

Ecuador
Papel Comercial
Primer seguimiento

CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
1er Programa Papel Comercial	AA	NR	--

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.

NA: No aplica

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (abril)
Activos	39.8	37.9
Ventas	34.3	11.0
Margen EBITDA (%)	7.63%	0.62%
ROE (%) *	8.45%	-8.21%
Deuda / capitalización (%)	47.00%	47.41%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.41	0.46
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.52	0.52
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	5.14	64.00
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	10.56	-13.79

* Indicador anualizado para abr-2018
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Juan Fernando Larrea
(5932) 226 9767 ext. 106
jlarrera@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de “AA” al Programa de Primer Programa de Papel Comercial de CONDUIT DEL ECUADOR S.A., que se analiza en el presente informe. 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, que 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: CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es un importante competidor local dentro del mercado de tuberías y tiene la ventaja competitiva de ser el único productor de tubos de acero inoxidable en la Costa del Pacífico Sur. Actualmente cuenta con una planta industrial en la ciudad de Quito. Observamos positivamente que, a la fecha de corte, un 14% de sus ventas sean exportaciones y que dentro de sus expectativas a mediano plazo se encuentre impulsar las ventas en el exterior, lo cual permite diversificar el riesgo país. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

Sinergias y vínculos importantes con su participada: La calificación incorpora las sinergias y vínculos administrativos, comerciales y estratégicos que mantiene con su empresa participada, que mitigan los riesgos individuales de la empresa relacionados con una operación más volátil y de menor tamaño.

Generación operativa volátil y sensible al precio del acero: 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 su principal línea de negocio. Los resultados del 2017 y del primer cuatrimestre del 2018 se han visto afectados por el incremento del costo del acero, que es su principal materia prima, y por la dificultad de trasladar dicho efecto hacia el precio de venta. Adicionalmente, dichos períodos incorporan egresos operativos no recurrentes. Se espera que la generación mantenga una tendencia a recuperarse en los meses siguientes y en 2019, en línea con lo que las expectativas de la empresa y lo que ya se evidencia en los estados financieros de mayo-2018.

Endeudamiento importante en relación a la generación con tendencia a disminuir: La contracción de la generación ha incrementado el endeudamiento frente al EBITDA, haciendo que esta relación se ubique en niveles elevados respecto a otros emisores calificados en la misma categoría. La calificación considera la expectativa de que el endeudamiento regrese a niveles consistentes en 2019 gracias al crecimiento en ventas y una recuperación del margen bruto.

Liquidez volátil: Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación a la deuda de corto plazo. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras y el hecho de que el 51% de la deuda financiera vence en un plazo mayor a 1 año.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la disminución esperada de la deuda hasta 2019. La calificación podría verse afectada si es que, el endeudamiento no mostrara la tendencia esperada. en relación a la generación.



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Primer Programa de Papel Comercial	
Emisor:	CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
No. De Seguimiento	Primer seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001375
Fecha de Aprobación SCVS	9-feb-18
Monto Programa	10,000,000.00
Monto en circulación	4,808,837
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Venc. Programa	30-ene-2020
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	70% para sustitución de pasivos bancarios de corto plazo, 30% para capital de trabajo
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	Analytica Securities C.A. Casa de Valores
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representativa 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

Para el 2017, la economía ecuatoriana registró una recuperación económica del orden de 3% en términos constantes, sustentada principalmente en un incremento del precio del petróleo y mayores exportaciones, impulsados por el acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares y el consumo final del gobierno mantuvieron una variación positiva del 4.9% y 3.8% respectivamente.

Inicialmente en agosto del 2017, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyectó crecimientos de la economía ecuatoriana de 1.60% en 2018, 2.39% en 2019 y 2.49% para el 2020. Estos resultados consideran incrementos en las exportaciones no tradicionales derivados de los acuerdos comerciales antes mencionados. A la fecha de corte de este informe, estas estimaciones no se han actualizado,

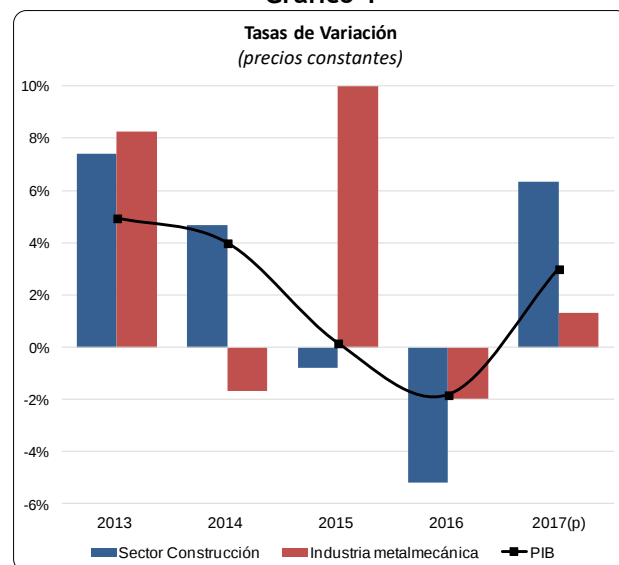
puesto que el BCE se encuentra a la espera de la publicación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, para así poder incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estimó un crecimiento de 2% para el Ecuador, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% para 2019. El resultado definitivo dependerá en gran parte de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez y del éxito que tenga en incentivar nuevas inversiones del sector privado.

En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representó el 11.5% del PIB nacional, por lo que se estableció como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana en 2017. Adicionalmente, esta industria registró un crecimiento del 2.1% y se recupera ante la recesión presentada en 2015 y 2016.

La sub-industria metalmeccánica es uno de los principales componentes de la industria manufacturera y de la economía ecuatoriana en general por su contribución como insumo con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR



El desarrollo del sector metalmecánico ha sido históricamente un componente estratégico para los gobiernos del Ecuador, para promover la producción nacional y depender en menor medida de las importaciones de materia prima y producto terminado, que genera una balanza comercial deficitaria de este sector.

Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector metalmecánico tiene alto potencial de sustitución de insumos: un 80% de bienes de capital importados, un 30% de los productos derivados del metal y un 23% en los metales comunes importados. Una mayor inversión en tecnología, incremento de la demanda local, entre otros factores, podrían consolidar el mercado nacional y así disminuir las importaciones y mejorar la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales e internacionales.¹

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

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 del emisor.

