad de liberar capital de trabajo sea menor, pero se mantenga. El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga parcialmente por las líneas de crédito, la imagen y la posición de la empresa en el mercado.

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

I Emisión de Obligaciones				
Emisor	KUBIEC 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	5,937,500	5,937,500	83,500	83,500
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	Clase B: Semestral con un año	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

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia, con un crecimiento de 2.4%. Por su parte, la previsión de crecimiento para 2024 se ha ido ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la cifra oficial del BCE es un aumento de 0.9%, el FMI proyecta una contracción de 0.4% en este año y un crecimiento de 1.6% para el 2025. En estas cifras se consideran las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que sufre el país desde septiembre 2024. Adicionalmente, en el mes de octubre 2024 el Banco mundial redujo su proyección de crecimiento del 0.07% (jul-24) al 0.03% debido a persistentes obstáculos estructurales de la región<sup>1</sup>.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del presidente Daniel Noboa. Durante el año 2024 el nuevo gobierno ha enfrenado una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos

de delincuencia organizada que ha soportado el país el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

Durante la gestión de actual presidente se han aprobado varias leyes orientadas a una mayor recaudación tributaria y a superar los problemas mencionados. La Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, que fue aprobada por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, otorgó exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo. En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año fue aprobado un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardará un tiempo en resolverse<sup>2</sup>. En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000MM del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesita para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no serán suficientes. En diciembre de 2024, el FMI depositará otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> <https://www.primicias.ec/economia/banco-mundial-expectativas-crecimiento-ecuador-80861/>

<sup>2</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

<sup>3</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

En cuanto a la situación fiscal, hasta noviembre este se ubica en USD 2161 millones, y se incrementa a USD 3826 millones al restar los USD 1565 de auto retenciones al impuesto a la renta<sup>4</sup>. La recaudación tributaria alcanzó hasta septiembre 2024 USD 7,144MM por IVA, un 12.7% más que en el mismo periodo del 2023. Con todos los impuestos y contribuciones, la recaudación total llega a casi USD 15,485MM lo que representa un crecimiento del 14.7% interanual<sup>5</sup>. Esto como resultado de mayores recaudaciones de IVA, contribución temporal y autorretenciones a grandes contribuyentes.

En los primeros meses del año 2024 el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, USD 1.36 por barril menos que a lo presupuestado en la proforma. A octubre 2024 el precio del petróleo WTI alcanzó USD 75.63 y para lo que queda de año y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estima que el precio del petróleo podría rondar entre los USD 60 y 75<sup>6</sup>.

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 Yasuni<sup>7</sup>. Este bloque petrolero representa casi el 12% de la producción petrolera del país. El BCE estima que la producción petrolera no fiscalizada podría llegar a unos 177 MM de barriles solo si no cierra el bloque petrolero ITT y de 172MM si cierra. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.<sup>8</sup> El primer pozo se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años.

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. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante los primeros meses del tercer trimestre. Desde el mes de septiembre y como resultado de la crisis energética que ha ocasionado apagones de hasta 14 horas diarias, se observa una disminución de la popularidad del actual presidente Daniel Noboa y consecuente caída en la intención de voto para las elecciones del año 2025<sup>9</sup>.

A noviembre 2024 el indicador de riesgo país está en torno a los 1250 puntos debido los crecientes temores sobre el impacto de la crisis energética en la economía y las finanzas públicas. Los inversionistas internacionales y multilaterales actualmente monitorean día a día la situación de las lluvias y el nivel de los embalses de las hidroeléctricas en Ecuador por lo que se espera un incremento en la volatilidad de este indicador<sup>10</sup>.

La Cámara de Comercio Ecuatoriana ha calculado que el sector industrial perdió USD 4000MM, por otro lado, el sector comercial sufrió una caída de USD 3,500MM en ventas. Esto refleja una afectación significativa en la productividad y competitividad de las empresas, las cuales tuvieron que paralizar operaciones, reducir turnos o en el peor de los casos incluso cerrar temporalmente<sup>11</sup>.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023 y esta calificación se reafirmó en agosto 2024. Esta modificación fue impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuni y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación

<sup>4</sup> Reporte Macroeconómico No 189 del Observatorio fiscal, disponible en <https://observatoriosfiscal.org/>

<sup>5</sup> <https://www.forbes.com.ec/today/us-15485-millones-recaudaron-impuestos-enero-septiembre-n61065>

<sup>6</sup> <https://www.primicias.ec/opinion/jose-xavier-orellana-giler/mercado-petroleo-gasolina-produccion-precio-78585/>

<sup>7</sup> Primicias <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

<sup>8</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

<sup>9</sup> <https://www.bloomberglia.com/latinoamerica/ecuador/intencion-de-voto-por-daniel-noboa-cae-y-para-luisa-gonzalez-se-mantiene-comunicaliza/>

<sup>10</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/crisis-electrica-ecuador-mas-riesgoso-argentina-inversionistas-internacionales/#:~:text=El%20riesgo%20pa%C3%ADs%20de%20Ecuador,la%20Argentina%20con%201.100%20puntos.>

<sup>11</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/apagones-cortes-de-luz-perdidas-empresas-industrias-7500-millones-camara-de-comercio-de-quito-monica-heller-ecuador-2024-nota/>

incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado. La calificadora consideró también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses.

FITCH considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez, la misma que ya se ha evidenciado desde 2023.

