

Ecuador  
Primer Seguimiento

# Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener al Programa de Papel Comercial emitido por Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., la calificación de "AA". Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

**Posición Competitiva Consolidada y altas barreras de entrada:** KUBIEC es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Generación operativa en recuperación aunque volátil:** En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a las variaciones del precio internacional de su principal materia prima, que es el acero. Por otra parte, en 2016 la empresa consiguió impulsar con éxito líneas de negocios más rentables como las de vigacero, kutérmico y tuberías. Además presentó crecimientos moderados en el nivel de ingresos, tendencia contraria al sector. Lo anterior ha sido posible gracias a la inversión en la nueva planta de Nobol y en nueva maquinaria que además les ha permitido tener una mayor diversificación de productos. Para el 2017 esperamos que las ventas incorporen el impulso que la empresa está dando a las exportaciones.

**Endeudamiento con tendencia a reducirse:** Tomando en cuenta el crecimiento importante del EBITDA, la relación deuda financiera/EBITDA mejoró notablemente y actualmente se asemeja a las de otras empresas con calificaciones similares. Esperamos que dicha relación no muestre variaciones significativas en 2017, en función de las proyecciones de generación operativa y considerando un nivel moderado de inversiones en CAPEX.

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido más bien estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en mayor parte en el corto plazo. Los indicadores de liquidez se recuperaron tanto en el 2015 como en el 2016, especialmente gracias a liberaciones importantes de capital de trabajo. El desempeño esperado para el 2017 será menor ya que si bien esperamos que haya una generación similar (EBITDA), es posible que existan algunos requerimientos de capital de trabajo.

**La perspectiva de la calificación es estable,** sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento tuviera una tendencia distinta a lo esperado. La perspectiva también podría cambiar en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre KUBIEC y su empresa participada que generaran una vinculación en su riesgo de crédito.

Tipo de instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Papel Comercial	N/R	AA	—

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

**Último Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación.

## Resumen Financiero

(Millones USD)	2015	2016
Activos	89,984	101,297
Ventas	74,112	81,775
Margen EBITDA (%)	8.6%	11.9%
ROE (%)*	11.6%	14.7%
Deuda / Capitalización (%)	45.6%	38.1%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.58	0.97
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.55	0.61
Deuda Financiera Total / EBITDA (x)	4.52	2.34
Deuda Financiera Total / FFO (x)	10.04	3.66

### Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrés F Crespo  
(5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto:acrespo@bwratings.com)

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

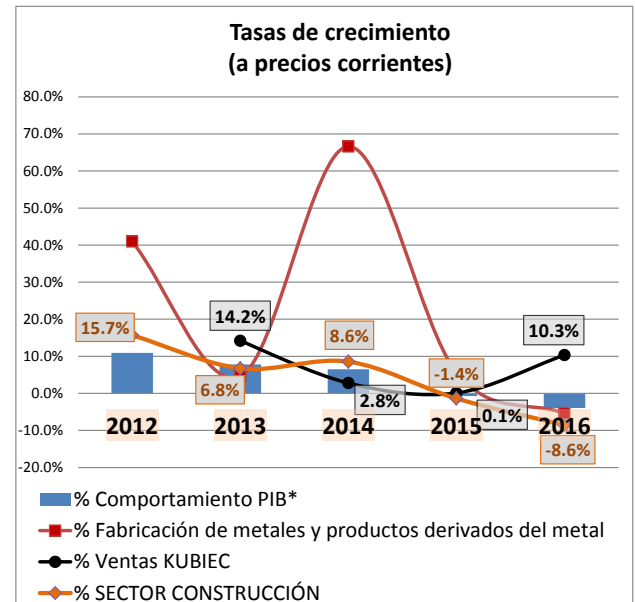
Emisión Papel Comercial	
<b>Emisor:</b>	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A
<b>No. de seguimiento calificación</b>	Primer seguimiento
<b>Monto Total Programa:</b>	10,000.000
<b>Monto en Circulación:</b>	7,000,000
<b>Número de Resolución:</b>	SCVS.IRQ.DRMV.2016.2310
<b>Fecha de aprobación:</b>	16-sep-16
<b>Fecha Tope Programa:</b>	06-sep-18
<b>Plazo del Programa:</b>	720 días
<b>Plazo de la emisión:</b>	359 días
<b>Cupón de Interés:</b>	Cupón Cero
<b>Pago de Capital:</b>	Al vencimiento del plazo de la emisión
<b>Garantía:</b>	General
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Analytica Securities C.A Casa de Valores
<b>Agente Pagador :</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Bondholder Representative S.A

El Programa de Papel Comercial constará de una primera emisión (Clase A) con un valor de USD 1 MM a 359 días. Esta se destinará en 70% a la sustitución de pasivos bancarios de corto plazo y en 30% para capital de trabajo.

Las nuevas emisiones que se pongan en circulación en uso de la revolvencia propia del programa de emisión de Papel Comercial, no estarán sujetas a las mismas características de la presente emisión, sino que dichas características serán propias de cada una de ellas y estarán descritas en el correspondiente Anexo a la Circular de Oferta Pública conforme lo determina la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa vigente y aplicable.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**Gráfico 1**



Fuente: Kubicec y Banco Central del Ecuador Elaboración: BWR

En 2016 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmecánica, las cuales están relacionadas con las actividades de KUBIEC.

