

Ecuador
Emisión de obligaciones

KUBIEC S.A.

Tercer Seguimiento

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

Perspectiva: Negativa

Definición de la calificación:

AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

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

Resumen Financiero

(USD Millones)	ene-23	ene-24
Activos	191.0	163.4
Ventas	12.6	10.1
Margen EBITDA (%)	6.59%	9.35%
ROE (%)	4.54%	6.29%
Deuda / capitalización (%)	55.67%	53.41%
CFO / Deuda Fin CP (X)	3.23	1.68
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	2.91	1.67
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	7.16	5.53
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	14.88	7.85

* Indicador anualizado para periodos intermedios

Fuente: EEFF KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR

Contactos:

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

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

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación AA- con perspectiva negativa a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de KUBIEC S.A. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros.

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: KUBIEC S.A. es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías; mantiene una adecuada diversificación por línea de negocio. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital y certificaciones que avalen la calidad de sus productos.

Generación operativa volátil, influenciada por factores externos: El desempeño operativo de KUBIEC se encuentra correlacionado con el precio del acero, que genera volatilidad en su margen bruto. Este último muestra mayor estabilidad a la fecha de corte, aunque aún existen factores exógenos a la operación de la compañía, como la liquidez del sistema financiero y el crecimiento de la economía, que podrían afectar el cumplimiento de sus proyecciones. La administración de la compañía espera que en el año 2024 el margen bruto siga recuperándose como resultado de nuevos contratos con clientes en la línea proyectos y recuperación de las ventas en las líneas rezagadas en el año 2023.

Endeudamiento significativo en relación con la generación con tendencia a reducirse: En el año 2023 el indicador de deuda financiera sobre el EBITDA mejora, pero no alcanza el nivel esperado a inicios de año, como resultado de coyunturas externas e internas. Pese a que la operación generó una pérdida neta, el emisor consiguió un flujo operativo importante impulsado por la optimización de su capital de trabajo, que permitió disminuir la deuda financiera a niveles cercanos al monto esperado. Por otro lado, en el último trimestre del año 2023 y durante enero 2024 se consiguieron mejores márgenes brutos que, de mantenerse, permitirán llegar al nivel de generación operativa necesario para continuar disminuyendo su endeudamiento. Adicionalmente, se considera positivo que el 53% de la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo y que mantenga líneas de crédito disponibles con varias instituciones financieras nacionales.

Expectativa de flujo de caja libre positivo para disminución de endeudamiento: En 2024 se espera que el emisor genere un flujo de caja libre importante, proveniente tanto de la recuperación de ventas y márgenes, como de la liberación de capital de trabajo, lo cual permitiría continuar disminuyendo su endeudamiento. El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga parcialmente por las líneas de crédito, la imagen y la posición de la empresa en el mercado. Adicionalmente, la estructura de la deuda hacia el largo plazo le brinda mayor flexibilidad financiera a la empresa.

La perspectiva de la calificación se mantiene negativa, por la presencia sostenida de riesgos en el entorno operativo interno y externo y la persistencia de un nivel de endeudamiento elevado. La perspectiva se resolverá en el siguiente análisis en función de la recuperación esperada de la generación y la constatación de la reducción del nivel de endeudamiento respecto al EBITDA, lo cual dependerá principalmente de la evolución de sus ventas, las fluctuaciones en el costo de su principal materia prima y el éxito de su estrategia de optimización del capital de trabajo.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

I Emisión de Obligaciones				
Emisor	KUBIEC S.A.			
No. de Resolución	No. SCVS-IRQ-DRMV-2022-00002291			
Fecha de Aprobación SCVS	28 de marzo de 2022			
Clases	A	B	C	D
Monto colocado	9,500,000	9,500,000	500,000	500,000
Saldo	8,164,953	8,164,953	245,786	245,786
Fecha de emisión	4-abr.-22	7-abr.-22	8-abr.-22	20-abr.-22
Fecha Vencimiento	4-abr.-27	7-abr.-27	8-abr.-25	20-abr.-25
Plazo de la emisión	1,800	1,800	1,080	1,080
Periodicidad Pago de Capital	Clase A: Semestral con un año de gracia	Clase B: Semestral con un año de gracia	Clases C: Semestral	Clase D: Semestral
Periodicidad Pago de Interés	Trimestral (Cada 90 días)			
Tasa de interés	7.10%	7.10%	6.90%	6.90%
Forma de cálculo de interés	Base 30/360			
Garantía	General			
Tipo de emisión	Desmaterializada			
Objeto de la emisión	75% capital de trabajo y 25% inversiones			
Agente Estructurador	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.			
Agente Colocador	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE			
Rep. Obligacionistas	Bondholder Representative S.A.			

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Luego de la contracción más grande sufrida por la pandemia del COVID (7.8%) en el año 2020, la economía ecuatoriana no ha podido recuperar un crecimiento sostenido, sino que sus tasas de crecimiento son mínimas y según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría recién acercarse al PIB prepandemia. Para el año 2023 la última estimación del BCE es de 1.5% y se prevé un crecimiento de 0.8% para el año 2024. Es probable que estas cifras varíen en función de la nueva metodología de año base para su cálculo.

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

A esto se sumó el racionamiento energético desde octubre-2023, producto de una fuerte sequía que afectó la generación hidroeléctrica, y que se dio al mismo tiempo que una mayor demanda¹. Esta situación no ha sido superada y perjudica la actividad económica en general.

En el inicio de su gestión el presidente Noboa envió a la Asamblea el Proyecto de Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo con carácter de "urgente", el cual fue aprobado por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, esta

Ley otorga exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de conflicto armado interno para enfrentar a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA. Dichas medidas permitirán mejorar la situación de liquidez fiscal y generar recursos que estarían disponibles para enfrentar el conflicto y parte de las demás obligaciones fiscales pendientes.