**Cifras económicas y perspectivas**

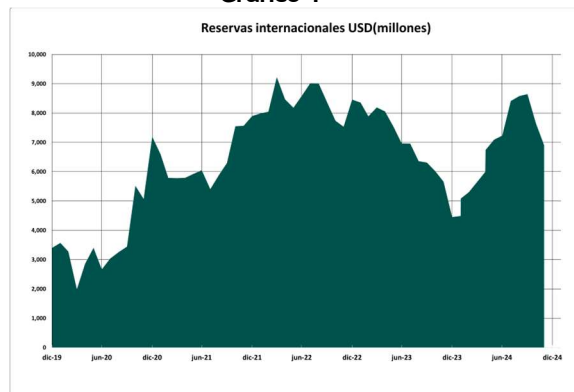
El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.40%<sup>12</sup> frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	2.40%	0.90%
Exportaciones	2.54%	2.30%	2.40%
Importaciones	4.49%	2.60%	-0.80%
Consumo final Gobierno	4.46%	3.70%	1.10%
Consumo final Hogares	4.59%	1.40%	0.20%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	0.50%	0.60%

Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, a un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

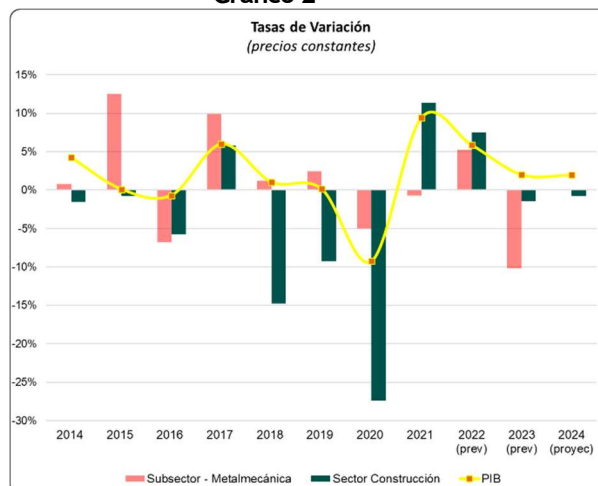
**Gráfico 1**



Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

En lo que respecta a la industria de manufactura, existió un leve crecimiento de 0.39% en 2023 y de 0.34% en 2024 según cifras preliminares del Banco Central del Ecuador y ya son superiores al nivel de producción del periodo anterior a la pandemia del año 2020.

**Gráfico 2**



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

De acuerdo con el Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tuvieron un decrecimiento del -10.17% en el 2023, mientras que el sector de la construcción, que es un consumidor de metales y productos derivados se mantuvo con un crecimiento casi nulo del 0.39% en dicho año.

Para el 2024, la última previsión oficial indica que el sector de la construcción mantiene la tendencia negativa y cierra con una caída en su aporte al PIB interanual del -0.77%. Esta situación se da por la menor inversión pública que al cierre del año alcanza 689MM, 73MM menos que en el mismo

<sup>12</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-registro-un-crecimiento-de-2-4-en-2023->

1616#: -:text=En%202023%2C%20el%20Producto%20Interno,%2C2%25%20alcanzado%20en%202022.

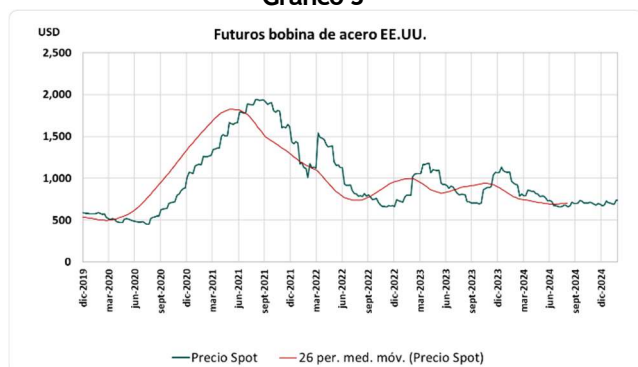
periodo del 2023, que ya había sido baja<sup>13</sup>.

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. Después de la pandemia la oferta de acero 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 hasta el tercer trimestre del año 2023, sin embargo, en el último trimestre de ese año se observó nuevamente una tendencia creciente. Por otro lado, en el año 2024 el precio del acero bajó debido a la alta producción de China que, al estar subsidiada por el Estado y actualmente presentar una baja demanda interna, inunda el mercado mundial. Durante el año 2024 la asociación mundial del acero pronosticó un crecimiento en la demanda de acero del 0.9% y de un 1.2% para el año 2025<sup>14</sup>.

Como se muestra en el gráfico a continuación, el precio de los futuros de bobina de acero de los Estados Unidos de América mantuvo una tendencia definida al alza hasta mediados del 2021, decreció fuertemente hasta mediados de 2022, y posteriormente ha registrado variabilidad, pero manteniendo un promedio anual más estable.

Gráfico 3



Fuente: Investing  
Elaboración: BankWatch Ratings S.A.  
Fecha de corte: Dic-2024

Otros riesgos que actualmente desafían al sector de la construcción son la inestabilidad política, la crisis energética y la inseguridad. Al no existir una continuidad política por el cambio frecuente de Gobiernos en los años anteriores, este sector no ha conseguido despegar y varias de las iniciativas que inician en una administración no continúan en la siguiente. Sobre la generación eléctrica, la incertidumbre sobre la capacidad del Estado proviene del hecho de que en 2024 se dieron cortes de energía prolongados a causa de la sequía que vivió el país, obligando a varias empresas a aumentar sus costos de autogeneración energética o incluso a suspender sus operaciones varios días o semanas<sup>15</sup>. Por último, el crecimiento de la inseguridad se ha visto traducida en la extorsión y secuestro de empresarios dedicados a actividades de construcción e industrias relacionadas, desincentivando la inversión y limitando el desarrollo del sector.