En términos constantes, el sector de la construcción registró contracción tanto en 2015 (-0.8%) como en 2016 (-5.2%), que contrastan con los elevados crecimientos presentados en años anteriores. De acuerdo con cifras del Banco Central de Ecuador, el sector de la construcción en 2017 presentó un incremento interanual del 6.33% y ocupó el tercer lugar en importancia (9.4% del PIB), luego de la manufactura y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

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.

La construcción se ha visto afectada no solo por la fluctuación del precio del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en

infraestructura pública y el deterioro del entorno operativo.

Además de la afectación que presentó la industria por la recesión económica de los últimos años, este mercado sufrió una paralización importante tras la aprobación de la Ley para Evitar la Especulación de la Tierra (Ley de Plusvalía) que fue aprobada por la Asamblea Nacional el 27 de diciembre del 2016 y que tras la Consulta Popular realizada en febrero del 2018 fue derogada.

La derogación de la Ley ha generado una perspectiva positiva para la reactivación del sector y su desarrollo. Es importante mencionar que el crecimiento de la industria irá de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

Dentro del proyecto de ley económica urgente presentado a la Asamblea el pasado 24 de mayo se plantea la exoneración por diez años del Impuesto a la Renta para nuevas inversiones en sectores priorizados, como la metalmecánica. Además, la construcción de vivienda de interés social tendrá tarifa 0% de Impuesto al Valor Agregado (IVA). El impacto de estas dos medidas se analizará en seguimientos posteriores tanto en la industria metalmecánica como en la de la construcción.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. se constituye en el Ecuador en 1977, y se dedica a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de tubería de acero y de otros materiales; así como a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de ángulos, perfiles, tubos estructurales. La Compañía también realiza actividades complementarias relacionadas a la industria siderúrgica y metalúrgica, y a la distribución al por mayor y al por menor de sus productos, tanto dentro como fuera del país.

Sus oficinas administrativas se encuentran en el sur de la ciudad de Quito, donde también funciona su planta de manufactura y procesamiento de tubería.

En el año 2010 nace la alianza KUBIEC-CONDUIT, pues las dos compañías producen y comercializan productos derivados del acero y vieron la oportunidad de juntos generar sinergias operativas. Las dos empresas comparten la gerencia general, las principales gerencias y algunas jefaturas, y están relacionadas accionarialmente. No obstante, las mismas manejan una estructura productiva y financiera independiente.

Dentro de la estructura departamental de CONDUIT

¹

<http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>



DEL ECUADOR S.A. colaboran 57 personas entre gerencias, directivos, administrativos, técnicos y operarios. Adicionalmente la Compañía cuenta con 121 obreros.

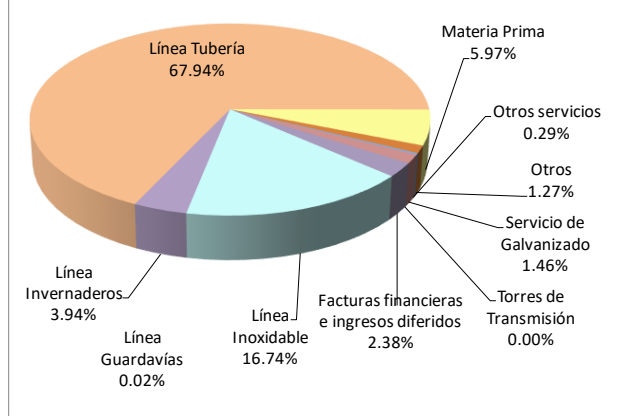
A la fecha de corte, la Compañía mantiene un Comité de Empresa, con el que mantiene una relación sana y han acordado un contrato laboral colectivo. Este acuerdo se revisa cada dos años y el mismo se encuentra a la fecha negociado e inscrito en el Ministerio de Relaciones Laborales.

Durante el primer trimestre del 2018, CONDUIT pagó obligaciones laborales para algunos empleados que antes pertenecían al comité mencionado, por lo que los estados financieros reflejan estos egresos no recurrentes.

CONDUIT produce y comercializa más de 26 diferentes artículos. La producción de la compañía se concentra principalmente en dos líneas de negocio, donde mantiene posiciones de liderazgo dentro de sus nichos. Las líneas de negocio se muestran a continuación:

Gráfico 2

**Distribución de ventas por línea de negocio
(abril 2018)**



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR

La línea de tubería constituye el negocio más representativo; esta consiste en la fabricación y venta de tubería que es utilizada como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales. La Compañía ofrece tubos marca Fuji y neplos para la conducción de fluidos y tubos mueble ideales para carpintería metálica y estructura. De acuerdo a la información entregada por el emisor a abr-2018, la Compañía mantiene un 19% de participación de mercado, superado únicamente por otra empresa que mantiene el 40%, la cual expandió su participación en los últimos seis meses. Otros competidores en el mercado de tuberías son Novacero y Ferro Torre que mantienen una participación de 18% y 15% respectivamente.

El segundo negocio más importante para la Compañía es la línea de inoxidable. CONDUIT del Ecuador S.A. es la única compañía productora de tubos de acero inoxidable dentro de la Costa del Pacífico y mantiene un 55% de participación de mercado. Sus principales competidores son importadores de este tipo de acero. Este negocio ha mantenido en los últimos años un crecimiento importante por las características que ofrece el producto pues es estético, higiénico, brinda máxima durabilidad, es inmune a la corrosión y el sarro, no necesita mantenimiento, tiene alta resistencia a movimientos telúricos y es resistente al fuego y a altas temperaturas.

CONDUIT percibe otros ingresos que provienen de la construcción de invernaderos, negocio en el cual la Compañía tiene más de quince años de experiencia en el diseño, fabricación, asesoría e instalación según las necesidades de sus clientes.

Por último, CONDUIT se dedica a la venta de materia prima, líneas guardavías y torres de transmisión; también ofrece servicios de galvanizado y corte a otras compañías. Estas ventas son ocasionales y no han sido tomadas en cuenta en las proyecciones del presente informe.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (59%) y a empresas relacionadas (30%), aunque la Compañía también exporta sus productos a Colombia, Perú y Nicaragua. La empresa no maneja una fuerza de ventas propia, por lo que se apoya en la perteneciente a KU-BIEC.