En cuanto al presupuesto general del Estado, el Ministerio de Economía y Finanzas de Ecuador presentó (20 febrero 2024) ante la Asamblea Nacional el Presupuesto General del Estado para 2024, éste llega a USD 35,536MM, con un aumento del 13% respecto gasto del año anterior, lo que significa un déficit de USD 4,809 MM respecto de los ingresos presupuestados, estos aún no contienen la estimación de los nuevos ingresos que se recaudarán por el alza del IVA y demás medidas aprobadas en la Ley para atender el conflicto armado, la crisis social y económica, porque la Ley no ha sido publicada aún en el Registro Oficial.

Los principales supuestos de la proforma enviada son: PIB en USD 121,710MM y una inflación de 2.1% sin considerar el efecto del alza del IVA. Un precio promedio del barril de petróleo de alrededor de USD 66.7 y la compra de derivados de los hidrocarburos en USD 94.7 por barril.

Para enfrentar el conflicto armado interno, la Asamblea Nacional no dio paso al incremento del IVA al 15%, que solicitó el Presidente, en su lugar aprobó cuatro impuestos o contribuciones para diferentes sectores que servirían al Estado para enfrentar el conflicto armado interno y la crisis social y económica. Posteriormente, luego del veto parcial del Presidente entraron en vigencia estas medidas y también el incremento del IVA que subirá al 15%.

Las medidas aprobadas son:

- 1) Impuesto a las utilidades de los bancos y cooperativas de ahorro y crédito
- 2) Incremento de hasta el 5 % al impuesto de salida de divisas

¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/apagones-cortes-electricos-ecuador-causas-luz-nota>

3) Contribución temporal de seguridad dirigida a utilidades de empresas

4) Materiales de construcción pagarán IVA del 5 %

A pesar de los ajustes tributarios, prevalece un déficit fiscal importante.

El déficit inicial del presupuesto estaría en alrededor de USD 6,200 MM, a lo que se suma USD 800 MM, según estimaciones del Gobierno, para financiar la guerra contra el terrorismo.

El déficit llega a USD 8,200 MM si se incluye la obligación constitucional de incremento del gasto salud y educación (USD 1,200 MM), y serán necesarios USD 9,000 MM para cubrir pagos atrasados y vencimientos de deuda, por lo que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal podrían llegar a USD 17,200 MM.²⁾

Se estima que los multilaterales y los impuestos aprobados podrían aportar USD 7,000 MM, USD 4,000 MM podrían mantenerse como atrasos del año, pero faltarían USD 6,200MM. Frente a esta situación, se han planteado varias medidas como la focalización de subsidios y la optimización del gasto fiscal y del tamaño del Estado, propuestas que requieren un amplio debate nacional y acuerdos amplios.

Respecto a los ingresos tributarios, el SRI anunció un aumento en la recaudación del año 2023 del 1.5% frente a 2022, gracias a mayores anticipos voluntarios del impuesto a la renta en el mes de diciembre, y mayor recaudación del impuesto al valor agregado y, en menor medida, de los de consumos especiales y de salida de divisas. Este último desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno anterior de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque mediante decreto ejecutivo, en las medidas aprobadas que entrarán en vigor desde este mes este impuesto subirá al 5%.

El precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses, alcanzando los USD 88.4, luego de mantenerse estable cerca de los USD 80 en el primer semestre del año. Sin embargo, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero de ese año y por conflictos en zonas de producción petrolera³.

Para el año 2024 la agencia de calificación Fitch Ratings prevé que los precios del petróleo Brent alcanzarán los 80 dólares por barril y que los precios del petróleo WTI rondarán los 75 dólares⁴.

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní⁵. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52,600 barriles de petróleo diarios. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.⁶ Hay argumentos en favor y en contra de esta medida.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y de las elecciones presidenciales adelantadas.

La incertidumbre hizo que el riesgo país se incrementara desde inicios de febrero de 2023, luego de los resultados adversos que tuvo el Gobierno en la consulta popular convocada por el Ejecutivo anterior. Luego de la aprobación del incremento del impuesto al valor agregado IVA (febrero 2024), el indicador registra una tendencia a mejorar, pasando un valor mayor a 2000 puntos registrado a inicio de enero 2024 a cerca de 1500 puntos, aunque este valor aún es uno de los más altos de la región.

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

² <https://www.lahora.com.ec/pais/necesidades-financiamiento-millones-cubrir-deudas-gastos-2024/>

³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

⁴ <https://blog.roboforex.com/es/blog/2024/01/12/pronostico-del-crudo-de-petroleo-y-brent-predicciones-de-precios/>

⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI. La calificadora consideró también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2023 y 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez, la misma que ya se ha evidenciado desde el segundo semestre del año anterior.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%⁷ que incorporó el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cifras publicadas y las previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023p	2024p
Producto Interno Bruto (PIB)	3.0%	1.5%	0.8%
Exportaciones	2.5%	1.7%	-7.0%
Importaciones	4.5%	2.6%	-3.3%
Consumo Final Gobierno	4.5%	0.6%	0.7%
Consumo Final Hogares	4.6%	2.8%	2.3%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.5%	-0.1%	-0.1%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Los primeros días de octubre de 2023 el Banco Mundial redujo la perspectiva de crecimiento del país para 2023 de 2.6% (junio 20203) a 1.3%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señaló la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial y por el inminente fenómeno del niño. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas⁸ según Banco Mundial. Por otro lado, en ese mismo mes el FMI bajó su proyección de crecimiento para Ecuador al 1.4%

(2.9% en su informe de inicio de año)⁹. Las expectativas del organismo consideran la incertidumbre política, la caída en la producción de petróleo, el empeoramiento de la situación de seguridad y desastres naturales relacionados con el fenómeno de El Niño.

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, luego de hacer los pagos que corresponden y a pesar de la coyuntura económica desfavorable de los últimos años.



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

El impacto para Ecuador del fenómeno de El Niño se espera que sea moderado, con afectación a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁰. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica.