#### 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, cuenta con dos plantas industriales en Quito y en Petrillo. 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. No obstante, la estrategia actual considera la creación de centros de distribución en Quito, Cuenca y Santo Domingo, para mejorar la eficiencia en la entrega de mercadería.

A dic-2024, la nómina de KUBIEC S.A. comprende a 570 (545 en jun-24) personas, distribuidas en áreas administrativas, producción y ventas. Frente a enero-2024 presenta un incremento de 4.59% a raíz de la recuperación en la producción de varias líneas de negocio.

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

<sup>13</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sector-construccion-ecuador-enfrenta-panorama-desafiante-para-2025.html>

<sup>14</sup> <https://expansion.mx/economia/2024/10/14/asociacion-mundial-del-acero-rebaja-su-prevision-de-demanda-mundial-para-2024>

<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-industrias-apagon-cementeras-mineras-noboa-85363/>

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 (68% de las ventas): cubiertas y seriados (perfiles, tubos).
- Proyectos (27% de las ventas): vigas, cubiertas, perfiles especiales.
- Otros (5% del total de las ventas).

La empresa está enfocada en alcanzar nichos de mercado 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 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. Sobre este producto, existe una línea superior, que 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.).

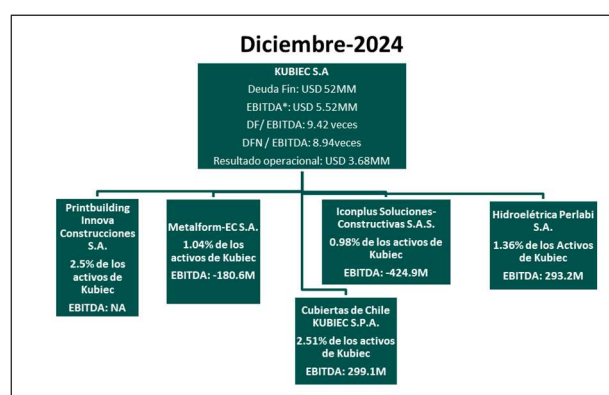
El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 96% de las ventas de KUBIEC S.A. Sin embargo, la empresa

realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos; a diciembre-2024 el principal mercado de exportación fue Colombia, seguido por Nicaragua y El Salvador.

Según información proporcionada por la compañía, la capacidad instalada utilizada promedio a diciembre 2024 ha llegado a representar el 45.08% de la capacidad total.

De acuerdo con el Informe sobre Cumplimiento de Obligaciones Tributarias de 2023, elaborado por PricewaterhouseCoopers, KUBIEC S.A. La empresa cumple con las resoluciones establecidas por el Servicio de Rentas Internas.

## ESTRUCTURA DEL GRUPO



\*EBITDA anualizado  
Fuente: KUBIEC S.A.  
Elaboración: BWR

KUBIEC S.A. consolida balances con sus cinco subsidiarias nacionales e internacionales. A diciembre 2024, KUBIEC S.A. es poseedora del 99.66% de las acciones de Cubiertas de Chile KUBIEC S.P.A., del 100% de las acciones de Printbuilding Innova Construcciones S.A., del 100% 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. Cabe mencionar que los activos totales de estas subsidiarias en conjunto representan menos del 6% de los activos de Kubiec y únicamente Metalform mantiene endeudamiento con Instituciones financieras por un monto que no es significativo.

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 y en el futuro podría ser liquidada. Metalform está domiciliada en Quito y realiza la fabricación, comercialización y alquiler de sistemas de encofrados, andamios metálicos y estructuras de meta, durante el año 2024 Kubiec aumentó su participación accionaria al 100% en esta subsidiaria y se esperaba que sea absorbida en el año 2025 según lo dispuesto por el directorio. Iconplus es una empresa tecnológica que brinda

soluciones de construcción sostenibles. Por último, Hidroeléctrica Perlabi mantiene una concesión para la generación de energía hidroeléctrica.

Por lo mencionado y teniendo en cuenta que Kubiec es la principal participe en las cifras financieras de grupo, y que concentra la gran mayoría de la generación y la deuda financiera, usaremos las cifras individuales del emisor para realizar los análisis del presente informe.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

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

Accionistas	% de Participación
Felipe Xavier Avellán Arteta	31.1%
Henry Javier Yandún Cárdenas	30.2%
Juan Daniel Kohn Topfer	9.7%
Otros menores al 9%	29.0%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

El patrimonio de KUBIEC S.A. a dic-2024 es de USD 53.44MM y de este el 70.94% 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 49.3% de la capitalización<sup>16</sup> 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 corte 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.

El Directorio está conformado por cinco directores principales y tres suplentes. Dos de ellos son

independientes a la compañía y el resto relacionados. Este directorio sesiona 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, y otros 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:

- Crecimiento orientado principalmente hacia proyectos.
- Incrementar la rentabilidad de ciertas gamas de productos a través de especialización.
- Automatizar procesos de las líneas de producción mediante el uso de robótica.
- Incrementar las ventas a través de estrategias comerciales direccionadas a incrementar la eficiencia de entrega mediante el desarrollo de su centro logístico.
- Fomentar el crecimiento en ventas al exterior, sacando provecho a la certificación UL de sus productos.
- Consolidación de nuevos proyectos orientados a líneas no tradicionales.