Se prevé que la ralentización económica se mantenga para 2017; según el Gobierno se espera un crecimiento en términos constantes de 0.2% mientras que la CEPAL y el FMI estiman una contracción de 2.5% y 2.3%, respectivamente.

Con base en información del Banco Central, la industria metalmecánica tiene un peso de 8.5% (2016) dentro del total del sector manufacturero. Esto hace de esta industria una de las más importantes dentro de dicho sector. A 2016 la industria metalmecánica tiene una participación de 1.2% sobre el total del PIB.

El desarrollo del sector metalmecánico es parte de la meta gubernamental de cambio de la matriz productiva del país, y sustitución de importaciones. Esta necesidad se enmarca en la dependencia de ciertas materias primas y productos terminados que existen en relación al sector externo.

Actualmente seis empresas controlan más del 86% del mercado de los principales productos que comercializa KUBIEC: IPAC, KUBIEC, NOVACERO, FERROTORRE, DIPAC Y ROOFTEC.

Si bien las actividades de KUBIEC se registran dentro del sector de fabricación de metales y productos derivados del metal, su desempeño ha estado siempre ligado directamente al del sector

de la construcción, por ser este su principal mercado.

El sector de la construcción ha pasado de crecer un 25% en 2011 a decrecer en 1% en 2015 y 9% en 2016. En este último año ocupó el segundo lugar en importancia (10.2% del PIB), luego de la manufacturera. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

La construcción se ha visto afectado no solo por la caída de los precios del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública y la apreciación del dólar.

Este sector a su vez está expuesto a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el gráfico 1, y mantiene una correlación positiva frente al PIB. Además, estuvo entre los sectores con más porcentaje de desvinculación laboral durante el 2015 con un 27,6%, según el reporte *Situación Económica del Ecuador y su Impacto en el Mercado Salarial y Laboral: Realidad, Análisis, Cambios, Estrategias y Perspectivas*, de la consultora Deloitte.

Adicionalmente las salvaguardias, los proyectos de ley referente a las herencias y la plusvalía han creado incertidumbre en el sector por lo que varios proyectos se encuentran retenidos hasta tener una perspectiva más clara respecto al futuro inmediato.

Podemos decir que en cuanto a las salvaguardias se busca impulsar la capacidad de reemplazo de bienes importados por lo que algunos participantes locales pueden aprovechar estas medidas.

En 2017 se espera que el sector de la construcción tenga un comportamiento similar al del 2016 considerando factores como las nuevas leyes aprobadas y al año electoral. La obra pública del gobierno se ha detenido, salvo obras puntuales que se siguen construyendo, hay proyectos de gobiernos seccionales que se encuentran con financiamiento propio y siguen en marcha, como el Metro de Quito que consume una importante cantidad de acero.

En el caso del sector privado, si bien no hay un crecimiento, existen ciertos proyectos en marcha como la reconstrucción de las provincias afectadas por el terremoto y otros proyectos que siguen en construcción.

### PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se constituye en Quito, Ecuador en el año 1995 y se dedica a la fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y sus productos derivados para la construcción.

En Ecuador, KUBIEC se encuentra dentro las compañías productoras líderes en los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. Adicionalmente cuenta con diferentes sucursales u oficinas de ventas en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, y Machala.

Se espera que para el 2017 la compañía inicie sus operaciones en una nueva sucursal ubicada en Ibarra.

La empresa se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le da fortalezas frente a competidores sin esta característica. A la fecha de corte KUBIEC produce y comercializa más de 25 productos diferentes de acero y relacionados a la construcción. Los segmentos con alto valor agregado y consecuentemente con mejores márgenes son principalmente aquellos que se comercializan en la línea de vigacero y ciertos productos de la línea de cubiertas.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (99%) pero también exporta producto terminado a países como Colombia, Perú y Bolivia.

A la fecha de corte 575 personas trabajan en la empresa, no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

Alrededor del 29% de las ventas de la empresa se consiguen a través del contacto directo del área comercial con las contrapartes de proyectos de infraestructura, mientras que las líneas masivas como perfilería se negocian generalmente a través de grandes distribuidores a nivel nacional.

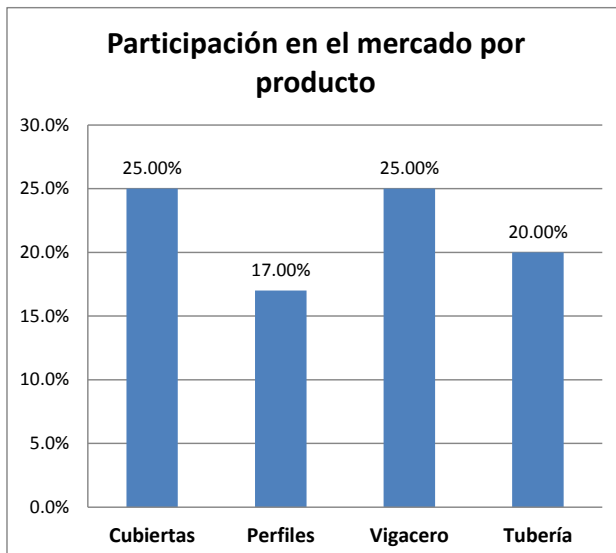
En cuanto a la comercialización, la empresa posee grandes distribuidores a los que les venden directamente el producto. Además en otras líneas de negocio como Vigacero trabajan más por proyectos concretos. Se estima que aproximadamente el 52% de las ventas son por distribución y 29% por proyectos específicos y el restante 19% principalmente por relacionadas y en puntos de venta