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

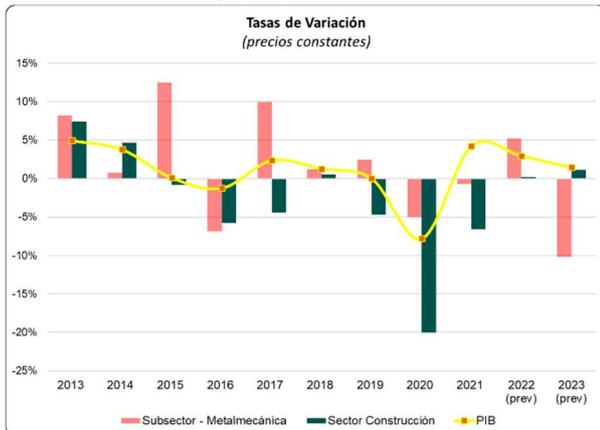
⁷ BCE - Información estadística mensual No.2058

⁸ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cepal-ecuador-america-latina/>

¹⁰ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

Gráfico 1



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

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un decrecimiento del -10.17% en el 2023. Esto significa que llegaría a representar el 0.72% del PIB general en ese año.

La sub-industria metalmeccánica es uno de los principales componentes de la industria manufacturera y de la economía ecuatoriana en general por su contribución como insumo; con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo. Se estima que esta sub-industria genera alrededor de 92.8M empleos directos y 400M indirectos.

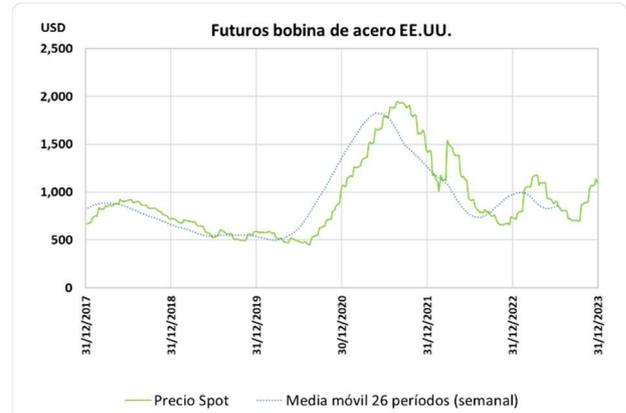
De acuerdo con la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) existen aproximadamente veinte empresas que producen productos de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan la gran mayoría del mercado. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como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

La industria depende en gran proporción del precio del acero. Para el 2022 se preveía que el precio del acero en bobinas laminadas, que se usa como materia prima para varios productos de acero, incrementa por el conflicto Ucrania-Rusia. Sin embargo, la oferta logró suplir la demanda global gracias a la intensificación de la producción de las plantas industriales alrededor del mundo. Por lo tanto, el precio de la materia prima disminuyó hasta el tercer trimestre del año 2023, sin embargo en el último trimestre se observa nuevamente una tendencia creciente.

Como se muestra en el gráfico a continuación, el precio de los futuros de bobina de acero de los Estados Unidos de América existe una tendencia definida al alza hasta mediados del 2021. A la

fecha de corte, existe un nuevo crecimiento del precio que no permite la recuperación del margen bruto de empresas en la industria por la compra de un inventario de alto costo.

Gráfico 2



Fuente: Investing
Elaboración: BankWatch Ratings S.A.
Fecha de corte: diciembre-2023

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

KUBIEC S.A. se constituyó en Quito en el año 1995, y se dedica al diseño, fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y productos derivados para la construcción.

KUBIEC S.A. es una compañía importante en el mercado de cubiertas, perfiles, correas, vigas de acero, tuberías, entre otros. Actualmente, cuenta con dos plantas industriales en Quito y en Petrillo. Como parte de su estrategia logística ya no mantiene sucursales físicas para la venta de sus productos en la mayoría de las ciudades en las que opera (excepto Santo Domingo y Loja), sino que se encarga del envío directo a sus distribuidores y clientes finales. No obstante, la estrategia actual considera la creación de centros de distribución en Quito, Cuenca y Santo Domingo, para mejorar la eficiencia en la entrega de mercadería.

A enero-2024, la nómina de KUBIEC S.A. comprende a 577 personas, distribuidas en áreas administrativas, producción y ventas. Frente a enero-2023 presenta una disminución de 0.86% a raíz de las decisiones de optimización administrativas internas.

KUBIEC ha mantenido varias líneas de negocio activas y ha logrado ser líder de mercado en varias de ellas. De igual forma, la diversificación resultante se considera un aspecto positivo, que contribuye a mitigar los posibles impactos que ocurran en el sector de la construcción. Estas líneas se agrupan en categorías de la siguiente manera:

- Distribución (75% de las ventas): cubiertas, perfiles, tubería

- Proyectos (22% de las ventas): vigas, cubiertas, perfiles especiales.
- Otros (3% del total de las ventas).

La empresa está enfocada en alcanzar nichos de mercados no satisfechos que demandan productos específicos y que son rentables. Incluso se manejan varios productos específicos para necesidades determinadas que se clasifican dentro de la línea “otros”. Esta línea engloba varios elementos desde consumibles hasta materia prima. En cuanto al resto de líneas de negocio, la compañía produce y comercializa diferentes productos de acero y relacionados a la construcción.

La línea de cubiertas constituye la línea de negocio más importante, tanto en dólares como en toneladas, y consiste en la fabricación y comercialización de cubiertas que son utilizadas como para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales y residenciales. Dentro de esta línea se comercializa el producto *kubiteja*, cuyas principales características son ser un producto térmico y muy duradero. Sobre este producto, existe una línea superior, que ofrece adicionalmente propiedades acústicas y herméticas.

La línea Vigacero se ubica en segundo lugar e incorpora productos como vigas metálicas soldadas y electrosoldadas utilizadas para las estructuras de diferentes tipos de edificaciones. En general se observa que la Compañía mantiene una participación importante dentro su mercado objetivo, donde operan pocos competidores locales.

La tercera línea con mayor participación dentro de las ventas es la de tuberías para varios propósitos de construcción. Dentro de esta se incluyen a productos en base de acero que permiten la conducción de fluidos y cables eléctricos.