Con el fin de controlar y mejorar su rentabilidad, la empresa implementa estrategias tales como: mayor diversificación de productos y líneas de

<sup>16</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 individuales y consolidados de KUBIEC S.A., auditados a diciembre 2020 y 2021 por KPMG y 2022 y 2023 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 diciembre 2024.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los años 2025, 2026 y 2027, 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 lugar 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 diciembre-2024 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 registra volatilidad procedente del precio del acero, mientras que las ventas en toneladas han fluctuado en función del entorno operativo.

**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 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 2023 las ventas se vieron afectadas por la declaración de muerte

cruzada, menor producción de tubería por el traspaso de esta línea a su planta en Guayas, a la situación de inseguridad y el precio promedio de venta.

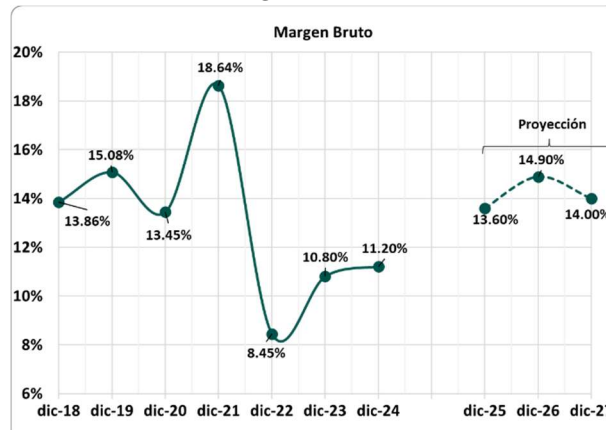
Con respecto al 2024, el emisor sufrió una disminución en las ventas de 8.9% como resultado del incremento de los niveles de inseguridad del país, la crisis energética, contracción en la venta de viviendas, menor gasto público, etc. Las acciones tomadas en este año por Kubic para compensar esta caída de ventas fueron: buscar nichos de mercado para tipos de productos, clase de cliente, zona y concentrarse en realizar contratos de proyectos. Adicionalmente, se evidencia mejoras en líneas de productos que en el año anterior mantuvieron resultados negativos, con lo que, a pesar de las menores ventas totales, se consiguió márgenes superiores a los de años pasados. Finalmente, la compañía ha conseguido varios contratos en su línea de proyectos, que mantuvieron un nivel de ventas altos en esta línea y permitió mejorar la liquidez con los anticipos recibidos.

Con respecto al 2025, el emisor proyecta una disminución en las ventas de 0.3%, que consideramos factible, tomando en cuenta la difícil situación del sector de la construcción, la expectativa de estabilización del margen bruto y sus estrategias comerciales.

En lo que respecta al margen, en 2021 se vendió inventario que tenía un menor precio promedio y permitió que el margen bruto mejorara de 13.4% a 18.6%, 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 diciembre 2023, debido a que la compañía compró inventario a los nuevos precios, el margen se recuperó parcialmente, hasta 10.8%, sin embargo, este crecimiento no alcanzó el margen presupuestado de 12.67%. Finalmente, a diciembre 2024 se aprecia una mejora en los márgenes de las diferentes líneas de negocios, que permite que el margen total alcance 11.20%, aunque este no llega a los niveles presupuestados de alrededor del 13%.

Para el año 2025 y siguientes se espera una recuperación del margen a alrededor del 14% debido al enfoque en proyectos que son más rentables que la venta de commodities de años atrás y a la optimización en las operaciones de la compañía que ya se ha ido materializando a lo largo del año 2024. Cabe indicar que este porcentaje es menor que las expectativas reales del emisor (15.05%). Es importante notar también que el emisor se encuentra aplicando gradualmente el resultado de una consultoría internacional para mejorar su eficiencia operativa.

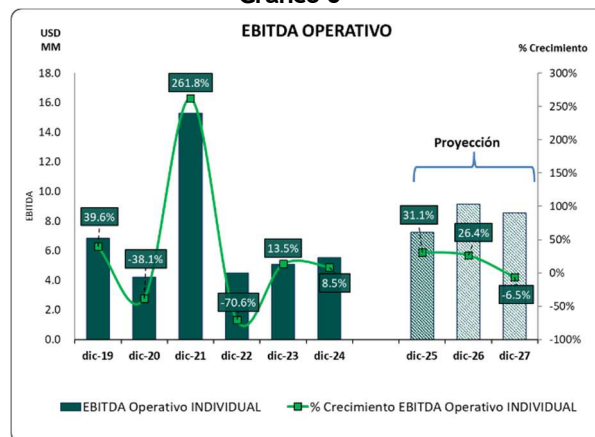
**Gráfico 5**



Fuente: KUBIEC S.A.  
Elaboración: BWR.

A diciembre-2024, los gastos operativos absorben el 8.79% de los ingresos por ventas y servicios (8.71% a dic-2023, 8.33% a dic-2022), porcentaje que se afectó por la disminución interanual de las ventas en dólares y en toneladas de algunos de los productos comercializados por Kubic. En nuestras proyecciones esperamos que en 2025 este indicador alcance 9.8% y tienda a disminuir hasta 9.61% en el año 2026, por la mayor producción y recuperación de las ventas. No obstante, este supuesto dependerá también de que se cumpla la expectativa de crecimiento del negocio.