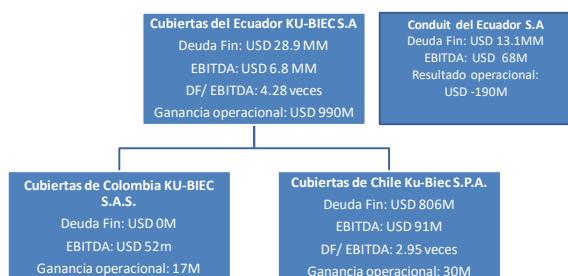
La comercialización de los productos de la marca se realizan principalmente a través de distribuidores a nivel nacional (68.6%). Un 28.7% se comercializa a través de KU-BIEC, quien mantiene oficinas de venta en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala, y un 2.69% corresponde a ventas directas de CONDUIT.

La Administración sostiene que la capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta las principales líneas de negocio (tubería y acero inoxidable), es del 78%, por lo cual CONDUIT DEL ECUADOR S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

Finalmente es importante señalar que la principal materia prima de la empresa es el acero, la cual está sujeta a variaciones en el precio del mercado internacional. Consecuentemente, como se analiza en las siguientes secciones de este informe, el precio de este insumo tiene un efecto importante en la estructura financiera de la Compañía y es en parte un factor generador de ciclos económicos de la empresa. De ahí que la Calificadora analiza a la empresa tomando en cuenta los diferentes periodos cíclicos por lo que atraviesa la Compañía.



ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR con información a abril-2018

*Convertido a una tasa de 2,806 pesos colombianos por dólar

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. consolida balances con su participada Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. y sus dos subsidiarias internacionales. Instancias importantes de la administración de estas dos empresas ecuatorianas se manejan de manera conjunta. Adicionalmente, KU-BIEC S.A. es poseedora del 98.6% de las acciones de Cubiertas de Colombia KU-BIEC S.A.S., y del 99.97% 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 otros productos relacionados para la construcción, con dos unidades comerciales ubicadas en Cali y Bogotá. Por su parte, KU-BIEC Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero.

CONDUIT no posee acciones en KU-BIEC S.A ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas en el ámbito financiero. CONDUIT presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia (IPT) del 2016 elaborado por LEXTAX Servicios Tributarios Integrales S.A., mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia. El IPT del 2017 todavía no se encuentra disponible a la fecha de análisis.

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

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierto. Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Avellán Arteta Felipe Javier	2,559,654	33%
Yandún Cárdenas Henry Javier	2,292,443	29%
Kohn Topfer Juan Daniel	656,087	8%
Otros	2,285,357	29%
TOTAL	7,793,541	100%

A abr-2018, el patrimonio de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es de USD 14.5MM, y de este el 54% corresponde a capital social.

A la misma fecha, la deuda financiera representa el 47.4% de la capitalización² de la Compañía.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

No existen políticas definidas en cuanto a la repartición de dividendos en la empresa, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio; las directrices y estrategias son ejecutadas por su presidente y gerente general.

La Junta General de Accionistas es el organismo máximo de la Compañía. A este le corresponde la designación de cinco directores principales y tres suplentes que integran el Directorio de la Compañía por un tiempo de dos años, así como la designación de comisarios y auditores externos.

El Directorio tiene la responsabilidad de designar los cargos de presidente, vicepresidente, gerente general y subgerente general. Adicionalmente, los directores realizan tareas adicionales, como son: conocer y aprobar los presupuestos anuales, nombrar a los principales gerentes, crear comisiones internas para determinadas funciones,

² Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



entre otras.

El Directorio se reúne bimensualmente para revisar el cumplimiento del presupuesto y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo.

Algunas estrategias importantes de la empresa a corto y mediano plazo se detallan a continuación:

- Optimización de sus niveles de inventario.
- Adquisición de maquinaria para mejorar la velocidad de la producción en tres veces frente a la actual.
- Comercialización de productos con mayor valor agregado.
- Crecimiento en exportaciones impulsadas por las certificaciones internacionales que manejan y la calidad de sus productos.

El presidente de la Compañía está encargado de velar por el fiel cumplimiento de la Ley, del estatuto y de las resoluciones tomadas por la Junta General y del Directorio. Actualmente este puesto lo ocupa Juan Daniel Kohn, persona con extensa experiencia en la industria acerera y uno de los accionistas de la Compañía.

El Gerente General representa legalmente a la Compañía en toda clase de actos y contratos; recibe, mediante inventario, los bienes y valores sociales entregados a su cuidado; presenta a la Junta General a nombre del Directorio, un informe de sus labores; e informa al Directorio sobre las operaciones realizadas y por realizar, entre otras responsabilidades. Este puesto lo ocupa Henry Yandún, quien cuenta con amplia experiencia y preparación académica para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad. Además, mantiene sellos de calidad INEN para varios de sus productos y otras certificaciones para productos específicos que le permiten competir bajo estándares internacionales.

La Compañía utiliza un aplicativo para administrar la gestión contable-financiera, que fortalecen el control de la producción y comercialización de sus productos. Para la gestión de recursos humanos, la empresa también se apoya en sistemas informáticos.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

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

La Compañía maneja un plan estratégico con tres áreas de iniciativa: control operacional y eficiencia; posicionamiento y manejo de mercado; y relaciones con sus clientes. A través de una herramienta tecnológica la gerencia realiza una supervisión regular de sus objetivos estratégicos.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., y los estados financieros individuales de CONDUIT, auditados por la firma Baker Tilly Ecuador para el 2013, y por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. para el 2014, 2015 y 2016; como los estados financieros al cierre del 2017 auditados por Deloitte. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte abril 2018.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2018 y 2019, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor.

Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos operativos de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. muestran una correlación positiva con el crecimiento del sector de la construcción, dado que varios de los productos que vende la Compañía son insumos para esta industria. Por una década completa y hasta el 2014 el sector inmobiliario registró un importante crecimiento, impulsado en gran parte por el aumento del gasto público; sin embargo, la construcción se desaceleró en vista del estancamiento económico del país. Otros factores, como la implementación de la ley de plusvalía, y la inestabilidad política durante el cuarto trimestre del 2016 y primer trimestre del 2017 contribuyeron



a la paralización del sector, lo que también se reflejó en menores ventas para la Compañía durante esos períodos. A partir del segundo semestre del 2017, luego del proceso electoral de ese año y con una economía más líquida, el sector inmobiliario se empezó a reactivar. La remoción de la ley de plusvalía también generó mayores expectativas de crecimiento para la construcción.