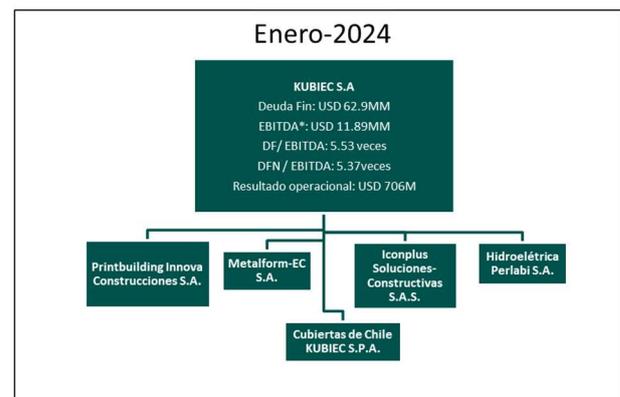
La cuarta línea más importante es la de fabricación de perfiles de acero, para usos como soporte de paredes, cielo falso y canaletas. La Compañía mantiene participación de mercado representativa y compite con otras cinco empresas que conforman este nicho de mercado (IPAC, NOVACERO, FERRO TORRE, etc.).

El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 96.3% de las ventas de KUBIEC S.A. Sin embargo, la empresa realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos; a diciembre-2023 el principal mercado de exportación fue Colombia, seguido por Nicaragua. En enero 2024 el 100% de las exportaciones han sido realizadas a Colombia.

Según información proporcionada por la compañía, la capacidad instalada utilizada promedio a diciembre 2023 ha llegado a representar el 48.95% de la capacidad total. El 49% de la capacidad máxima en la planta de Petrillo-Guayas y el 33% en la de Quito.

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

ESTRUCTURA DEL GRUPO



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

KUBIEC S.A. consolida balances con sus cinco subsidiarias nacionales e internacionales. A diciembre 2023, KUBIEC S.A. es poseedora del 99.66% de las acciones de Cubiertas de Chile KUBIEC S.P.A., del 100% de las acciones de Printbuilding Innova Construcciones S.A., del 75% de las acciones de Metalform-EC S.A., del 100% de Iconplus Soluciones-Constructivas S.A.S. y el 51% de Hidroeléctrica Perlabi S.A.

La subsidiaria KUBIEC Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero. Printbuilding Innova Construcciones está basada en Quito-Ecuador y actualmente no realiza operaciones comerciales, sin embargo, la intención en el futuro es continuar con sus operaciones. Metalform está domiciliada en Quito y realiza la fabricación, comercialización y alquiler de sistemas de encofrados, andamios metálicos y estructuras de metal. Iconplus es una empresa tecnológica que brinda soluciones de construcción sostenibles. Por último, Hidroeléctrica Perlabi mantiene una concesión para la generación de energía hidroeléctrica.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

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

Accionistas	% de Participación
Felipe Xavier Avellán Arteta	31.1%
Henry Javier Yandún Cárdenas	30.2%
Juan Daniel Kohn Topfer	9.7%
Otros menores al 10%	29.0%
TOTAL	100%

El patrimonio de KUBIEC S.A. a ene-20224 es de USD 54.93MM y de este el 69.01% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Por otro lado, la deuda financiera ajustada representa el 53.4% de la capitalización¹¹ de la Compañía y a futuro se esperaría que dicha relación se mantenga cerca del 50%.

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

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de KUBIEC S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa considerable.

La empresa designó el 31 de marzo del 2022 a los miembros del directorio formado tras la fusión con CONDUIT. En julio-2022 fue aprobada e inscrita la reforma a los estatutos con la mención de la formación de un directorio formal. El directorio está conformado por cinco directores principales y tres suplentes. Dos de ellos son independientes a la compañía y el resto relacionados. Este directorio sesiona de manera bimensual.

El Presidente Ejecutivo de KUBIEC, Henry Yandún, es a su vez socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en negocios de materiales de acabados para la construcción, además de una preparación académica sólida para el puesto que desempeña. La plana gerencial de la Compañía ha sido estable y no muestra variaciones; muchos

tienen cinco años o más de experiencia en la empresa.

La Compañía utiliza el aplicativo ERP Dinamycs AX para su gestión contable-financiera y control de la producción y comercialización. De igual manera, la empresa utiliza sistemas informáticos para la gestión de recursos humanos. De esta manera, KUBIEC genera información financiera oportuna, consistente y clara que es auditada anualmente. Adicionalmente, KUBIEC cuenta con la certificación ISO 9001-2015, sobre el Sistema de Gestión de Calidad.

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

Algunas estrategias importantes de KUBIEC S.A. a corto y mediano plazo son:

- Ser referente nacional y regional en construcción industrializada y sustentable.
- Incrementar la rentabilidad de ciertas gamas de productos a través de especialización.
- Ampliar su gama de productos manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.
- Continuar incrementando las ventas a través de estrategias comerciales direccionadas a incrementar la eficiencia de entrega.
- Fomentar el crecimiento en ventas al exterior, sacando provecho a la certificación UL de sus productos.
- Abastecer de productos semielaborados en la línea de proyectos.

Con el fin de controlar y mejorar su rentabilidad, la empresa implementa estrategias tales como: mayor diversificación de productos y líneas de negocios que ofrezcan mayor valor agregado; mayor fuerza de ventas; optimización de inventarios, y políticas más estrictas de financiación de clientes.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales y consolidados de KUBIEC

¹¹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

S.A., auditados a diciembre 2018 y 2019 por Deloitte, diciembre 2020 y 2021 por KPMG y 2022 por PricewaterhouseCoopers. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte diciembre 2023 y enero 2024.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los años 2024, 2025 y 2026, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor. Por otro lado, las cifras del estado de resultados del 2021 no consideran los ingresos, costos y gastos que CONDUIT generó en este año previo a la fusión, ya que la técnica contable establece que estos se incorporen directamente al patrimonio, lo cual dificulta la comparabilidad histórica.

Ajustes por NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros.

