

Ecuador
Segundo Seguimiento

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A

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)	2016	jun-17
Activos	96,813	103,858
Ventas	81,824	50,807
Margen EBITDA (%)	10.4%	13.0%
ROE (%)*	12.2%	26.5%
Deuda /Capitalización (%)	38.9%	41.9%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.75	-0.15
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.35	-1.35
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	2.67	2.14
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4.38	2.52

Contactos:

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

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

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 del acero y los cambios en el entorno operativo, que tienen un impacto directo en el sector de la construcción. Por otra parte, a partir de 2016 la empresa ha logrado impulsar con éxito líneas de negocios más rentables como las de vigacero, kutérmico y tuberías. Las inversiones que realiza sostenidamente la empresa y la nueva planta de Nobol le han permitido tener una mayor diversificación de productos.

Endeudamiento bajo en relación a la generación: 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.

Liquidez volátil: Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación a la deuda de 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. En 2017 esperamos que el emisor incremente ligeramente su deuda financiera como ya lo ha hecho hasta el corte de este informe. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado y las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

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 se incrementara significativamente. 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.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión Papel Comercial	
Emisor:	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A
No. de seguimiento calificación	Segundo seguimiento
Monto Total Programa:	10,000,000
Monto en Circulación:	10,000,000
Número de Resolución:	SCVS.IRQ.DRMV.2016.2310
Fecha de aprobación:	16-sep-16
Fecha Tope Programa:	6-sep-18
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Analytica Securities C.A Casa de Valores
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A

Las nuevas emisiones que se pongan en circulación, en uso de la revolvencia propia del programa de emisión de Papel Comercial, no estarán sujetas a las mismas características de la 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

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 S.A.

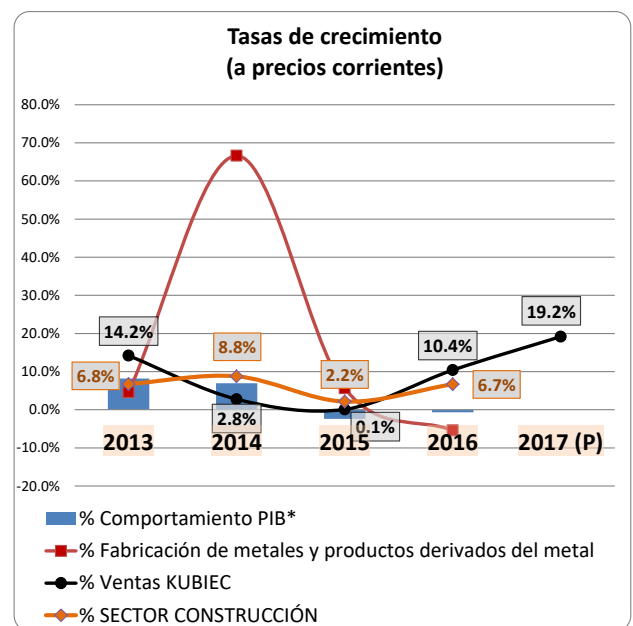
En cuanto a la economía ecuatoriana, luego de la desaceleración de crecimiento mostrada en 2015 y la contracción del 2016, se muestra un crecimiento positivo en el primer trimestre del 2017; no obstante, el mismo ha sido impulsado principalmente por endeudamiento externo del Gobierno y la continuación del elevado gasto público.

El Ejecutivo ha reconocido que el País atraviesa por una difícil situación, pero por el momento no se aprecia una intención de hacer ajustes fuertes a la economía, por lo cual la evolución del entorno dependerá en buena medida de variables exógenas

como son el precio del petróleo y la disponibilidad de financiamiento en el exterior.

Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana seguirá contrayéndose hasta 2018 y que a partir del 2019 podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcanzará un crecimiento del 1.5%. Por su parte, el Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.6%. El BCE espera que la economía alcance en el 2017 un crecimiento de 0.7%.

Gráfico 1



Fuente: Kubiéc y Banco Central del Ecuador Elaboración: BWR

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 materias primas y producto terminado que existe en relación al sector externo.

Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) a escala nacional existen aproximadamente 20 empresas que producen cierto tipo de acero. No obstante, seis empresas controlan más del 86% del mercado de los principales productos que comercializa KUBIEC: IPAC, KUBIEC, NOVACERO, FERROTORRE, DIPAC Y ROOFTEC. Al mismo tiempo, cerca de 20 mil

instituciones lo utilizan como materia prima.

Si bien las actividades de KUBIEC S.A 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.

En términos constantes, el sector de la construcción ha registrado contracción tanto en 2015 (-0.8%) como en 2016 (-5.2%), que contrastan con los elevados crecimientos presentados en años anteriores. En este último año ocupó el tercer lugar en importancia (9.6% del PIB), luego de la manufacturera y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

La construcción se ha visto afectada 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 e incertidumbre por las pasadas elecciones presidenciales. Además, tomando en cuenta la contracción en los ingresos de los hogares, la oferta y demanda de vivienda ha disminuido.

El sector está expuesto a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el gráfico 1, y mantiene una correlación positiva frente al PIB.

De acuerdo a cifras provisionales del Banco Central de Ecuador, la construcción fue el sector de mayor reducción en términos de PIB en el 2016.

Las proyecciones de crecimiento del sector para el 2017 dependerán si se realiza un ajuste fiscal fuerte o moderado. De acuerdo a Ekos, en el primer caso crecimiento podría ubicarse en -1% y con un ajuste fuerte del -2,5%. La recuperación del sector en términos de crecimiento se observará a partir del 2018, junto al mejoramiento del resto de la economía.

El sector atravesará un año más de contracción que, si bien será menos agresivo como síntoma de entrada a una etapa de recuperación, corresponde al tercer año de decrecimiento. Aunque aún existen oportunidades en el mercado, acceder a ellas en el 2017 será más desafiante. El reto como participante del sector consiste en mantenerse para aprovechar del crecimiento de la economía en los próximos años.¹

¹ <http://www.mundoconstructor.com.ec/noticias/846-panorama-del-sector-de-la-construccion-en-el-2017.html>

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 segundo semestre del 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 Perú, Colombia y Chile.

A la fecha de corte 420 personas trabajan en la empresa, no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

Alrededor del 27% 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.

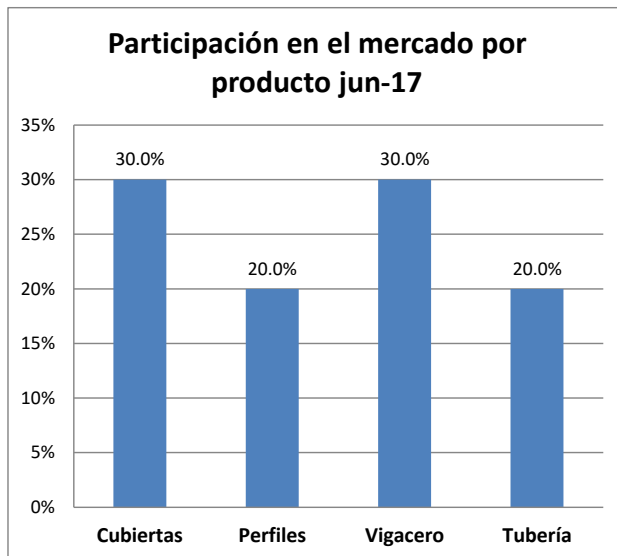
La comercialización a través de grandes distribuidores representa aproximadamente el 25% de los ingresos operativos, mientras que la realización directa de proyectos concretos llega a 41%. El restante 8% se entrega principalmente a relacionadas y puntos de venta.

La capacidad instalada total de la compañía tomando en cuenta todas sus plantas es del 53% por lo cual KUBIEC posee un potencial de crecimiento importante.