La capacidad instalada de KUBIEC en su planta de Quito (es de 22 mil toneladas al año y actualmente tienen cerca de un 50% de utilización. Por su lado las plantas de Guayaquil tienen una capacidad instalada de 15 mil toneladas y un 60% de utilización y por último la nueva planta en Nobol posee una amplia capacidad instalada de 60 mil toneladas y un 40% de utilización.

La participación de mercado de KUBIEC varía dependiendo del segmento y en su principal producto (varios tipos de cubiertas), posee una penetración del 25%. Dichos productos representan

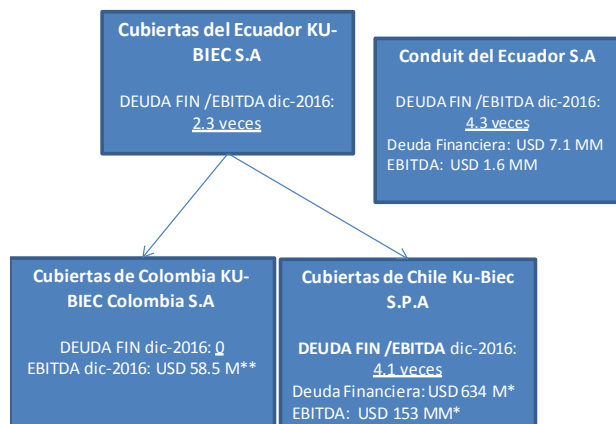
el 34.0% del total de las ventas de la compañía. A diciembre-2016 la línea de vigacero representó el 24.5% del total de ventas y a su vez posee el 25% de participación en este mercado. Las participaciones de otros productos principales se presentan a continuación.

Gráfico 2



Fuente: Kubiec Elaboración: BWR

## ESTRUCTURA DEL GRUPO



\*Convertido a una tasa de 670 pesos chilenos por dólar

\*\*Convertido a una tasa de 3.025 pesos colombianos dólar

KUBIEC consolida balance con dos subsidiarias internacionales y una participada (CONDUIT). En cuanto a las subsidiarias la empresa es poseedora del 82% de las acciones de Cubiertas de Colombia S.A Ku-Biec, y el 99.95% de las acciones de la compañía Cubiertas de Chile Ku-Biec S.P.A

La subsidiaria colombiana se dedica a la distribución y comercialización de cubiertas metálicas y sus productos derivados para la construcción, con dos unidades comerciales en Cali y Bogotá. Por su parte, Kubiec Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero.

Por su lado, en cuanto a la relación de KUBIEC con CONDUIT, las dos empresas financieramente se manejan de manera independiente. No obstante estas consolidan balances ya que ciertas instancias de la administración se manejan de manera conjunta.

KUBIEC no posee acciones en CONDUIT ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas fuera del ámbito comercial. Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. De esta manera consideramos que la capacidad de pago del emisor se debe evaluar de forma separada. Este criterio podría modificarse en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre estas dos compañías.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

KUBIEC es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, como indica el siguiente cuadro:

Accionistas	No ACCIONES	PARTICIPACION %
FELIPE XAVIER AVELLAN ARTETA	8,244,195	34.77%
HENRY JAVIER YANDUN CARDENAS	7,859,912	33.16%
JUAN DANIEL KOHN TOPFER	1,823,040	7.69%
SATIFER LLC	1,440,467	6.08%
ORELLANA PROMOTORA DE INVERSIONES	1,085,932	4.58%
OTROS MENORES AL 3.1%	3,248,517	13.72%

A diciembre-2016

El patrimonio de KUBIEC suma USD 37.15 MM al 31 de diciembre de 2016, el 63.8% corresponde a capital social.

Los accionistas han soportado la operación mediante la capitalización de los resultados, en distintos porcentajes dependiendo de las necesidades de flujo de la empresa. En 2014 se repartió el 42% del resultado anterior, en 2015 se reinvertió el 100% y de este porcentaje USD 2 MM se capitalizaron. Por otro lado hasta diciembre-2016 se han repartido el 64.9% del resultado anterior equivalente a USD 2.5 MM.

## ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La administración de KUBIEC está conformada por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y operativa en la industria metalmeccánica es amplia.

La empresa no cuenta con un Directorio formal sin embargo el Directorio de la empresa Conduit, relacionada por accionariado con quien mantiene una alianza estratégica, interviene informalmente para analizar y evaluar el desempeño de KUBIEC. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con dos accionistas, tres familiares de los accionistas y tres suplentes. Los dos principales accionistas

completan la mayoría requerida para tomar las decisiones estratégicas de la empresa.