En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de

cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

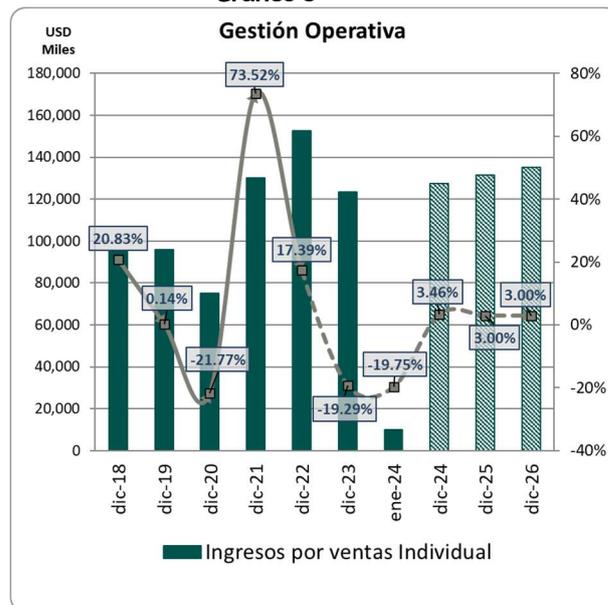
A enero-2024 la empresa no mantiene contratos de arrendamiento de largo plazo.

Gestión Operativa y Tendencias

Al ser KUBIEC una empresa manufacturera de partes y componentes de acero, enfocada en el mercado de la construcción, su nivel de ventas mantiene una correlación importante con la dinámica cíclica de dicho sector.

Tanto el nivel de ingresos como el margen bruto registran volatilidad procedente del precio del acero, mientras que las ventas en toneladas han fluctuado en función del entorno operativo. En 2020 las ventas se vieron afectadas significativamente (-21.8%) por el confinamiento obligatorio debido a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 3



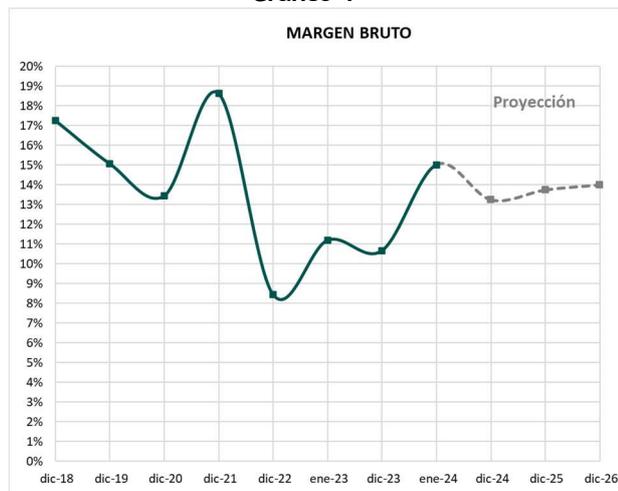
Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

En el gráfico se aprecia el comportamiento de las ventas de la empresa. Cabe indicar que los ingresos de KUBIEC no incorporan en 2021 las ventas de CONDUIT de los meses previos a la fusión (USD 21.8 millones antes de eliminaciones por ventas entre relacionadas), por lo cual los porcentajes de crecimiento de 2021 y 2022 están afectados por esta situación. En 2023 las ventas se vieron afectadas por la declaración de muerte cruzada, menor producción de tubería por el traspaso de esta línea a su planta en Guayas, a la situación de inseguridad y el precio promedio de venta.

Con respecto al 2024, el emisor proyecta una recuperación en las ventas de 3.5%, que consideramos factible, tomando en cuenta la recuperación de la línea de tubería, la expectativa de estabilización del margen bruto y sus estrategias comerciales. Cabe indicar que las ventas a enero-2024 muestran una reducción interanual de ventas de 19.8%, que no se considera representativa de la expectativa para el año, ya que los impactos antes nombrados afectaron con mayor fuerza en el segundo semestre del año. Adicionalmente, en este año Kubiec ha tomado acciones para compensar esta caída de ventas como son: buscar nichos de mercado para tipos de productos, clase de cliente, zona, entre otros. También, se evidencia mejoras en líneas de productos que en el año anterior mantuvieron resultados negativos, con lo que, a pesar de las menores ventas totales, se consiguió márgenes superiores a los presupuestados. Finalmente, la compañía ha conseguido varios contratos en su línea de proyectos, que mantendrán el nivel de ventas al máximo en esta línea al menos durante el primer semestre del año.

En 2021, se vendió inventario con un menor precio promedio y permitió que el margen bruto mejorara de 13.4% a 18.6%, mientras que a dic-2022 el margen bajó significativamente a 8.42%, por la regularización del precio del acero en el mercado, que provocó un efecto inverso al mencionado anteriormente. A diciembre 2023, debido a que la compañía compró inventario a los nuevos precios, el margen mejora llegando al 10.7%, sin embargo, este crecimiento no alcanzó el margen presupuestado de 12.67%. A enero 2024 se aprecia una mejora significativa en los márgenes de las diferentes líneas de negocios situándose en un margen total del 15.02%.

Gráfico 4

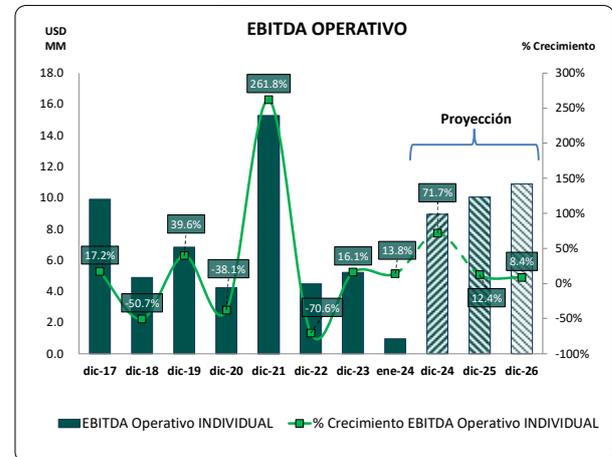


Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

El emisor ya liquidó en el año 2022 y comienzos del 2023 el inventario con precio promedio elevado por lo cual se observa que el margen bruto se recuperó parcialmente el último trimestre de 2023, y en 2024 se espera un costo más estable de la materia prima, aunque seguirá siendo volátil en función del comportamiento del precio del acero y el entorno operativo local. No consideramos el margen obtenido en 2021 como una referencia adecuada puesto que incluye efectos tanto de la fusión como de los altos precios del acero que generaron una mejor rentabilidad. Entre 2024 y 2026 proyectamos de manera conservadora que el margen bruto promedio se ubique en 13.67%.