Si bien la construcción continúa siendo un mercado interesante para CONDUIT, esta se ha enfocado en diversificar sus clientes locales. A oct-2017, los 10 mayores clientes representaban el 55% de la cartera de la empresa, mientras que a abr-2018 estos representan el 30%. Adicionalmente, uno de los objetivos de la Compañía para el 2018 y 2019 es expandir sus operaciones de exportación hacia otros países.

La línea de tubería, principal fuente de ingresos de la Compañía, se encuentra directamente relacionada con el precio del acero. Desde finales del 2016 y durante el 2017, el precio mundial de esta materia prima mostró una tendencia hacia el alza, entre otros factores, por una mayor demanda interna de China (principal productor en el mundo), crecimiento de la industria automotriz y el encarecimiento del precio de la chatarra. Durante el primer trimestre del 2018, esta tendencia ha continuado.

ingresos por ventas de productos, a pesar de que por toneladas las ventas crecieron en 6.3%. Esto refleja que la reducción de los ingresos por ventas estuvo afectada por el aumento del precio del acero, antes que por una reducción de la demanda. Para finales del 2018 esperamos que la situación se revierta y que la empresa logre un crecimiento anual de 7.5% en sus ingresos operativos gracias a la recuperación gradual del precio promedio de venta.

Para enfrentar el aumento del precio de su principal materia prima, CONDUIT focaliza sus esfuerzos en productos con menor presión competitiva y mayor valor agregado para así poder controlar la caída del margen bruto. Sin embargo, estas transacciones de valor hacia el cliente toman tiempo y están influenciadas por la demanda del mercado y por las acciones de sus competidores.

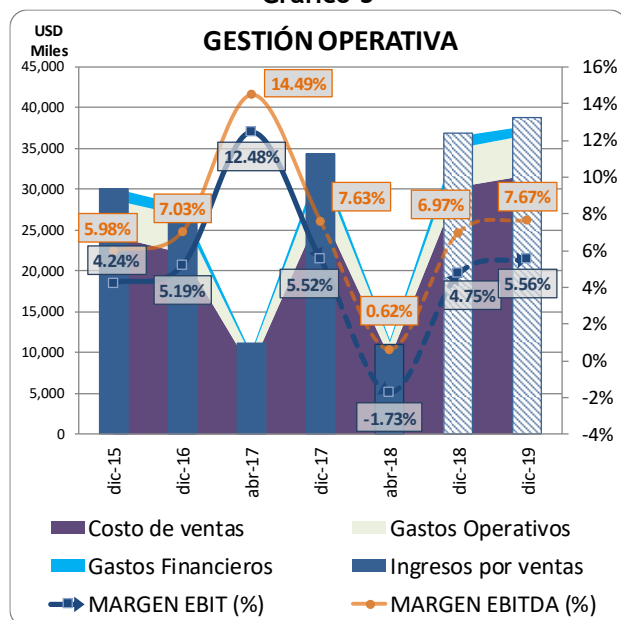
A abr-2018, los ingresos operativos en dólares alcanzan USD 11MM, que frente a abr-2017 registran una pequeña reducción de -1%. Por su parte, los costos de ventas se incrementaron anualmente en 16%. Esto redujo drásticamente el margen bruto, que a abr-2018 pasó a ser 14.5%, inferior al promedio de 21.3% mostrado en los cierres de los últimos 5 años.

Sin embargo, se indica como hecho subsecuente a may-2018 CONDUIT muestra una importante recuperación de su margen bruto acumulado y de los resultados de la compañía. A este mes, el crecimiento de las ventas por tonelaje alcanza el 10% y en dólares el 3%. Si bien el mayor peso del acero todavía afecta levemente su estructura, la Compañía logra focalizar adecuadamente el incremento estos costos; a may-2018 el margen acumulado alcanza el 17.6%, cercano a su meta anual para este año. Igualmente, la utilidad neta acumulada antes de impuestos llega a USD -16.9M (USD -406M a abril-2018).

Adicionalmente, CONDUIT ha planteado y ejecutado otras estrategias para mitigar su exposición a las variaciones en el precio del acero. Específicamente, la Compañía ha decidido impulsar sus ventas de la línea de inoxidable, de mayor rentabilidad que las tuberías. En oct-2016 la participación de esta línea de negocio representaba el 21% de las ventas de productos; en abr-2017 esta línea alcanza el 25%, aunque a abr-2018 la misma reduce su participación a 17%.

Otras estrategias son: continuar implementado mejoras en sus procesos productivos para incrementar la capacidad de producción y reducir los gastos asociados a esta, sin que esto signifique una inversión fuerte en CAPEX; fortalecer el control de precios del acero que se realiza semanalmente, y aumentar sus operaciones de comercio exterior y

Gráfico 3



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

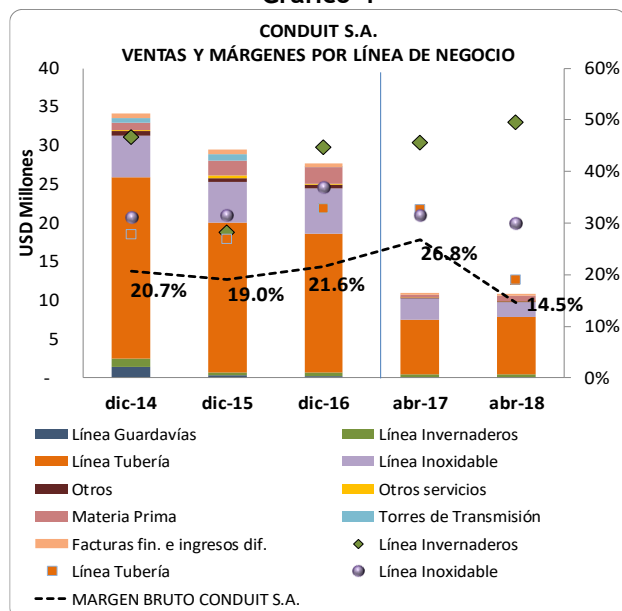
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

En 2016, CONDUIT registró una contracción en ventas en dólares del 5.83% mientras que en toneladas mostró un crecimiento de 5.1%. De manera similar, entre abr-2018 y abr-2017, la Compañía mostró una reducción de 1.1% de los



así depender en menor medida de la demanda local. Actualmente el 14% de las ventas de CONDUIT son generadas en el exterior, mientras que a oct-2017 estas representaban en 11%. El principal destino de exportación es Colombia, seguido de Perú e India.