**Gráfico 6**

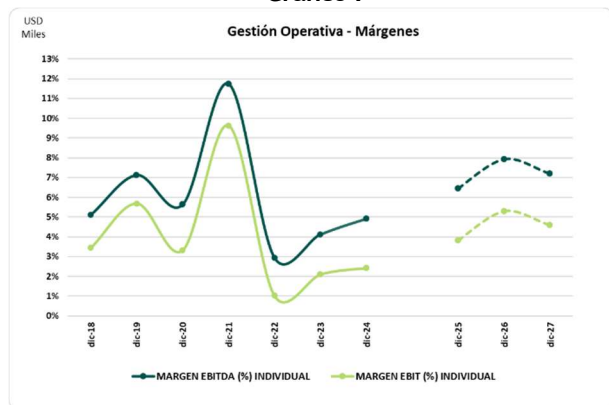


Fuente: KUBIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

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. El comportamiento de los últimos años refleja el impacto de la fusión y de la fuerte volatilidad del margen bruto, explicada en párrafos anteriores. Desde 2023 se observa una tendencia del EBITDA a recuperarse, pese las menores ventas, aunque a un ritmo más lento que el inicialmente esperado. En 2024 el EBITDA alcanza USD 5.52MM (crecimiento anual de 8.46%) a pesar de la disminución de las ventas

como resultado del incremento de los márgenes, pero no alcanza el margen presupuestado al inicio de año del 14%.

Gráfico 7



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

En 2025 y 2026, con base en la expectativa de recuperación del margen bruto por las estrategias ya mencionadas, esperamos que se mantenga la tendencia positiva del margen EBITDA, aunque el resultado estará sujeto al cumplimiento de los objetivos de negocio, dentro de un entorno económico con elementos de incertidumbre. La compañía ha tenido que ajustar a la baja sus previsiones de crecimiento para los siguientes años debido al entorno operativo actual, sin embargo, esperamos que se logre cumplir con el crecimiento de los márgenes de varias de sus líneas, gracias al enfoque de aquellas más rentables.

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, independientemente de que se den reformas tributarias en un futuro.

Los resultados netos del emisor en los años 2022 y 2023 han sido negativos (USD -1.2MM y USD -2.06MM, respectivamente). Con la recuperación del margen bruto, que se aprecia desde el último trimestre del 2023, en el mes de diciembre 2024 se registra una pérdida neta de USD -1.42MM, la cual es inferior a la registrada el año anterior. A partir del 2025 esperamos que el emisor logre generar nuevamente resultados netos positivos.

## Estructura del Balance

### Activo

Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>50%</b>	<b>47%</b>	<b>63%</b>	<b>57%</b>	<b>50%</b>	<b>47%</b>
Fondos Disponibles	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%	1%
CxC Comerciales	16%	15%	12%	12%	14%	14%
Inventarios Neto	28%	21%	41%	34%	26%	25%
Otras cuentas por cobrar	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Gastos anticipados	4%	8%	6%	5%	4%	4%
Otros activos corrientes	0%	0%	2%	4%	4%	2%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>50%</b>	<b>53%</b>	<b>37%</b>	<b>43%</b>	<b>50%</b>	<b>53%</b>
Propiedad, planta y equipo	41%	44%	29%	33%	39%	41%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	5%	6%	6%	7%	8%	8%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	2%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### Pasivo y Patrimonio

Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>	<b>43%</b>	<b>40%</b>	<b>48%</b>
Deuda Financiera CP	28%	26%	25%	18%	19%	22%
Deuda Comercial	17%	19%	20%	19%	16%	18%
Otros Pasivos CP	6%	7%	7%	5%	5%	7%
<b>Total Pasivo LP</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>17%</b>
Deuda Financiera LP	13%	11%	15%	23%	21%	13%
Otros pasivos LP	3%	3%	3%	3%	3%	4%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

El 47% 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. Sobre la calidad de las cuentas por cobrar, la empresa realiza provisiones en función de la evaluación de riesgo individual o colectivo 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 53% del activo es de largo plazo (50% a dic-2023) 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 -4.77%, que genera una mayor proporción de activos fijos dentro del balance tras la reducción del precio del inventario.

El 52% del activo se encuentra financiado con recursos propios y pasivos a largo plazo, mientras el 48% restante lo está con pasivos de corto plazo. Con respecto a la estructura de la deuda financiera, el 22% del activo se encuentra financiado con deuda financiera de corto plazo proveniente del sistema financiero y una menor

porción del mercado de valores. Adicionalmente la deuda financiera de largo plazo representa el 13% del activo y está repartida entre instituciones financieras y mercado de valores. A dic-2024 la participación del pasivo corriente crece a un 48% (40% jun-23).

**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, que registraron valores negativos de USD -34M y USD -1.5MM, respectivamente, para luego recuperarse en los siguientes semestres. No obstante, en dichos años el emisor obtuvo flujos de caja operativos (CFO) y flujos de caja libre (FCL) positivos.

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, cuando incrementaron los inventarios y su precio promedio se elevó de forma significativa. Lo contrario sucedió al final del año 2022 y en el 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 12.7MM en 2022 y de USD 12.06MM a dic-23. A la fecha de corte se sigue liberando capital de trabajo y este aporta en 2024 con USD 14.40MM como resultado de menores inventarios y otros activos corrientes.

Pese a que las expectativas del EBITDA no se cumplieron, la generación operativa medida por el CFO, impulsada por las liberaciones de capital de trabajo, han permitido que el emisor cumpla con el objetivo de disminución de su deuda financiera, la cual en 2024 disminuyó en USD 11.5MM o 18.12% frente al 2023 (Kubiec proyectó 20%) y en 29.7% respecto al 2022, valor cercano a nuestra expectativa inicial de reducción de USD 12.87MM.