En el mes de enero-2024, los gastos operativos absorbieron el 8.06% de los ingresos por ventas y servicios (8.73% a dic-2023, 6.78% en enero-2023, 7.43% a dic-2022), porcentaje que se afectó por la disminución interanual de las ventas en dólares y en toneladas de algunos de los productos comercializados por Kubiec. En nuestras proyecciones esperamos que en 2024 alcance 8.63% y tienda a disminuir hasta 8.29% en el año 2026, por la mayor absorción de los gastos fijos y debido a que se espera que se sigan ejecutando planes de optimización del gasto operativo. No obstante, este supuesto dependerá también de que se cumpla la expectativa de ventas.

Gráfico 5



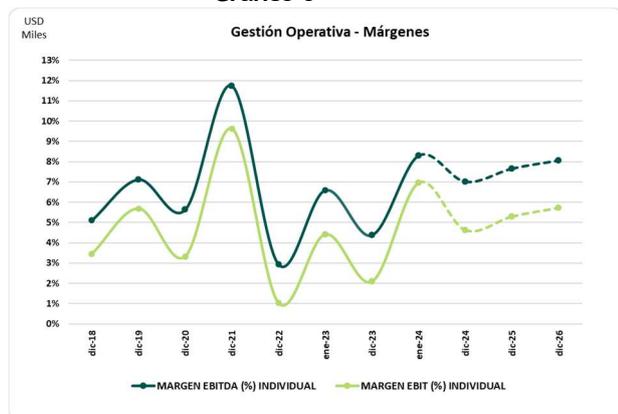
Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC es una empresa con capacidad generadora de flujos operativos, cuyo EBITDA varía en función del comportamiento del precio de su principal materia prima y de las ventas.

En diciembre 2022 el EBITDA llegó a USD 4.48MM, con una disminución del 70.6% respecto al 2021, debido a la fuerte caída del margen bruto. A diciembre 2023 se observó una recuperación parcial del EBITDA situándose en USD 5.12MM por un efecto de precio y volumen. El EBITDA alcanzado crece interanualmente, pero es inferior al presupuestado al inicio del año 2023 de

alrededor de USD 9.96MM. A enero 2024 este se recupera a pesar de la disminución de las ventas como resultado de los mejores márgenes.

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

La evolución del margen EBITDA está correlacionada con la variación del EBIT. En el año 2023 el EBITDA se recuperó frente al año precedente, pero siguió presionado por la reducción en ventas y un margen bruto, como se comentó en párrafos anteriores. En 2024, con base en la expectativa de recuperación de estas dos variables, esperamos que se mantenga la tendencia positiva del margen EBITDA, aunque el resultado estará sujeto al cumplimiento de los objetivos de negocio, dentro de un entorno económico con elementos de incertidumbre.

Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de estabilidad tributaria firmado con el Estado por inversiones que la empresa realizó en años anteriores y otros compromisos que ha cumplido, que le permiten mantener una tasa impositiva del 22% hasta el 2030, a pesar de que se den reformas tributarias en un futuro.

Los resultados netos del emisor en los años 2022 y 2023 han sido negativos (USD -1.2MM y USD -2.06MM, respectivamente). Con la recuperación del margen bruto, que se aprecia desde el último trimestre del 2023, en el mes de enero 2024 se consigue una utilidad neta de USD 287M, gracias a la optimización de costos fruto de los procesos de consultoría actuales y a la recuperación de los márgenes al 15.02%.

Estructura del Balance

Activo

Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	ene-23	dic-23	ene-24
Total Activo Corriente	50%	47%	63%	57%	54%	49%	47%
Fondos Disponibles	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%
CxC Comerciales	16%	15%	12%	12%	15%	15%	15%
Inventarios Neto	28%	21%	41%	34%	29%	26%	24%
Otras cuentas por cobrar	2%	2%	1%	1%	3%	1%	2%
Gastos anticipados	4%	8%	6%	5%	5%	4%	4%
Otros activos corrientes	0%	0%	2%	4%	0%	3%	0%
Total Activo No Corriente	50%	53%	37%	43%	46%	51%	53%
Propiedad, planta y equipo	41%	44%	29%	33%	35%	39%	41%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	5%	6%	6%	7%	8%	8%	8%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%						

Pasivo y Patrimonio

Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	ene-23	dic-23	ene-24
Total Pasivo Corriente	51%	52%	52%	43%	40%	41%	38%
Deuda Financiera CP	28%	26%	25%	18%	17%	19%	20%
Deuda Comercial	17%	19%	20%	19%	16%	16%	12%
Otros Pasivos CP	6%	7%	7%	5%	7%	5%	5%
Total Pasivo LP	16%	14%	18%	26%	27%	25%	26%
Deuda Financiera LP	13%	11%	15%	23%	24%	21%	22%
Otros pasivos LP	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
PATRIMONIO	33%	34%	30%	31%	33%	35%	37%
Total Pasivo y Patrimonio	100%						

El 47% de los activos de la empresa son corrientes y dentro de estos predominan las cuentas por cobrar comerciales y el inventario. La participación de este último ha disminuido a la fecha de corte por la reducción de los días y del costo promedio del inventario.

Por la naturaleza del negocio del emisor, el riesgo de obsolescencia del inventario se considera bajo. Sobre la calidad de las cuentas por cobrar, la empresa realiza provisiones en función de la evaluación de riesgo individual o colectivo de clientes para la estimación de pérdidas crediticias esperadas. En otras palabras, se crean grupos homogéneos según el riesgo crediticio de los clientes para el cálculo de provisiones y, en otros casos, se realiza un análisis individual.