Gráfico 4



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

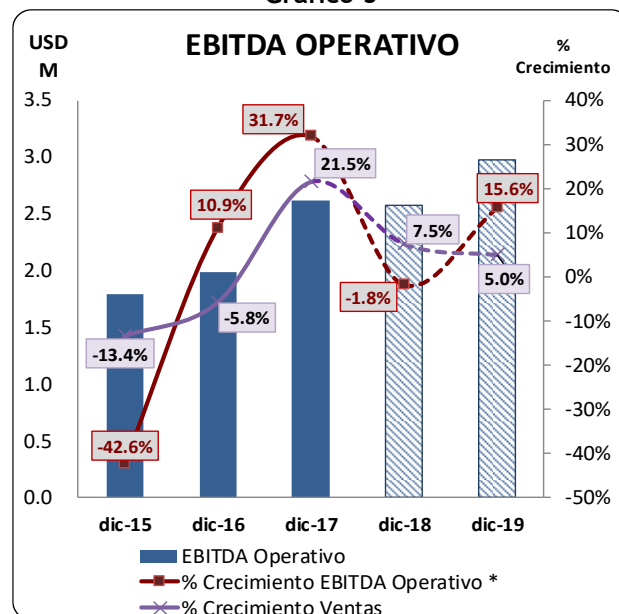
*Margen de las líneas de negocio no incluye otros costos (variación del costo estándar, fletes, participación a trabajadores y otros) que no han sido repartidos mediante un sistema de costeo.

A la fecha de corte, CONDUIT registró mayores egresos operativos que en abr-2017: estos se incrementaron anualmente en 12.3%. La salida de personal generó egresos por obligaciones laborales que asumió la empresa por completo en esta fecha. No se esperan gastos adicionales por este concepto durante el resto del 2018.

Consecuentemente, el EBITDA de la Compañía a abr-2018 se establece en USD 68M, afectado tanto por la reducción del margen como por la contabilización de egresos no recurrentes explicados en el párrafo anterior.

Sin embargo, en base a una recuperación del margen bruto en mayo de este año, se proyecta un EBITDA de USD 2.6MM para 2018, similar o ligeramente inferior al obtenido en dic-2017.

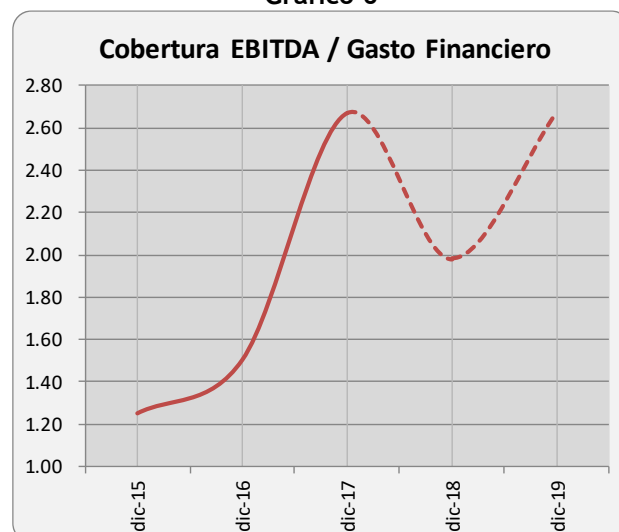
Gráfico 5



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Es importante tomar en cuenta que, por su naturaleza industrial, el componente fijo dentro de sus gastos y costos operativos de CONDUIT es relativamente importante, por lo que el crecimiento en ventas esperado permitiría diluir estos egresos y mejorar su eficiencia. Por este motivo esperamos que, ante las mayores ventas proyectadas al cierre del 2018, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 14.7% en dic-2017 a 13.3% en dic-2018.

Gráfico 6



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR

La cobertura del gasto financiero por el EBITDA muestra una ciclicidad relacionada al precio del acero, que influye en los ingresos operativos, y en la capacidad de la Compañía de adaptarse a la



variación de esta materia prima.

A abr-2018, la cobertura de la deuda financiera frente al EBITDA se reduce hasta 0.18 (1.79 a abr-2017), muy por debajo de los mostrado en otros meses. Esto se debe al limitado EBITDA conseguido a la fecha de corte por las razones antes explicadas. Sin embargo, con el incremento de margen a partir de mayo, se ha proyectado que esta cobertura alcance 2.10 veces a dic-2018, por debajo de lo mostrado en dic-2017, y siga mejorando a 2.37 en dic-2019.

Se debe mencionar que la carga tributaria por impuesto a la renta es elevada porque legalmente el anticipo de impuesto a la renta se convierte en el impuesto mínimo aun cuando la empresa mantenga menores ingresos. Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de inversión firmado con el Estado mediante el cual a cambio de inversiones que la empresa ya ha sido realizado, podría mantener una tasa constante del 22% hasta el 2030, a pesar de reformas tributarias que se den en un futuro.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-12	dic-15	dic-16	dic-17	abr-18
Total Activo Corriente	63%	59%	62%	61%	61%
Fondos Disponibles	1%	1%	1%	1%	1%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	2%	2%
CxC Comerciales	11%	15%	13%	16%	16%
Inventarios Neto	43%	37%	41%	33%	33%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	5%	3%	7%	8%	8%
Otros activos corrientes	2%	3%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	37%	41%	38%	39%	39%
Propiedad, planta y equipo	28%	31%	25%	26%	26%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	9%	10%	12%	13%	13%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	1%	1%	1%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-15	dic-16	dic-17	abr-18
Total Pasivo Corriente	46%	46%	40%	39%
Deuda Financiera CP	31%	21%	17%	17%
Deuda Comercial	13%	22%	20%	19%
Otros Pasivos CP	2%	4%	3%	3%
Total Pasivo LP	17%	13%	22%	23%
Deuda Financiera LP	12%	8%	17%	18%
Otros pasivos LP	5%	6%	6%	6%
PATRIMONIO	37%	41%	38%	38%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Para abr-2018, la generación operativa, medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO), fue negativa en USD -316M; esta estuvo afectada por un presionado margen bruto y gastos operativos no recurrentes a raíz de salidas de personal.