La participación de mercado de KUBIEC varía dependiendo del segmento. En su principal línea (varios tipos de cubiertas), posee una penetración del 30% y las participaciones de sus otros productos

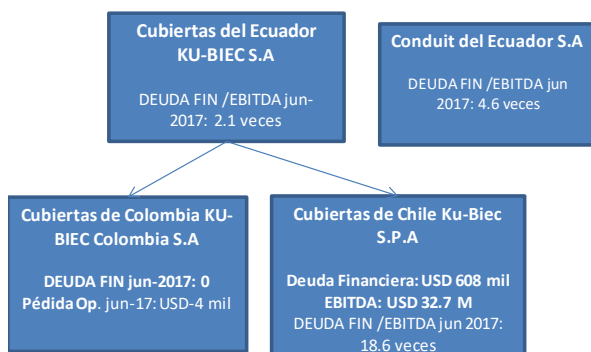
principales se presentan a continuación.

Gráfico 2



Fuente: Kubic. Elaboración: BWR

ESTRUCTURA DEL GRUPO



*Convertido a una tasa de 649 pesos chilenos por dólar

**Convertido a una tasa de 2,967 pesos colombianos por dólar

KUBIEC consolida balance con dos subsidiarias internacionales y una participada (CONDUIT). La empresa es poseedora del 98.6% 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. El balance consolidado muestra a junio-2017 una relación de deuda financiera y EBITDA de 3.3 veces, superior al endeudamiento individual de KU-BIEC, influido principalmente por la deuda de la participada.

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

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	PARTICIPACION %
FELIPE XAVIER AVELLAN ARTETA	34.77%
HENRY JAVIER YANDUN CARDENAS	33.16%
OTROS MENORES AL 10%	32.07%

A junio-2017

El patrimonio de KUBIEC suma USD 39.1 MM a junio de 2017, y el 53.0% 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 2015 se reinvertió el 100% y de este porcentaje USD 2 MM se capitalizaron. Por otro lado en 2016 se repartió el 64.9% del resultado anterior equivalente a USD 2.5 MM, y en 2017 este porcentaje bajó a 35.1%.

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 y con quien mantiene una alianza estratégica, interviene informalmente para analizar y evaluar el desempeño de KUBIEC. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con tres accionistas, dos 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.

Desde marzo-2017 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.

La nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, le 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 último 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 periodo 2014 y 2016 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.

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 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 crecieron en apenas un 0.1%. En el 2016 KUBIEC logró contrarrestar la tendencia contractiva del sector

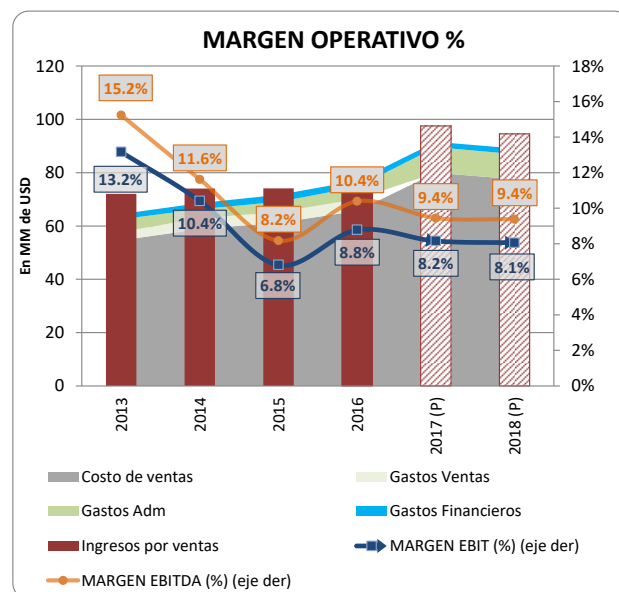
con las nuevas líneas de negocio que ha incorporado como resultado de las importantes inversiones de capital realizadas hasta 2016, y la innovación de productos desarrollados adicionalmente para optimizar la utilización de su inventario. Además, el precio del acero tuvo una tendencia al alza especialmente desde el segundo semestre del año, hecho que también contribuyó al crecimiento de las ventas en dólares (crecimiento de 10.4% con respecto a 2015). Cabe mencionar que las ventas en toneladas crecieron aproximadamente en 14% anual.

A la fecha de corte (junio-2017) los ingresos de la compañía han crecido considerablemente en 47.2%. Dicho crecimiento se explica principalmente por el cierre de proyectos específicos. El incremento en tonelaje fue del 23%, además, el aumento del precio del acero y un cambio en mix de ventas también influyeron en dicho crecimiento.