El Gerente General es a su vez el socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en el sector.

Adicionalmente, la empresa cuenta con las certificaciones ISO 9001-2015 y OHSAS 128001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional para la ciudad de Quito.

En marzo del presente año KUBIEC ha establecido una nueva misión y visión orientada a ampliar la gama de negocios manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.

Como estrategia la nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, les ha permitido ampliar su gama de productos de cubiertas además de aumentar la capacidad de producción en líneas de perfiles, livianos y pesados. Se espera que en el mediano plazo la planta de Guayaquil se traslade a Nobol con el fin de optimizar recursos, ser más eficientes en los procesos productivos y gestión administrativa.

Por otro lado la plana gerencial de la compañía se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros pues una parte importante lleva 5 años o más en la empresa.

De acuerdo al Informe de Auditoría la empresa ha constituido las provisiones para las prestaciones laborales de acuerdo a lo establecido por ley.

Consideramos que la información ha sido presentada de forma transparente, clara y suficiente.

## **PERFIL FINANCIERO**

### **Presentación de Cuentas:**

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros tanto individuales como consolidados de KUBIEC; auditados del período 2013 por la firma Baker Tilly Ecuador. Los estados financieros del período 2014 y 2015 fueron auditados por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de diciembre 2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por KUBIEC y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

Salvo que se indique lo contrario, las cifras presentadas a lo largo del informe corresponden a

los estados financieros individuales de KUBIEC.

### **Gestión Operativa y Tendencias**

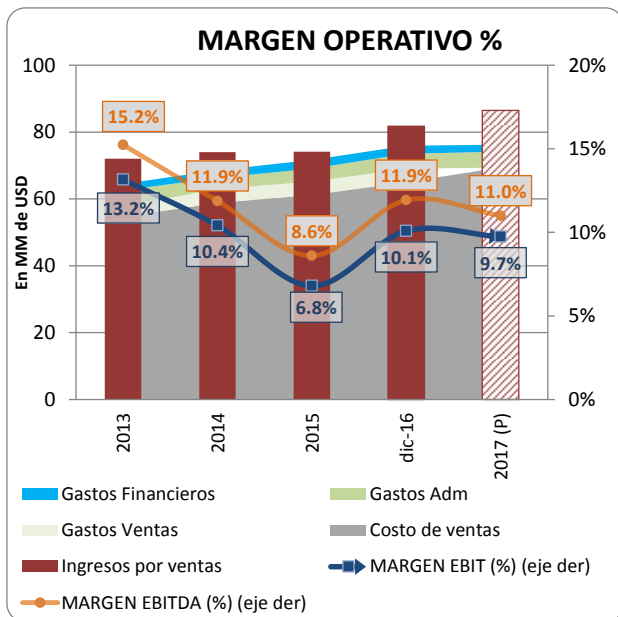
Los ingresos de KUBIEC mantienen una vinculación importante con la dinámica del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos importantes en la última década aunque como se mencionó anteriormente, ha venido desacelerándose en los últimos años.

En 2015 los ingresos del emisor crecen en apenas un 0.1%. En el 2016 KUBIEC ha logrado contrarrestar la tendencia contractiva del sector con las nuevas líneas de negocio que ha incorporado como resultado de las importantes inversiones de capital realizadas hasta 2015, y la innovación de productos desarrollados adicionalmente para optimizar la utilización de su inventario. Además, el precio del acero tuvo una tendencia al alza especialmente desde el segundo semestre del año, hecho que también contribuyó al crecimiento de las ventas en dólares (Crecimiento de 10.3% con respecto a 2015). Cabe mencionar que las ventas en toneladas crecieron aproximadamente en 14.2% anual.

Por su lado, en 2017 esperamos un crecimiento del total de ingresos de 5.8%, el cual está sustentado principalmente en el crecimiento y cierre de proyectos de exportación que la empresa posee actualmente. Si bien las ventas al exterior no representan un porcentaje importante actualmente, se espera estas crezcan cerca del 50% para el presente año. Adicionalmente la empresa continúa innovando con nuevos productos no tradicionales en donde esperan seguir ganando participación de mercado.

En 2016 el margen bruto se recuperó prácticamente a niveles del 2014, e incorpora el esfuerzo de la empresa en participar en proyectos que involucran un mix de productos más rentables como los de vigacero. Además cabe señalar que el margen de 2015 fue extraordinariamente bajo ya que si bien en 2015 el precio del acero tendió a la baja desde inicios de año, todo el acero contratado a finales de 2014 llegó en el transcurso del primer semestre de 2015 por lo que se realizaban ventas con un precio menor al de 2014 y con un costo alto.