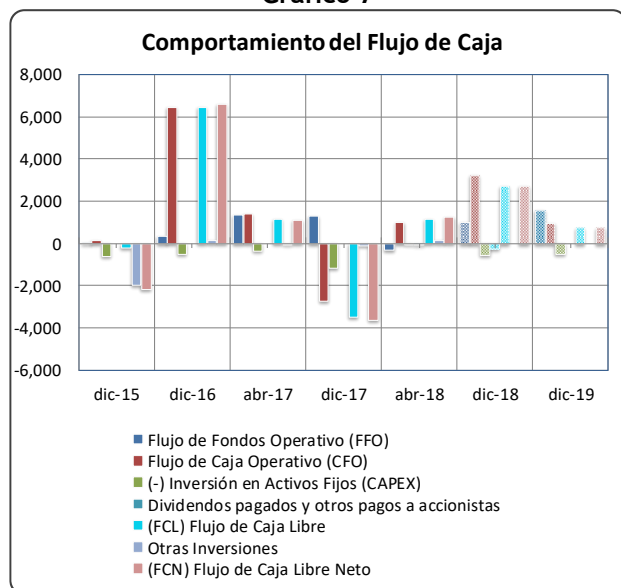
A la fecha de corte, la contracción de las ventas en dólares generó una importante liberación de capital de trabajo explicada principalmente por la venta de inventario acumulado. Adicionalmente, desde finales del 2017 la empresa logró negociar mejores plazos con proveedores, mientras que mantuvo el control de los días de plazo para clientes locales y del exterior con los que empezaban a trabajar conjuntamente. De ahí que la variación de capital de trabajo fue positiva en el orden de USD 1.3MM, y su Flujo de Caja Operativo (CFO) alcance los USD 986M.

La proyección para dic-2018 considera una recuperación del margen bruto y un EBITDA positivo, que generaría un FFO positivo de USD 858M. Bajo las premisas utilizadas, el CFO podría llegar a fin de año hasta USD 3.2 millones.

En los dos últimos años la empresa invirtió en promedio USD 589M anualmente, para la mejora de su capacidad instalada. En 2017 la Compañía desembolsó USD 1.2MM por estos conceptos. En 2018, CONDUIT planeaba realizar inversiones en CAPEX de aproximadamente USD 1.3MM, orientadas principalmente a la adquisición de nueva maquinaria que le permitirá mejorar su capacidad instalada para la línea de tubería. Sin embargo, debido al escenario enfrentado a inicios del presente año, y dada las mejoras operativas registradas por las inversiones del 2017, la Compañía analizó y optó por invertir en optimizaciones y mejoras parciales de sus activos fijos que generen buenos resultados con menores recursos. A abr-2018 se registraron apenas USD 25M en inversión de CAPEX y se proyecta USD 586M para el cierre del 2018; de manera similar, la proyección utilizada considera para 2019 inversiones alcancen los USD 550M, aunque el emisor estima que podrían ser menores a este valor.



Gráfico 7



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR

A abr-2018, CONDUIT no se realizó pagos de dividendos para los accionistas. Históricamente, la Compañía ha sido conservadora para distribuir recursos por este concepto. Se espera pagos de dividendos por USD 270M durante el segundo semestre del 2018, que a la fecha de corte ya han sido aprobados, y se espera que el flujo de caja libre (FCF, por sus siglas en inglés) alcance USD2.7MM a dic-2018.

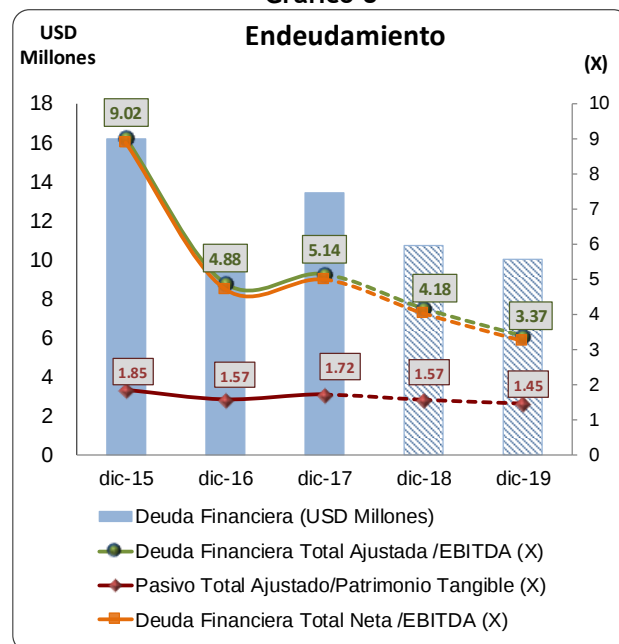
La política de cobro generalmente se adapta a los clientes con una relación comercial recurrente. Los días de cobro se ubican en 45 días para clientes relacionados, 33 días para clientes locales y 45 para clientes del exterior, y considerando los últimos tres años, estos se ubican cerca de los 57 días a finales del año. De ahí que, para las proyecciones de 2018 y 2019, los días de cobro se establezcan en 54.

Respecto al inventario, la empresa generalmente realiza pedidos para cubrir al menos 150 a 180 días de ventas, aunque en los últimos 3 años este se ha ubicado en promedio en 220 días. Considerando que la empresa ha logrado bajar este indicador a 161 días y se encuentra enfocada en mejorar la eficiencia en el manejo de inventario, en nuestra proyección se ha considerado un supuesto de 169 días para los próximos años.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales está en 150 días para las importaciones y entre 30 y 45 días para las compras locales. El promedio de los últimos tres años es 99 días, y esperamos que en 2018 y 2019 los días de cuentas por pagar se establezcan en 103 días

aproximadamente.