Para el final del año 2024 el CFO mejora, en línea con la recuperación del EBITDA y la gestión de optimización del capital de trabajo (disminución de inventarios, venta de notas de crédito del SRI, anticipos de clientes de la línea de proyecto, etc.). Esto pese a la crisis energética, la inseguridad nacional y la contracción del sector de la construcción factores externos que ocasionaron un menor crecimiento al esperado.

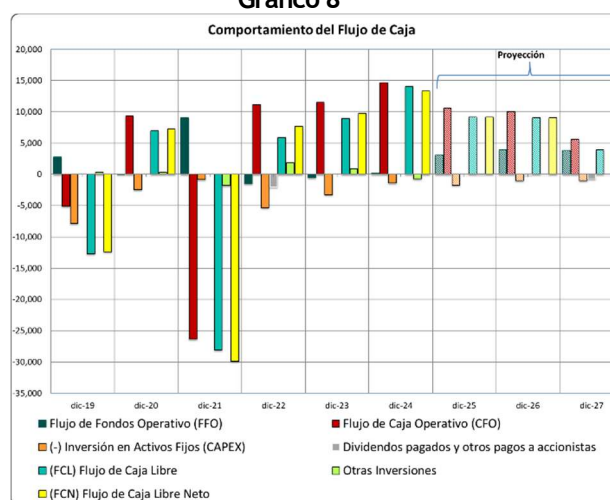
En el año 2025 se espera que la generación aumente, en función de una estabilización en los ingresos por ventas, el mantenimiento de la tendencia de recuperación del margen bruto y la posibilidad de seguir liberando capital de trabajo,

principalmente de la reducción de inventarios y de menores días de cuentas por cobrar.

En los siguientes años se espera que, a la recuperación del EBITDA se sigan acompañando con liberaciones de capital de trabajo, aunque menores a los históricos, que provendrían de la recepción de anticipos de los proyectos nuevos, mayores plazos de financiamiento de los proveedores y de un uso más eficiente de inventarios.

En la proyección se toma en cuenta inversiones en CAPEX de USD 1.7MM para 2025 y USD 1 MM para 2026, que son principalmente para el mantenimiento de la maquinaria de negocio, con el fin de consolidar la operación y mejorar la eficiencia.

**Gráfico 8**

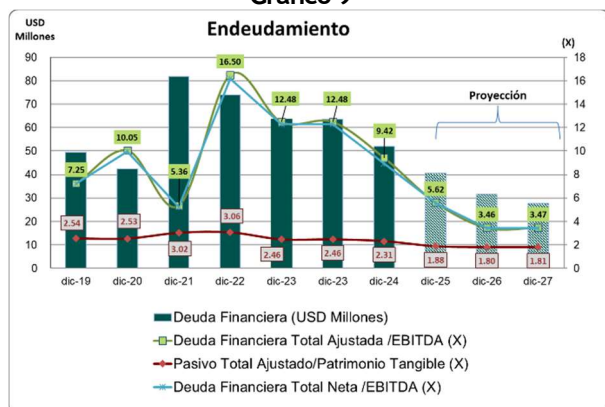


Fuente: KUBIEC S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC a la fecha mantiene niveles de endeudamiento de 9.42 veces en relación con el EBITDA. Al final del año 2023 esta relación fue de 12.48 veces (16.5 veces a dic-22) por lo que la compañía ha pagado un importante valor de la deuda que mantenía y planea seguir reduciéndola en los siguientes años. Existe un proceso de ajuste adicional del volumen de inventarios, cuentas por cobrar, mejores márgenes y la ejecución de mejoras operativas que están en proceso y que continuará en 2025 y 2026.

Adicionalmente, el emisor pretende vender propiedades que no utiliza actualmente, que, de ejecutarse, aportarían positivamente al objetivo de reducción de endeudamiento, aunque este flujo no se considera en la proyección.

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 deben evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico. Es importante observar que durante los tres últimos años la economía ecuatoriana y el sector de construcción ha afrontado un período de poco dinamismo e inestabilidad.

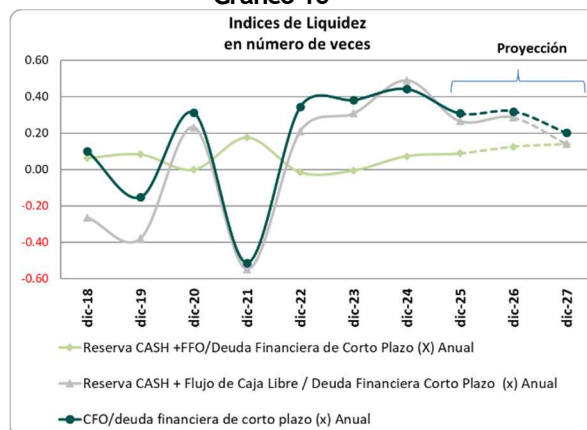
Sin embargo, el emisor ha tenido la capacidad de reducir su deuda y a futuro se espera que continúe disminuyéndola ya que el deterioro de los indicadores responde a situaciones coyunturales, mientras que su posicionamiento y estructura de negocio sigue siendo adecuada. No obstante, también se aprecia que el emisor se encuentra en una condición de mayor vulnerabilidad frente a la incertidumbre del entorno operativo y otros factores externos como la volatilidad de los precios de la materia prima.

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 que a partir de 2025 los indicadores de cobertura se recuperen a niveles más consistentes con su calificación de riesgo actual.

### Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido estrecha, especialmente en períodos de crecimiento. A la fecha de corte se observa un incremento de la liquidez debido a pagos anticipados de proyectos recibidos en los últimos meses del año 2024.

Gráfico 10



Fuente: KUBIEC S.A.

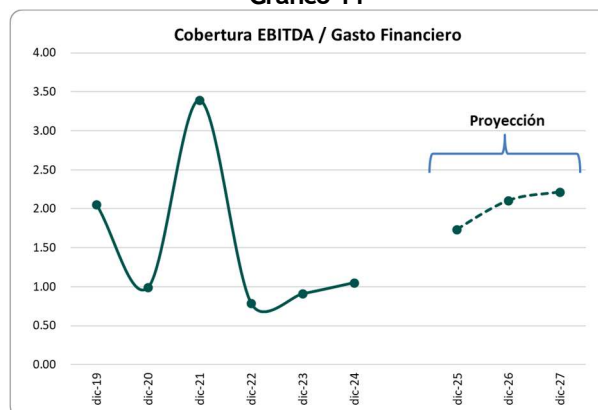
Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se indicó anteriormente en los últimos tres años el flujo tuvo un alivio debido a la liberación de parte del inventario. De acuerdo con las proyecciones, se espera que en 2025 se siga generando un FCL importante que, junto a la utilización de aproximadamente USD 2 millones de inversiones temporales que el emisor mantiene como excedente a la fecha de corte, permita reducir la deuda en al menos USD 11.3 MM.

Con relación a la flexibilidad financiera de KUBIEC, medida por la cobertura de su gasto financiero con el EBITDA, este se ha recuperado desde el 2023 gracias a la reducción del endeudamiento y esperamos que esta mantenga la tendencia a mejorar en los próximos años.

Gráfico 11



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

En los años 2022 y 2023 la empresa mejoró 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 riesgo de liquidez. Al cierre del año 2024 la administración ha decidido que la estrategia de la empresa para los siguientes años es ir pagando la deuda actual y que los nuevos

créditos estén enfocados en financiar el capital de trabajo por lo que a futuro se espera un mayor peso de los créditos a corto plazo.

Vencimiento	Deuda financiera (millones USD)	% de participación
Año 2025	27.93	70.65%
Año 2026	7.45	18.85%
Año 2027	3.68	9.32%
Año 2028	0.47	1.18%
<b>Total</b>	<b>39.54</b>	<b>100.00%</b>

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. Al mismo tiempo, la bajada de las tasas de interés de los bancos centrales internacionales y la recuperación de la liquidez dentro de la economía local por los desembolsos de organismos multilaterales propiciarán la recuperación del crédito y posiblemente uno de los destinos serán las actividades de la construcción.

### 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-24
Activo Ajustado (USD M)	137,520
Activo Total (USD M)	149,432

dic-24				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	8,948	8,948	15.37
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	39,796	48,744	2.82
3era	Deuda sin garantía específica de balance	47,251	95,996	1.43
<b>TOTAL</b>		<b>95,996</b>	<b>95,996</b>	<b>1.43</b>

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 1.43 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

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 previsibles al momento.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 47% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 53% 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 1.56 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 5.73 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 37.43% 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 0.64.

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 julio 2024 y diciembre 2024 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
OCT-2024	2	2	615,000	22	9.09%

Fuente: BVQ  
Elaboración: BWR.