Para finales del 2017 y de manera conservadora esperamos un crecimiento de 19% en los ingresos totales. Se prevé un crecimiento de 3% en toneladas y el resto por la tendencia al alza que ha tenido el precio del acero.

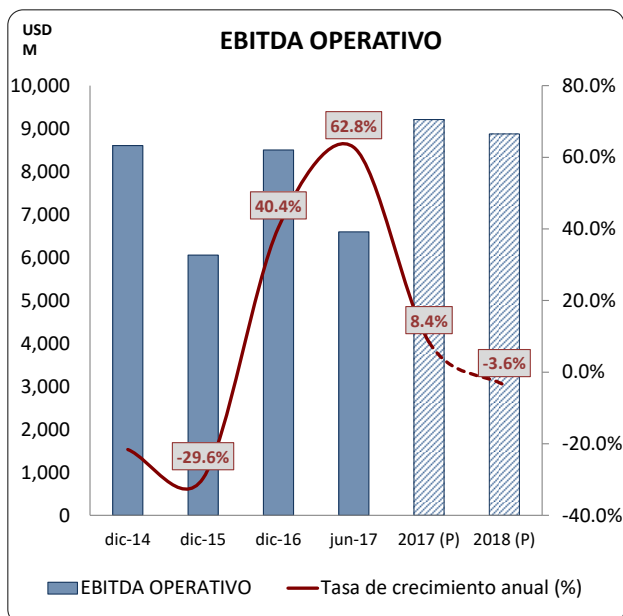
En 2016 el margen bruto se recuperó prácticamente a niveles del 2014, e incorpora el esfuerzo de la empresa en participar en proyectos que involucran un mix de productos más rentables como los de vigacero. Para 2017 esperamos una ligera contracción del margen bruto debido a un cambio en el mix de ventas (KUBIEC espera incorporar productos de valor agregado pero más costosos), y a la incertidumbre de los precios de la materia prima. (margen bruto 2016: 19.4%; margen bruto proyectado 2017: 18%)

Gráfico 3



Fuente: Kubicel Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Gráfico 4



Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR
*Crecimiento a junio-2017 se compara con EBITDA de junio-2016

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.

Como se aprecia en el gráfico precedente el EBITDA en el 2015 cayó de manera importante principalmente por un decrecimiento coyuntural del margen bruto. No obstante 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 8.5 MM, 40.4% superior al del 2015.

Considerando el importante crecimiento en la generación en el primer semestre del año esperamos que la compañía cierre con un EBITDA de USD 9.2 MM 8.4% mayor al del 2016.

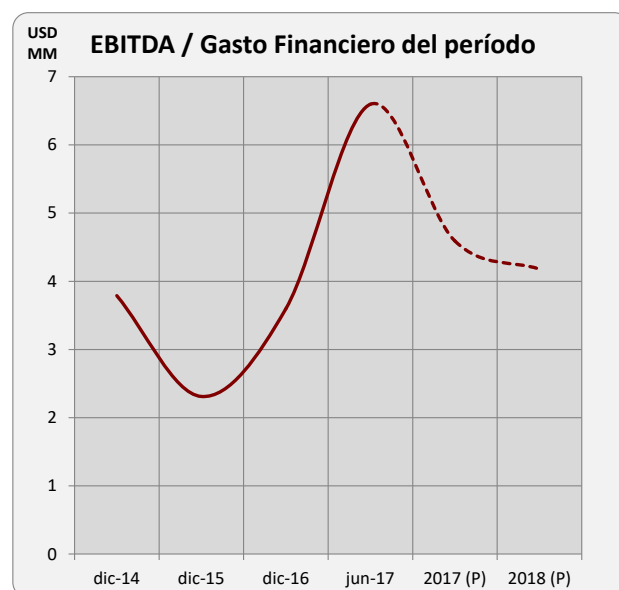
Por su lado en el 2018 proyectamos que el EBITDA se presione en 3.6% considerando un decrecimiento proyectado en los ingresos totales de KUBIEC. Dicho decrecimiento (-3%) en los ingresos está alineado con las proyecciones de la compañía.