Gráfico 8



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

El indicador de Deuda Financiera Total / EBITDA llegó a su pico en 2015, año en el que la deuda financiera representó 9.02 veces el EBITDA, como consecuencia de la contracción de la generación operativa y el requerimiento de nueva deuda por USD 1.9MM que se utilizó en propiedades de inversión que a la fecha generan ingresos no operativos por el alquiler de las mismas a su participada.

En 2016 el indicador se reduce a la mitad gracias a un menor endeudamiento en dólares y a mayores ingresos operativos que los presentados en 2015 provenientes principalmente de liberación de capital de trabajo.

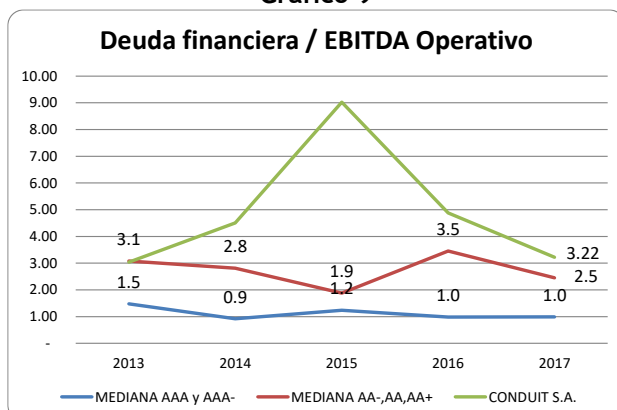
En 2017 CONDUIT incrementó su deuda financiera en USD 3.8MM frente a diciembre del año anterior para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas; se esperaba que la generación operativa hasta fines de año sería capaz de cubrir USD 1.7MM de este incremento, y que su indicador de Deuda Financiera Total / EBITDA se ubicara en 3.22 veces. Sin embargo, la caída del margen bruto y mayores gastos operativos en los dos últimos meses del año incrementaron el peso relativo de la deuda. Así, a dic-2017 este indicador cerró en 5.14 veces. En abr-2018, esta relación registró aún mayor estrés y se estableció en 64 veces, pero como ya se dijo anteriormente ya se aprecia una recuperación fuerte desde mayo-2018. Para 2018 y 2019, hemos proyectado que esta relación sea de 4.18 y 3.4 respectivamente.



La proyección de los años 2018 y 2019 incorpora la expectativa de que el endeudamiento mantenga la tendencia a decrecer, en vista de una recuperación del margen bruto y la no existencia de gastos operativos no recurrentes que estuvieron presentes a finales del 2017 y primer cuatrimestre del 2018. La Compañía no ha planteado adoptar mayor deuda financiera de largo plazo, y solo de carácter de corto plazo enfocada a cubrir capital de trabajo. Dentro de nuestras proyecciones se considera que para 2018 y 2019 la empresa mantendrá deuda financiera menor a la registrada en 2017 pero por encima de los requerido en 2016.

El emisor mantiene un nivel de deuda importante en relación a su generación, y compara desfavorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA. Sin embargo, dentro de la metodología utilizada se considera que para el análisis de las empresas que son cíclicas a la economía se debe evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico. Al respecto, consideramos que no se han dado cambios estructurales en la posición competitiva y operativa del emisor que requieran una revisión inmediata de la calificación.

Gráfico 9



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR
Elaboración: BWR

Capacidad de Pago y Liquidez

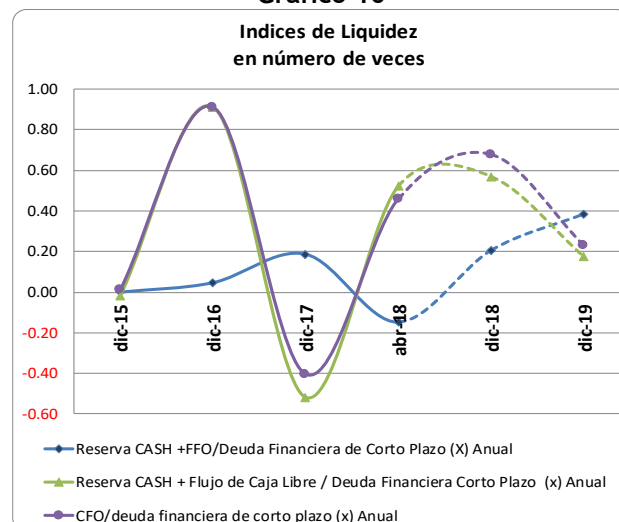
Como se observa en los últimos años, los requerimientos de liquidez de CONDUIT están altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada período. En 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

En 2017, la liquidez se apretó frente al año anterior, debido a que el emisor requirió financiar el incremento del capital de trabajo derivado del fuerte crecimiento de las operaciones e inversiones en CAPEX.

El emisor mantiene una deuda financiera

diversificada por acreedores bancarios nacionales. Actualmente CONDUIT DEL ECUADOR S.A. registra el 49% (57% en abr-2017) de su deuda en plazos inferiores a un año, lo que se considera un mitigante. El 51% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 5 años.

Gráfico 10



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras. Finalmente, como se mencionó anteriormente, en los próximos años no se espera que el emisor obtenga deuda de 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

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

Fecha de corte	abr-18
Activo Líquido (USD M)	1,246
Activo Ajustado (USD M)	37,100
Activo Total (USD M)	37,937

abr-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,766	2,766	13.41
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	13,073	15,840	2.34
3era	Deuda sin garantía específica de balance	7,596	23,436	1.58
TOTAL		23,436	23,436	1.58



La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.58 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

El papel comercial tiene garantía general, por tanto está garantizado con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

En la declaración juramentada suscrita por el emisor se detalla que este mantendrá la relación anterior dentro del límite legal, para lo cual se compromete a conservar cuentas por cobrar e inventarios libres de gravamen por el monto requerido. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 60.5% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 39.5% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad y valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

A continuación se encuentra un cuadro de liquidez o circulante de los últimos seis meses:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
nov-17	22,903,565	10,985,164	2.08
dic-17	25,349,155	16,371,248	1.55
ene-18	21,844,796	12,894,134	1.69
feb-18	22,384,169	13,504,678	1.66
mar-18	22,577,928	13,990,688	1.61
abr-18	22,968,288	14,644,933	1.57
Promedio semestral			1.69

RESGUARDOS

Resguardos Programa de Papel Comercial

Para el papel comercial calificado, el Emisor se obliga a:

- 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 en niveles mayores o iguales a uno (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 la Ley ecuatoriana.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a la declaración de plazo vencido para todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

En función de la certificación enviada por el emisor, podemos afirmar que la empresa cumple con los resguardos antes descritos.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte de este análisis, CONDUIT DEL ECUADOR S.A. no mantiene emisiones en el mercado de valores, además del que se analiza en el presente informe.