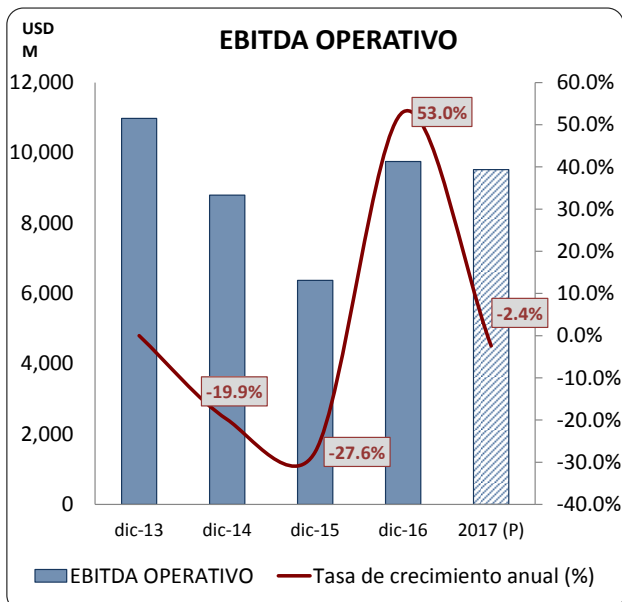
**Gráfico 3**



Fuente: Kubic. Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Para 2017 esperamos una ligera contracción del margen bruto debido a un cambio en el mix de ventas (KUBIEC espera incorporar productos de valor agregado pero más costosos), y a la incertidumbre de los precios de la materia prima. (margen 2016: 20.5% vs margen proyectado 2017: 19.8%).

**Gráfico 4**



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR  
\*Crecimiento a junio-2016 se compara con EBITDA de junio-2015

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2014 ha sido menos expansivo, así como a la variación de precios del acero, que es su principal materia

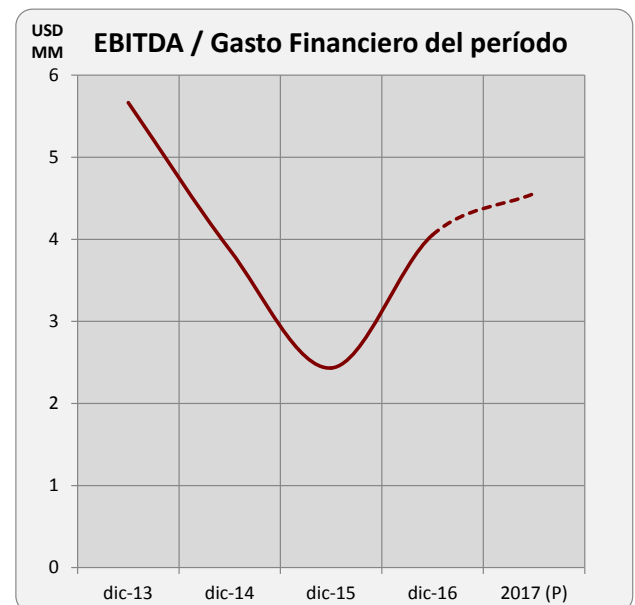
prima. La caída del margen bruto previamente explicada provocó en 2015 un decrecimiento del EBITDA del 27.6% anual. Cabe mencionar que el margen de KUBIEC en 2015 fue el más bajo de los cierres de año analizados.

En 2016, debido a la mayor generación, cambios en el mix de ventas y precios de la materia prima relativamente bajos el EBITDA llegó a aproximadamente a USD 9.76 MM, 53.0% superior al del 2015.

Es importante tomar en cuenta que por ser una industria, el componente fijo de KUBIEC representa aproximadamente el 85% de los gastos operativos, lo cual hace que la compañía sea más flexible operativamente ante una mayor generación. De esta manera esperamos que ante la mayores ventas proyectadas de 2017, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya ligeramente.

KUBIEC posee flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 3 veces. Debido a los factores mencionados en párrafos anteriores y un menor gasto financiero esta relación mejoró en 2016 a 4.1 veces y esperamos que este indicador se mantenga al menos en niveles similares en 2017 como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 5**



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

**Estructura del Balance**

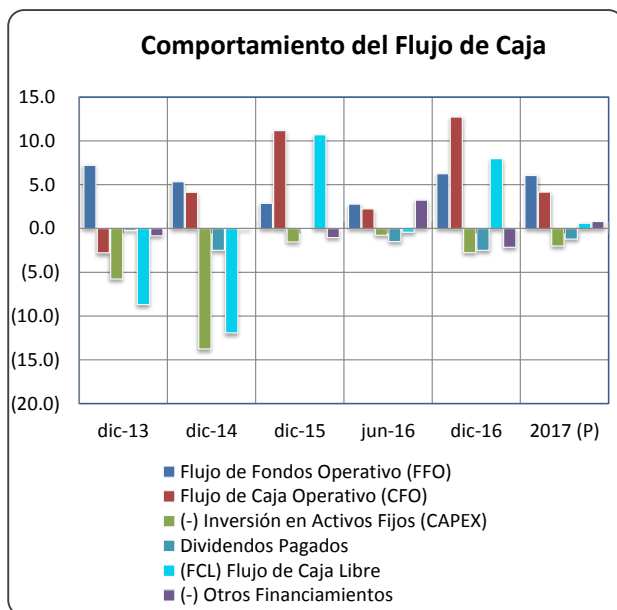
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
<b>Total Activo Corriente</b>	72%	72%	58%	57%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	6%	6%	1%	1%
CxC Comerciales	18%	20%	18%	17%
Inventarios Neto	36%	37%	34%	32%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	0%	0%
Gastos anticipados y otros	11%	8%	5%	7%
<b>Total Activo No Corriente</b>	28%	28%	42%	43%
Propiedades	27%	28%	39%	40%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	1%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
<b>Total Pasivo Corriente</b>	50%	47%	49%	52%
Deuda Financiera CP	22%	26%	22%	13%
Deuda Comercial	17%	13%	20%	22%
Otros Pasivos CP	12%	8%	7%	17%
<b>Total Pasivo LP</b>	16%	18%	12%	11%
<b>PATRIMONIO</b>	34%	34%	38%	37%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>99%</b>	<b>100%</b>

Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente, tanto en 2014 como en 2015 KUBIEC generó flujos de caja operativos (CFO-luego de las variaciones de capital de trabajo) positivos. No obstante en 2013 fue negativo por una acumulación elevada de inventario.

En 2016 la empresa logró negociar mejores plazos con proveedores, así como tener un manejo más eficiente del nivel de inventario. Además recibió anticipos importantes de clientes privados por el cierre de algunos proyectos específicos. Lo

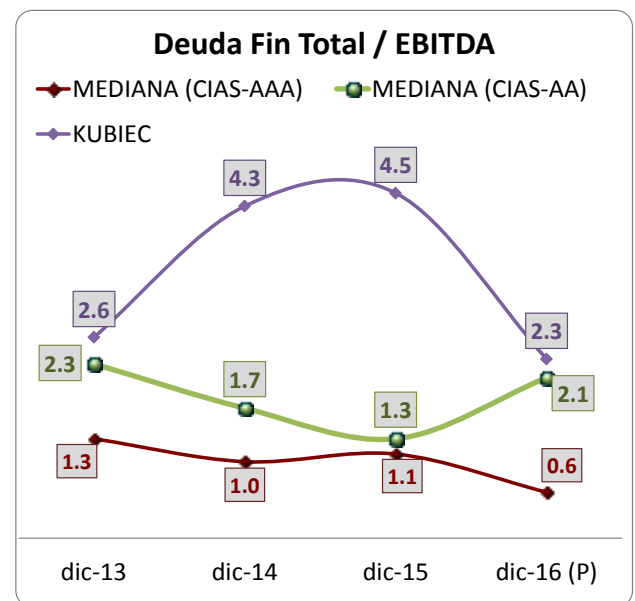
anterior, sumado a un mayor nivel de ingresos diferidos provocó una importante liberación de capital de trabajo. De esta manera la empresa obtuvo en 2016 un CFO (Flujo de Caja Operativo) de USD 12.7 MM; el mayor en los años analizados.

Tomando en cuenta dicha liberación y un nivel de inversiones de capital relativamente pequeño (USD 2.8 MM en 2016), la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL) de USD 8 MM, que le permitió reducir la deuda financiera en USD 5.9 MM.

Para finales de este año se esperan mayores niveles de generación operativa (FFO), sin embargo se prevé que exista un requerimiento de capital de trabajo aproximado de USD 1.9 MM. Adicionalmente KUBIEC considera inversiones cercanas a los USD 2 MM relacionadas al proyecto de expansión en la planta del Cantón Nobol.

De acuerdo a nuestras estimaciones, la empresa podría realizar un pago de dividendos cercano al millón de dólares por lo que FCL sería positivo por aproximadamente 611 M.

Gráfico 7



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

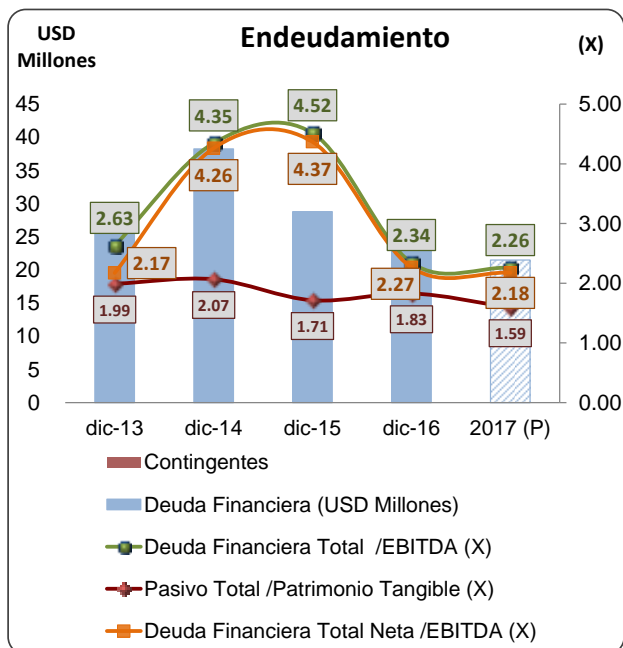
En los dos últimos años (2014 y 2015) KUBIEC tuvo un endeudamiento elevado con relación a su generación (EBITDA). Este indicador llegó a su pico en 2015 en donde la deuda financiera representó 4.5 veces el EBITDA. Si bien en ese año la deuda se redujo en aproximadamente en USD 10 MM, el EBITDA decreció en mayor proporción (-27.6%).