El 53% del activo es de largo plazo (46% a ene-2023) y está conformado principalmente por activo fijo, lo cual es consistente con la naturaleza industrial del emisor. El aumento va de la mano con la reducción del total de activos en -13.4%, que genera una mayor proporción de activos fijos dentro del balance tras la reducción del precio del inventario.

El 62% del activo se encuentra financiado con recursos propios y pasivos a largo plazo, mientras el 38% restante lo está con pasivos de corto plazo. Con respecto a la estructura de la deuda financiera, el 20% del activo se encuentra financiado con deuda financiera de corto plazo proveniente del sistema financiero y una menor porción del mercado de valores. Adicionalmente la deuda financiera de largo plazo representa el

22% del activo y está repartida entre instituciones financieras y mercado de valores. A ene-2024 la participación del pasivo corriente disminuye al 38%.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

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

El Flujo de Caja Operativo (CFO) tiende a hacerse negativo en períodos de crecimiento, por las necesidades de capital de trabajo, como en el 2021, cuando incrementaron los inventarios y su precio promedio se elevó de forma significativa. Lo contrario sucedió al final del año 2022 y en el año 2023, cuando la estrategia de la empresa fue reducir el inventario debido a que este tenía un costo superior al del mercado. Como resultado, la variación de capital de trabajo significó una entrada de efectivo de USD 12.6MM en 2022 y de USD 12.18MM a dic-23. A la fecha de corte se sigue liberando capital de trabajo y este aporta con USD 3.48MM.

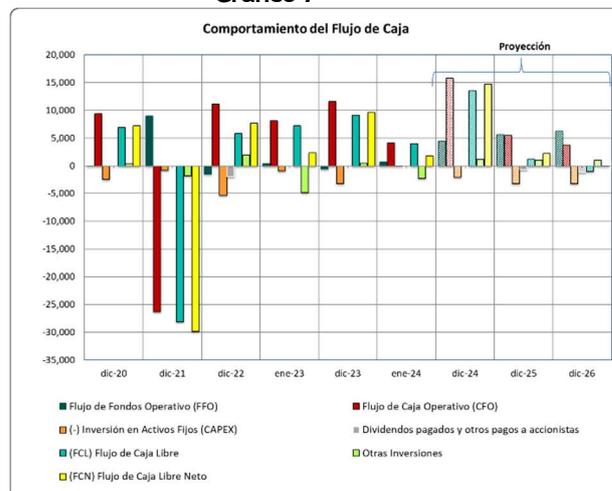
Pese a que las expectativas de generación operativa esperadas para 2023 no se cumplieron, KUBIEC sí estuvo cerca de cumplir el objetivo de disminución de su deuda financiera, la cual se bajó en 16% frente al 2022. De acuerdo con lo planificado, en el mes de enero 2024 la deuda se redujo nuevamente en USD 808MM y se espera que esta al final del año disminuya al menos en USD 13.6MM, con lo cual alcanzaría los USD 49.33MM, o 29.3% menos que el año precedente.

Para el año 2024 esperamos que el CFO mejore, en línea con la recuperación del EBITDA y la gestión de optimización del capital de trabajo (disminución de inventarios, venta de notas de crédito del SRI, anticipos de clientes de la línea de proyecto, etc.). No obstante, el comportamiento de los precios internacionales del acero y del sector de la construcción en el país son factores externos que podrían afectar esta expectativa.

En la proyección se toma en cuenta inversiones en CAPEX de USD 2.1MM para 2024 y USD 3.2 MM para 2025, que son principalmente para el traslado de maquinaria de la línea de tubería a la planta ubicada en la provincia del Guayas y para el mantenimiento de la maquinaria de negocio, con

el fin de consolidar la operación y mejorar la eficiencia.

Gráfico 7

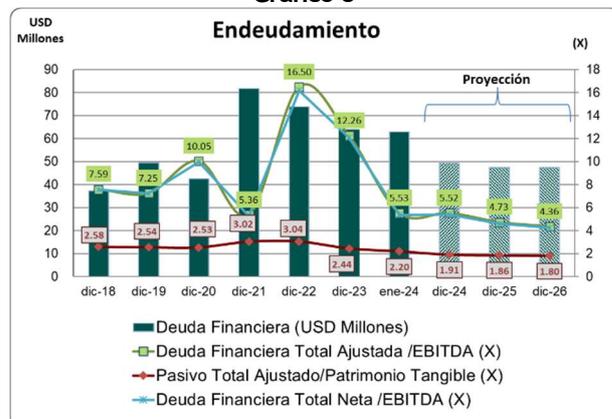


Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC a la fecha mantiene niveles de endeudamiento de 5.53 en relación con el EBITDA anualizado de enero-2024. Al final del año 2023 esta relación fue de 12.26 veces (16.5 veces dic-22) pese a la reducción de la deuda, por la afectación en la generación operativa que se explicó anteriormente.

Se espera un ajuste adicional del volumen de inventarios, cuentas por cobrar, mejores márgenes y la ejecución de mejoras operativas que están en proceso y que culminarán en 2024. Adicionalmente, el emisor pretende vender propiedades que no utiliza actualmente, que, de ejecutarse, aportarían positivamente al objetivo de reducción de endeudamiento, aunque no se consideran en la proyección.

Gráfico 8



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

La metodología de análisis crediticio utilizada considera que en las empresas que son cíclicas se deben evaluar su comportamiento promedio a

través del ciclo económico. Es importante observar que durante los dos últimos años la empresa ha estado en un período de recesión y actualmente existe volatilidad alta del precio de su materia prima.