Es importante tomar en cuenta que por ser una industria, el componente fijo de KUBIEC es relativamente importante por lo cual un crecimiento en ventas permite diluir el gasto y mejorar la eficiencia. Por este motivo esperamos que ante la mayores ventas proyectadas de 2017, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 11% en dic-2016 a 9.9% en dic-2017. Cabe mencionar que en el segundo semestre del año los egresos operativos crecerán en menor proporción ya que en el primer semestre del 2017

existieron gastos que no serán recurrentes.

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 3.8 veces. Debido a la mayor generación de KUBIEC y niveles de gasto financiero relativamente estables, esta relación mejoró a 6.6 veces para junio-2017. Esperamos que para fines de este año dicha relación se mantenga sobre las 4.5 veces.

Gráfico 5



Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Estructura del Balance

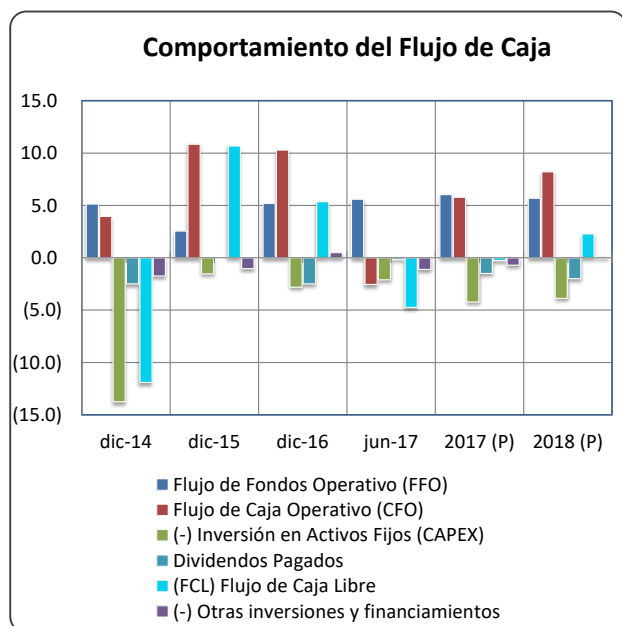
	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Total Activo Corriente	72%	58%	58%	55%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	6%	1%	1%	0%
CxC Comerciales	20%	18%	17%	23%
Inventarios Neto	37%	34%	32%	24%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	1%	1%
Gastos anticipados y otros	8%	5%	7%	7%
Total Activo No Corriente	28%	42%	43%	45%
Propiedades	28%	39%	40%	42%
Inversiones Emp. Relac.	0%	2%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Total Pasivo Corriente	47%	50%	51%	49%
Deuda Financiera CP	26%	22%	13%	16%
Deuda Comercial	13%	20%	21%	20%
Otros Pasivos CP	8%	8%	17%	13%
Total Pasivo LP	18%	12%	12%	13%
PATRIMONIO	34%	38%	37%	38%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

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 9.8 MM.

Tomando en cuenta dicha liberación, un nivel de inversiones de capital netas relativamente pequeño (USD 2.9 MM en 2016), y un pago de dividendos de USD 2.5 MM, la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL) que le permitió reducir la deuda financiera en USD 6 MM respecto al 2015.