KUBIEC S.A.							PROYECCIONES BWR			
	(Miles de USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
<b>Resumen Balance</b>										
Caja y Equivalentes de Caja	186	344	1,737	1,482	893	2,653	500	500	500	
Cuentas por Cobrar Comerciales	18,751	17,246	23,285	21,811	22,420	20,853	16,157	16,573	17,005	
Inventarios	33,059	23,959	82,601	60,609	41,106	36,816	33,590	34,076	35,470	
Activos fijos	48,904	49,905	58,870	59,551	61,009	60,608	62,108	60,842	59,508	
Otros Activos	18,042	21,246	35,374	37,157	31,491	28,502	23,533	23,287	24,118	
<b>Total Activos</b>	<b>118,941</b>	<b>112,700</b>	<b>201,867</b>	<b>180,609</b>	<b>156,920</b>	<b>149,432</b>	<b>135,524</b>	<b>135,279</b>	<b>136,109</b>	
Cuentas por Pagar Proveedores	19,706	21,005	40,598	35,052	25,160	26,864	25,837	32,765	36,947	
Deuda Financiera Total	49,469	42,393	81,899	73,959	63,507	51,998	40,697	31,653	27,746	
Deuda Financiera Corto Plazo	33,725	29,854	51,428	32,377	30,146	33,095	34,428	31,571	27,746	
Deuda Financiera Largo Plazo	15,744	12,540	30,471	41,582	33,361	18,903	6,269	82	0	
Otros Pasivos	10,518	11,448	19,370	14,802	13,395	17,134	17,595	15,979	16,253	
<b>Total Pasivos</b>	<b>79,693</b>	<b>74,847</b>	<b>141,867</b>	<b>123,813</b>	<b>102,062</b>	<b>95,996</b>	<b>82,013</b>	<b>80,397</b>	<b>80,671</b>	
<b>Patrimonio</b>	<b>39,248</b>	<b>37,853</b>	<b>60,000</b>	<b>56,796</b>	<b>54,858</b>	<b>53,436</b>	<b>53,511</b>	<b>54,882</b>	<b>55,439</b>	
<b>Resumen de Resultados</b>										
Ventas	95,843	74,977	130,100	152,724	123,473	112,470	112,140	115,504	118,969	
Costo de ventas	-81,389	-64,896	-105,851	-139,820	-110,132	-99,868	-96,889	-98,294	-102,313	
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Egresos operativos	(9,007)	(7,589)	(11,734)	(11,341)	(10,750)	(9,887)	(10,985)	(11,095)	(11,206)	
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>5,446</b>	<b>2,492</b>	<b>12,516</b>	<b>1,564</b>	<b>2,591</b>	<b>2,715</b>	<b>4,266</b>	<b>6,115</b>	<b>5,450</b>	
Ingresos no operativos	435	374	638	2,284	811	966	0	0	0	
Egresos no operativos	0	-249	-700	0	0	0	0	0	0	
Gasto Financiero del período	(3,390)	(4,255)	(4,503)	(5,669)	(5,590)	(5,241)	(4,171)	(4,341)	(3,861)	
Impuestos a la renta	(690)	281	(2,259)	156	174	138	(20)	(366)	(328)	
Otros resultados integrales	120	(39)	(173)	461	76	-	-	-	-	
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1,922</b>	<b>-1,395</b>	<b>5,519</b>	<b>-1,204</b>	<b>-1,938</b>	<b>-1,422</b>	<b>75</b>	<b>1,408</b>	<b>1,261</b>	
<b>Resumen Flujo de Caja</b>										
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>6,823</b>	<b>4,220</b>	<b>15,270</b>	<b>4,482</b>	<b>5,089</b>	<b>5,520</b>	<b>7,238</b>	<b>9,151</b>	<b>8,555</b>	
(-) Gasto Financiero del período	-3,325	-4,255	-4,503	-5,669	-5,590	-5,241	-4,171	-4,341	-3,861	
(-) Impuesto a la renta del período	-707	0	-1,737	-306	-39	0	-19	-867	-828	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>2,791</b>	<b>-34</b>	<b>9,031</b>	<b>-1,493</b>	<b>-539</b>	<b>279</b>	<b>3,047</b>	<b>3,943</b>	<b>3,865</b>	
(-) Variación Capital de Trabajo	-7,894	9,386	-35,383	12,690	12,055	14,398	7,590	6,138	1,746	
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-5,104</b>	<b>9,351</b>	<b>-26,353</b>	<b>11,197</b>	<b>11,515</b>	<b>14,677</b>	<b>10,637</b>	<b>10,081</b>	<b>5,611</b>	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	435	374	638	2,284	811	966	0	0	0	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-249	-700	0	0	0	0	0	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	-8	-555	68	16	36	210	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	-2,000	0	0	0	-38	-704	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,890	-2,441	-828	-5,306	-3,248	-1,370	-1,700	-1,000	-1,000	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-174	-77	-324	-380	-176	-238	0	0	0	
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-12,732</b>	<b>6,951</b>	<b>-28,122</b>	<b>5,863</b>	<b>8,918</b>	<b>14,072</b>	<b>9,147</b>	<b>9,044</b>	<b>3,908</b>	
<b>VARIACIÓN NETA DE DEUDA FINANCIERA</b>	<b>12,402</b>	<b>-7,076</b>	<b>31,042</b>	<b>-7,939</b>	<b>-10,369</b>	<b>-11,593</b>	<b>-11,301</b>	<b>-9,044</b>	<b>-3,908</b>	
OTRAS INVERSIONES NETO	361	283	-1,768	1,821	862	-719	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EFFECTO EN CAJA DE FUSIÓN	0	0	240	0	0	0	0	0	0	
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>30</b>	<b>158</b>	<b>1,392</b>	<b>-255</b>	<b>-588</b>	<b>1,760</b>	<b>-2,153</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>155</b>	<b>186</b>	<b>344</b>	<b>1,737</b>	<b>1,482</b>	<b>893</b>	<b>2,653</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	
<b>Indicadores</b>										
Patrimonio Tangible	31,381	29,569	46,940	40,508	41,449	41,524	43,625	44,595	44,552	
% crecimiento en ventas	21.0%	-21.8%	73.5%	17.4%	-19.2%	-8.9%	-0.3%	3.0%	3.0%	
MARGEN EBIT (%)	5.7%	3.3%	9.6%	1.0%	2.1%	2.4%	3.8%	5.3%	4.6%	
MARGEN EBITDA (%)	7.1%	5.6%	11.7%	2.9%	4.1%	4.9%	6.5%	7.9%	7.2%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.84	0.99	3.01	0.74	0.90	1.05	1.73	1.91	2.00	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	2.05	0.99	3.39	0.79	0.91	1.05	1.74	2.11	2.22	
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	2.05	0.99	3.39	0.79	0.91	1.05	1.74	2.11	2.22	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.25	10.05	5.36	16.50	12.48	9.42	5.62	3.46	3.47	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.22	9.96	5.25	16.17	12.30	8.94	5.55	3.40	3.41	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	55.8%	52.8%	57.7%	56.6%	53.7%	49.3%	43.2%	36.6%	34.9%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.08	(0.00)	0.18	(0.02)	(0.00)	0.07	0.09	0.12	0.14	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.15)	0.31	(0.51)	0.35	0.38	0.44	0.31	0.32	0.20	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.38)	0.23	(0.55)	0.21	0.31	0.49	0.27	0.29	0.14	
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	(0.37)	0.24	(0.58)	0.27	0.34	0.47	0.27	0.29	0.14	

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 2025.