De acuerdo a la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y de Guayaquil (BVG), no existen movimientos de negociación en mercado secundario del papel comercial de Conduit a la fecha de este informe.



CONDUIT DEL ECUADOR S.A.					
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	abr-18
Resumen de Resultados					
Ventas	34,673	30,013	28,263	34,332	11,000
% crecimiento	-1.6%	-13.4%	-5.8%	21.5%	-0.9%
MARGEN BRUTO (%)	20.7%	19.0%	21.6%	20.2%	14.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,126	1,793	1,988	2,619	68
MARGEN EBITDA (%)	9.0%	6.0%	7.0%	7.6%	0.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,126	1,793	1,988	2,619	68
MARGEN EBITDAR (%)	9.0%	6.0%	7.0%	7.6%	0.6%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,373	1,272	1,467	1,895	(190)
MARGEN EBIT (%)	6.8%	4.2%	5.2%	5.5%	-1.7%
Gasto Financiero del período	-1,203	-1,433	-1,322	-981	-384
Impuestos a la renta	-351	-355	-335	-364	0
UTILIDAD NETA	936	(88)	382	1,233	(406)
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	300	233	314	406	1,246
Cuentas por Cobrar Comerciales	4,671	4,162	5,053	5,009	5,994
Inventarios	17,769	16,173	12,857	16,217	12,605
Cuentas por Pagar Proveedores	7,098	5,001	7,403	7,843	7,137
Deuda Financiera Total	14,072	16,183	9,698	13,457	13,073
Otros Pasivos	2,635	2,369	3,197	3,306	3,225
Patrimonio	13,788	13,871	14,018	15,177	14,501
Patrimonio Tangible	13,201	12,735	12,909	14,306	13,664
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	3,126	1,793	1,988	2,619	68
(-) Gasto Financiero del período	-1,203	-1,433	-1,322	-981	-384
(-) Impuesto a la renta del período	-351	-355	-335	-364	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,572	5	331	1,274	-316
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,435	114	6,121	-4,033	1,302
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-863	119	6,453	-2,759	986
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	274	435	576	659	169
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-41	-8	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-111	-61	-23	-233	-2
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,547	0	0	0	-2
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,083	-653	-525	-1,170	-25
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-25	-1	-19	-15	-7
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,354	-202	6,455	-3,519	1,119
Margen de Flujo de Caja Libre %	-9.7%	-0.7%	22.8%	-10.2%	10.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,789	2,112	-6,486	3,760	-384
OTRAS INVERSIONES NETO	-457	-1,996	-129	-208	103
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-2,019	-66	81	93	839
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,318	300	233	314	406
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.31	1.00	1.25	2.30	0.18
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.60	1.25	1.50	2.67	0.18
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.60	1.25	1.50	2.67	0.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financi	4.50	9.02	4.88	5.14	64.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fi	4.41	8.89	4.72	4.98	57.90
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	51%	54%	41%	47%	47%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.21	0.00	0.05	0.19	(0.15)
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.12)	0.01	0.91	(0.41)	0.46
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.45)	(0.02)	0.91	(0.52)	0.52
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.51)	(0.19)	0.93	(0.54)	0.57



KUBIEC CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Resumen de Resultados				
Ventas	100.617	98.630	104.242	125.968
% crecimiento	3,8%	-2,0%	5,7%	20,8%
MARGEN BRUTO (%)	20,4%	17,7%	20,4%	18,8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.394	7.614	9.814	12.286
MARGEN EBITDAR (%)	11,3%	7,7%	9,4%	9,8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.693	6.181	8.179	10.395
MARGEN EBIT (%)	9,6%	6,3%	7,8%	8,3%
Gasto Financiero del período	-3.440	-4.088	-3.637	-3.185
Impuestos a la renta	-1.549	-1.242	-1.296	-1.773
UTILIDAD NETA	5.102	3.196	3.887	5.932
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	1.124	1.282	1.237	1.768
Cuentas por Cobrar Comerciales	20.794	19.892	24.753	26.316
Inventarios	47.522	45.377	41.535	51.035
Cuentas por Pagar Proveedores	19.006	24.290	28.014	32.860
Deuda Financiera Total	52.316	44.969	32.532	45.420
Otros Pasivos	12.319	11.004	21.071	17.395
Patrimonio	43.497	46.938	47.733	52.364
Patrimonio Tangible	43.079	46.617	47.382	51.808
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	11.394	7.614	9.814	12.286
(-) Gasto Financiero del período	-3.440	-4.088	-3.637	-3.185
(-) Impuesto a la renta del período	-1.549	-1.242	-1.296	-1.773
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total di	0	0	0	1
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6.405	2.285	4.880	7.330
(-) Variación Capital de Trabajo	-4.051	11.352	9.667	-15.776
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2.354	13.637	14.547	-8.446
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	730	2.494	626	465
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-279	-325	41	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	137	-247
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.293	0	-2.500	-1.135
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-14.866	-2.088	-2.374	-5.119
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-584	-2.616	-465	-13
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-16.939	11.102	10.014	-14.496
Margen de Flujo de Caja Libre %	-16,8%	11,3%	9,6%	-11,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	11.166	-7.348	-12.436	12.888
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-482	-3.636	2.380	2.152
OTRAS INVERSIONES NETO	-1	41	-3	-12
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-6.256	159	-45	531
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7.380	1.124	1.282	1.237
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,86	1,56	2,34	3,30
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3,31	1,86	2,70	3,86
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,31	1,86	2,70	3,86
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad fir	4,59	5,91	3,32	3,70
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibili	4,49	5,74	3,19	3,55
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	55%	49%	41%	46%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,21	0,07	0,24	0,27
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,08	0,44	0,72	(0,31)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,55)	0,36	0,50	(0,53)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0,55)	0,36	0,50	(0,53)



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente 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 comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo con la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación con los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.