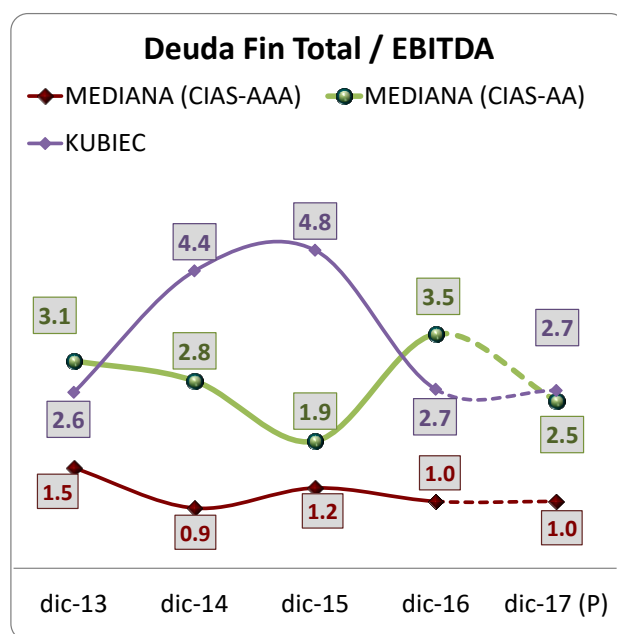
No obstante, en el primer semestre del 2017 la compañía ha tenido necesidades importantes de capital de trabajo por USD 8.2 MM. Dicho requerimiento se ha dado principalmente por el fuerte crecimiento del negocio y una menor proporción de anticipos de clientes que el 2016. Pese a tener un flujo de fondos operativos (FFO) positivo en 5.6 MM, el CFO termina en UDS -2.5MM. Hacia fines de año esperamos que esta situación se revierta, y se consiga un CFO de USD 5.8MM.

En 2017 KUBIEC espera realizar inversiones en CAPEX de aproximadamente USD 4.2 MM orientadas principalmente a nueva maquinaria. En los dos últimos años la empresa ha invertido en promedio USD 3.8 MM anualmente.

En este año la empresa repartirá dividendos por un total de USD 1.5 MM, que representa un 35% del resultado del año anterior.

Si bien a la fecha de corte la deuda financiera se ha incrementado en USD 5.5 MM frente al año anterior, para financiar los requerimientos de la operación y las inversiones realizadas, en función de los menores requerimientos esperados de capital de trabajo por un segundo semestre con menor dinamismo y la recuperación de créditos tributarios, esperamos que el endeudamiento se ajuste para terminar en USD 24.5 MM, USD 1.7MM más alto que en 2016.

Gráfico 7



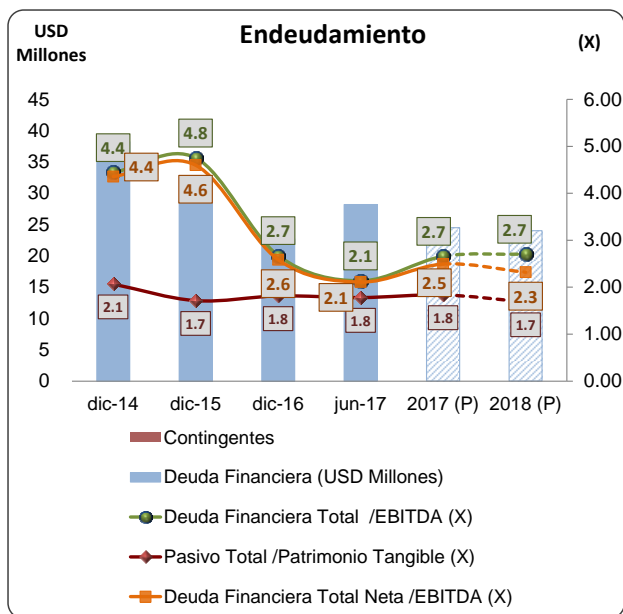
Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a su pico en 2015 en donde la deuda financiera representó 4.5 veces el EBITDA, por la contracción de la generación, y desde 2016 el indicador mejora de forma importante gracias tanto a un menor endeudamiento en dólares, como a mayores ingresos operativos.

La relación deuda financiera/EBITDA llegó en 2016 a 2.7 veces y se espera se mantenga en niveles similares a fines del 2017. El nivel actual compara adecuadamente con otras empresas calificadas por BankWatch Ratings en el mismo rango.

En 2018 la proyección incorpora una premisa de contracción ligera de las ventas (-3%), considerando la incertidumbre en relación a la evolución de la economía ecuatoriana y el sector de la construcción. Bajo este escenario, las necesidades de flujo del emisor disminuirían, y el endeudamiento en relación a la generación no tendría cambios significativos.