Como se explicó en la sección de gestión operativa, en 2016 el EBITDA fue significativamente mayor al del 2015. Adicionalmente la empresa logró reducir el nivel de deuda en 5.9 MM. De esta manera y como se puede apreciar en el gráfico 7, la relación deuda financiera/EBITDA mejoró notablemente

(2.3 veces a dic-2016) y se asemeja a las de otras empresas con calificaciones similares.

Esperamos que dicha relación se mantenga al menos en niveles similares para 2017, siempre y cuando se cumplan los supuestos de generación operativa y considerando un nivel moderado de inversiones en CAPEX.

**Gráfico 8**



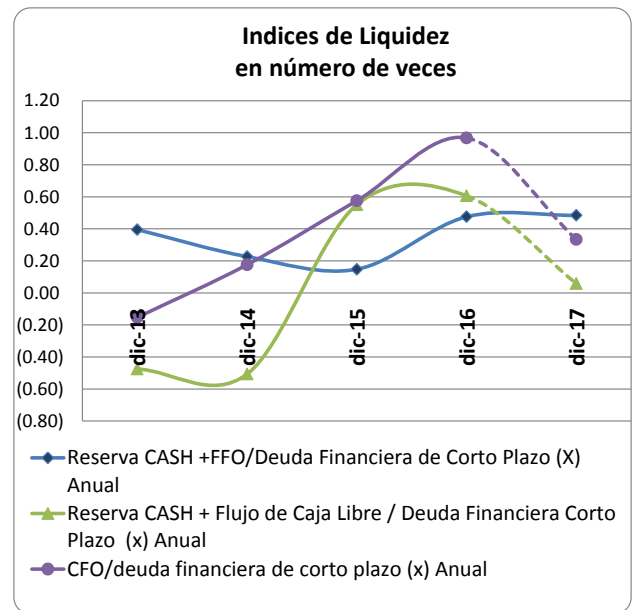
Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

A diciembre-2016 existe una concentración del 58% de la deuda financiera en el corto plazo. Según las conversaciones con el emisor, la empresa ha negociado una nueva línea de crédito a largo plazo para el refinanciamiento de una parte de su deuda. No obstante esperamos que la concentración de la deuda de corto plazo se mantenga en niveles similares.

### Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en mayor parte en el corto plazo. Adicionalmente, las necesidades para pago de interés e impuestos reducen el flujo disponible para cubrir las variaciones de capital de trabajo que en 2013 y 2014 fueron negativas. Por otro lado la distribución de dividendos y las inversiones en CAPEX han utilizado el flujo generado requiriendo de refinanciamiento de la deuda financiera en estos dos periodos.

**Gráfico 9**



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

El gráfico 9 muestra que los indicadores de liquidez se recuperaron tanto en el 2015 como en el 2016 especialmente gracias a liberaciones importantes de capital de trabajo. El desempeño esperado para el 2017 será menor ya que si bien esperamos que haya una generación similar (EBITDA), es posible que exista un requerimiento de capital de trabajo de aproximadamente USD 1.9 MM frente a la liberación en el 2016 de USD 6.5 MM.

En el 2016 la empresa refinanció aproximadamente un 40% de su deuda financiera y en 2017 tendría que refinanciar la mayoría de esta según las proyecciones. No obstante, el flujo de caja libre proyectado (USD 611 M) y el excedente de caja permitirán terminar este año con una deuda financiera ligeramente menor al año anterior.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, su relación con instituciones financieras y que parte de la deuda de corto plazo se reestructurará hacia el largo plazo.

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

Fecha de corte	dic-16
Activo Líquido (USD M)	752.71
Activo Ajustado (USD M)	99.230
Activo Total (USD M)	101.297

dic-16					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces) <sup>1</sup>	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3,600	3,600	0.21	27.56
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	23,064	26,664	0.03	3.72
3era	Deuda sin garantía específica de balance	36,387	63,050	0.01	1.57
<b>TOTAL</b>		<b>63,050</b>	<b>63,050</b>	<b>0.01</b>	<b>1.57</b>

Fuente: KUBIEC

Elaboración: BWR

\*Para este cuadro los activos líquidos equivalen a fondos disponibles e inversiones temporales.

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 la tercera prelación, con una cobertura de 1.57 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

De acuerdo al 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.

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. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y esperamos que se mantengan en niveles adecuados, aunque podrían darse nuevos deterioros en las cuentas por cobrar comerciales, dependiendo de la evolución del sector de la construcción y el cumplimiento de los pagos a contratistas por parte del Gobierno.