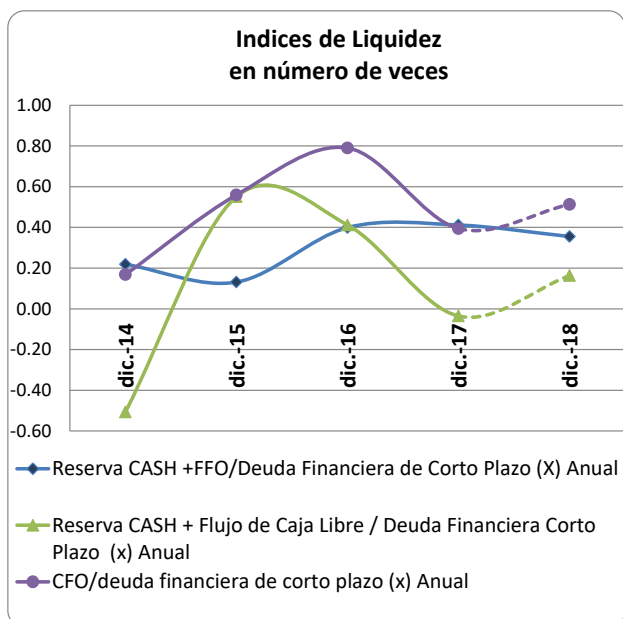
Gráfico 8



Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: KUBIEC
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Los requerimientos de liquidez del emisor han estado altamente influenciados históricamente por las variaciones de capital de trabajo. En 2013 y 2014 estos demandaron recursos significativos, mientras que en 2015 y 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

En el primer semestre del 2017 la liquidez ha sido estrecha debido a que el emisor ha requerido financiar el incremento del capital de trabajo

derivado del fuerte crecimiento de las ventas y menor proporción de anticipos de clientes que a fin de año. En el segundo semestre del año, considerando las menores necesidades de capital de trabajo, la empresa requerirá renovar vencimientos de deuda financiera por aproximadamente USD 9.4 millones, que representa un 33% de la deuda financiera total y un 56% de su deuda de corto plazo. Cabe indicar que la empresa ya mantiene acordada con un banco local la renovación hasta fin de año de USD 3.2 MM de deuda de corto plazo.

A junio-2017 existe una concentración del 60% de la deuda financiera en el corto plazo, lo cual expone a la empresa a riesgo de refinanciamiento. El 40% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 5 años.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado y las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

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	jun-17
Activo Líquido (USD M)	348,28
Activo Ajustado (USD M)	101,109
Activo Total (USD M)	103,858

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)*	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3,953	3,953	0.09	25.58
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	28,186	32,139	0.01	3.15
3era	Deuda sin garantía específica de balance	32,587	64,726	0.01	1.56
TOTAL		64,726	64,726	0.01	1.56

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 1.56 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 55% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 23% y luego inventarios con 24% (neto de lo provisionado por obsolescencia). El 45% 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 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.

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del Emisor:
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,

b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en 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						
	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17
Activo corriente	52,291	54,389	57,976	57,873	58,672	60,436
Pasivo corriente	45,434	46,792	46,245	47,675	47,985	51,124
Indicador Liquidez Corriente	1.15	1.16	1.25	1.21	1.22	1.18

▪ 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					
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Resumen de Resultados					
Ventas	72,041	74,040	74,112	81,824	50,807
% crecimiento	14.2%	2.8%	0.1%	10.4%	47.2%
MARGEN BRUTO (%)	24.1%	20.5%	17.4%	19.7%	19.8%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,608	6,056	8,502	6,598
MARGEN EBITDA (%)	15.2%	11.6%	8.2%	10.4%	13.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,608	6,056	8,503	6,598
MARGEN EBITDAR (%)	15.2%	11.6%	8.2%	10.4%	13.0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,486	7,712	5,049	7,192	5,813
MARGEN EBIT (%)	13.2%	10.4%	6.8%	8.8%	11.4%
Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,364	-1,000
Impuestos a la renta	-1,825	-1,196	-886	-941	0
UTILIDAD NETA	6,002	4,734	3,777	4,272	4,962
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	5,013	741	937	753	348
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,277	15,690	15,016	21,139	26,030
Inventarios	30,202	30,500	28,810	27,908	25,973
Cuentas por Pagar Proveedores	14,015	11,362	18,388	20,423	20,466
Deuda Financiera Total	28,867	38,245	28,785	22,739	28,192
Otros Pasivos	12,699	9,354	8,419	17,981	16,068
Patrimonio	28,501	30,541	34,393	35,670	39,132
Patrimonio Tangible	27,933	28,535	32,435	33,687	36,384
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	10,981	8,608	6,056	8,502	6,598
(-) Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,364	-1,000
(-) Impuesto a la renta del período	-1,825	-1,196	-886	-941	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,218	5,140	2,549	5,197	5,598
(-) Variación Capital de Trabajo	-10,006	-1,190	8,311	4,619	-8,155
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,787	3,951	10,860	9,816	-2,557
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	160	519	2,116	425	149
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1	-21	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-222	-2,502	0	-2,500	-164
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5,761	-13,754	-1,541	-2,913	-2,114
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-74	-134	-739	557	-56
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,685	-11,920	10,695	5,365	-4,742
Margen de Flujo de Caja Libre %	-12.1%	-16.1%	14.4%	6.6%	-9.3%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	13,062	9,377	-9,460	-6,046	5,453
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-829	-62	-1,039	496	-410
OTRAS INVERSIONES NETO	-1	-1,668	0	0	-706
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	3,547	-4,272	197	-185	-405
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,465	5,013	741	937	753
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.72	3.26	1.97	3.20	6.60
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.67	3.79	2.31	3.60	6.60
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.67	3.79	2.31	3.60	6.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.63	4.44	4.75	2.67	2.14
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.17	4.36	4.60	2.59	2.11
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	56%	46%	39%	42%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.39	0.22	0.13	0.40	0.67
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.15)	0.17	0.56	0.75	(0.30)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.48)	(0.51)	0.55	0.41	(1.35)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.48)	(0.51)	0.55	0.41	(0.57)

KUBIEC CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Resumen de Resultados				
Ventas	96,913	100,617	98,630	81,824
% crecimiento	8.1%	3.8%	-2.0%	10.4%
MARGEN BRUTO (%)	24.9%	20.4%	17.7%	19.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,012	11,394	7,614	8,502
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	11.3%	7.7%	10.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,013	11,394	7,614	8,503
MARGEN EBITDAR (%)	15.5%	11.3%	7.7%	10.4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,601	9,693	6,181	7,192
MARGEN EBIT (%)	13.0%	9.6%	6.3%	8.8%
Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-2,364
Impuestos a la renta	-2,386	-1,549	-1,066	-941
UTILIDAD NETA	7,532	5,102	3,196	4,272
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	7,380	1,124	1,282	753
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,521	20,794	19,892	21,139
Inventarios	45,685	47,522	45,377	27,908
Cuentas por Pagar Proveedores	19,425	19,006	24,290	20,423
Deuda Financiera Total	41,151	52,316	44,969	22,739
Otros Pasivos	17,307	12,319	11,004	17,981
Patrimonio	42,881	43,497	46,938	35,670
Patrimonio Tangible	41,978	43,079	46,617	33,687
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	15,012	11,394	7,614	8,502
(-) Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-2,364
(-) Impuesto a la renta del período	-2,386	-1,549	-1,066	-941
(-) 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)	9,841	6,405	2,460	5,197
(-) Variación Capital de Trabajo	-11,186	-4,051	11,325	4,619
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,345	2,354	13,784	9,816
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-3	730	2,494	425
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-279	-325	-21
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,679	-4,293	0	-2,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,617	-14,866	-2,088	-2,913
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-88	-584	-2,616	557
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10,732	-16,939	11,249	5,365
Margen de Flujo de Caja Libre %	-11.1%	-16.8%	11.4%	6.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	15,841	11,166	-7,348	-6,046
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-56	-482	-3,636	496
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-1	41	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,052	-6,256	306	-185
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,327	7,380	1,124	937
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.54	2.86	1.60	3.20
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.39	3.31	1.86	3.60
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.39	3.31	1.86	3.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.97	4.59	5.91	2.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.44	4.49	5.74	2.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	55%	49%	39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.21	0.08	0.40
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.05)	0.08	0.44	0.75
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.55)	0.36	0.41
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.43)	(0.55)	0.36	0.41



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.