Un 43% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo

representa el 13% y luego inventarios con 32% (neto de lo provisionado por obsolescencia). El 57% restante representa casi en su totalidad el activo fijo. La capacidad del activo fijo de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

**Resguardos del Papel Comercial**

En función del certificado con corte diciembre del 2016 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Por último hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del Emisor:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
  - Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I del Capítulo IV del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa que fuere aplicable

Debe notarse que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los seis últimos meses calculada por el emisor:

Saldos contables en dólares (en miles)						
	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16
Activo corriente	46,826	43,774	48,803	52,657	51,457	60,212
Pasivo corriente	34,762	33,313	36,363	40,382	38,905	51,826
Indicador Liquidez Corriente	1.35	1.31	1.34	1.30	1.32	1.16

▪ **POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

A la fecha de corte de este análisis, KUBIEC no mantiene emisiones en el mercado de valores además de la que se analiza en este informe.

KUBIEC	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
<b>(Miles de USD)</b>				
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	72,041	74,040	74,112	81,775
% crecimiento	14.2%	2.8%	0.1%	10.3%
MARGEN BRUTO (%)	24.1%	20.5%	17.4%	20.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,800	6,375	9,755
MARGEN EBITDA (%)	15.2%	11.9%	8.6%	11.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,800	6,375	9,756
MARGEN EBITDAR (%)	15.2%	11.9%	8.6%	11.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,486	7,712	5,049	8,255
MARGEN EBIT (%)	13.2%	10.4%	6.8%	10.1%
Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,405
Impuestos a la renta	-1,825	-1,196	-886	-1,100
UTILIDAD NETA	6,002	4,734	3,777	5,254
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	5,013	741	937	753
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,277	15,690	15,016	20,259
Inventarios	30,202	30,500	28,810	26,256
Cuentas por Pagar Proveedores	14,015	11,362	18,388	22,198
Deuda Financiera Total	28,867	38,245	28,785	22,862
Otros Pasivos	12,699	9,354	8,419	19,090
Patrimonio	28,501	30,541	34,393	37,147
Patrimonio Tangible	27,933	28,535	32,435	35,080
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	10,981	8,800	6,375	9,755
(-) Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,405
(-) Impuesto a la renta del período	-1,825	-1,196	-886	-1,100
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,218	5,332	2,868	6,249
(-) Variación Capital de Trabajo	-10,006	-1,190	8,311	6,475
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,787	4,142	11,179	12,725
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	160	519	2,116	504
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	124
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-222	-2,502	0	-2,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5,761	-13,754	-1,541	-2,752
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-74	-325	-1,057	-127
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,685	-11,920	10,695	7,973
Margen de Flujo de Caja Libre %	-12.1%	-16.1%	14.4%	9.8%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	13,062	9,377	-9,460	-5,923
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-829	-62	-1,039	-2,156
OTRAS INVERSIONES NETO	-1	-1,668	0	-4
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	3,547	-4,272	197	-110
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,465	5,013	741	937
<b>Indicadores</b>				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.72	3.35	2.09	3.60
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.67	3.87	2.43	4.05
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.67	3.87	2.43	4.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.63	4.35	4.52	2.34
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.17	4.26	4.37	2.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	56%	46%	38%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.39	0.23	0.15	0.48
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.15)	0.18	0.58	0.97
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.48)	(0.51)	0.55	0.61
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.48)	(0.51)	0.55	0.61

<b>KUBIEC CONSOLIDADO</b>			
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>
<b>Resumen de Resultados</b>			
Ventas	96,913	100,617	98,630
% crecimiento	8.1%	3.8%	-2.0%
MARGEN BRUTO (%)	24.9%	20.4%	17.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,012	11,394	7,614
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	11.3%	7.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,013	11,394	7,614
MARGEN EBITDAR (%)	15.5%	11.3%	7.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,601	9,693	6,181
MARGEN EBIT (%)	13.0%	9.6%	6.3%
Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088
Impuestos a la renta	-2,386	-1,549	-1,066
UTILIDAD NETA	7,532	5,102	3,196
<b>Resumen Balance</b>			
Caja y Equivalentes de Caja	7,380	1,124	1,282
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,521	20,794	19,892
Inventarios	45,685	47,522	45,377
Cuentas por Pagar Proveedores	19,425	19,006	24,290
Deuda Financiera Total	41,151	52,316	44,969
Otros Pasivos	17,307	12,319	11,004
Patrimonio	42,881	43,497	46,938
Patrimonio Tangible	41,978	43,079	46,617
<b>Resumen Flujo de Caja</b>			
EBITDA OPERATIVO	15,012	11,394	7,614
(-) Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088
(-) Impuesto a la renta del período	-2,386	-1,549	-1,066
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,841	6,405	2,460
(-) Variación Capital de Trabajo	-11,186	-4,051	11,325
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,345	2,354	13,784
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-3	730	2,494
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-279	-325
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,679	-4,293	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,617	-14,866	-2,088
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-88	-584	-2,616
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10,732	-16,939	11,249
Margen de Flujo de Caja Libre %	-11.1%	-16.8%	11.4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	15,841	11,166	-7,348
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-56	-482	-3,636
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-1	41
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,052	-6,256	306
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,327	7,380	1,124
<b>Indicadores</b>			
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.54	2.86	1.60
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.39	3.31	1.86
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.39	3.31	1.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.97	4.59	5.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.44	4.49	5.74
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	55%	49%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.21	0.08
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.05)	0.08	0.44
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.55)	0.36
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.43)	(0.55)	0.36



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 en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2017.