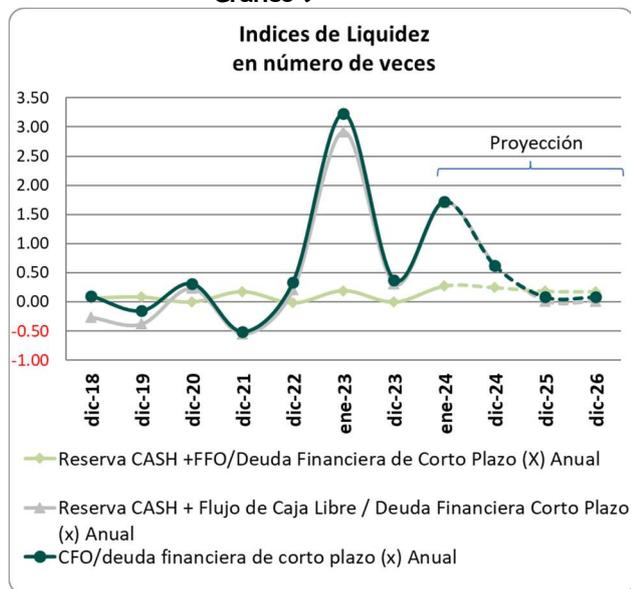
A futuro se espera que esta tenga capacidad de disminuir el nivel de deuda actual ya que el deterioro de los indicadores responde a situaciones coyunturales, mientras que su posicionamiento y estructura de negocio sigue siendo adecuada. No obstante, también se aprecia que el emisor se encuentra en una condición de mayor vulnerabilidad frente a la incertidumbre del entorno operativo.

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

Capacidad de Pago y Liquidez

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

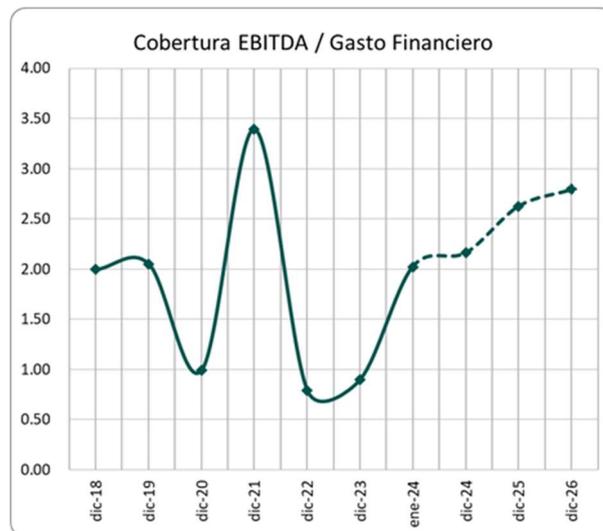
Gráfico 9



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

Como se indicó anteriormente, al cierre del año 2022 y durante el año 2023 el flujo tuvo un alivio debido a la liberación de parte del inventario. De acuerdo con las proyecciones, se espera que en 2024 se siga generando un FCL importante que permita reducir la deuda en al menos USD 13.6 MM, y aumentar el nivel de reservas de liquidez a cerca de USD 1.15 MM, como medida defensiva ante los riesgos futuros del entorno.

Con relación a la flexibilidad financiera de KUBIEC, medida por la cobertura de su gasto financiero con el EBITDA, al cierre del año 2022 este indicador se deterioró de forma significativa, y se mantiene presionado a la fecha de corte. Al final del año 2023 e inicios del 2024 se mejoró la gestión operativa y la reducción del endeudamiento permitió una mejora de este indicador.



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

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

Vencimiento	Deuda financiera (millones USD)	% de participación
Año 2024	29.81	47.78%
Año 2025	14.40	23.08%
Año 2026	8.65	13.87%
Año 2027	9.12	14.62%
Año 2028	0.41	0.65%
Total	62.40	100.00%

Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

Finalmente, el riesgo de refinanciamiento de la deuda con instituciones bancarias se mitiga parcialmente por la imagen y posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras. Al mismo tiempo, la menor liquidez dentro de la economía local, que se refleja en mayores tasas activas y pasivas, y el impacto en el sistema financiero de las contribuciones al fisco que deben realizar,

probablemente reducirán la oferta de crédito, por lo cual dicho riesgo -podría aumentar.

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

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

Fecha de corte	ene-24
Activo Ajustado (USD M)	138,974
Activo Total (USD M)	150,454

ene-24				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	7,674	7,674	18.11
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	45,568	53,241	2.61
3era	Deuda sin garantía específica de balance	42,284	95,525	1.45
TOTAL		95,525	95,525	1.45

Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.45 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las obligaciones emitidas tienen garantía general, por tanto, están respaldadas con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

De acuerdo con la declaración juramentada suscrita por el emisor, el mismo se compromete a mantener la relación anterior dentro del límite legal, es decir, existirán activos libres de gravamen por el monto requerido durante el plazo de la emisión. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 47% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 53% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad de ser liquidados, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Resguardos de la emisión

Dentro del contrato de emisión de la primera emisión de Obligaciones de Largo Plazo, KUBIEC S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Este indicador es de 1.58 a la fecha de corte.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. Este indicador es de 3.35 a la fecha de corte.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Los montos autorizados de la emisión de obligaciones que la Compañía mantiene en



mercado de valores por USD 20MM representan el 36.41% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador (relación de endeudamiento) sea inferior al 200%.

Adicionalmente la estructura contempla una limitación al endeudamiento en la cual el emisor se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0.75 a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores. A la fecha de corte este indicador es de 0.63.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo los valores aprobados.

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

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

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

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

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, entre junio 2023 y enero de

2024 se han negociado en mercado secundario los valores de la I Emisión de Obligaciones según el detalle del cuadro a continuación:

I EMISIÓN DE OBLIGACIONES KUBIEC S.A.					
Fecha	# Días Negociados	Número de Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
JUN-2023	2	9	1,750,000	22	40.91%
AGO-2023	3	6	1,068,372	22	27.27%
SEP-2023	2	3	656,250	21	14.29%
OCT-2023	1	1	800,000	21	4.76%
NOV-2023	2	4	962,500	20	20.00%

KUBIEC S.A. (Miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	ene-23	dic-23	ene-24	PROYECCIONES BWR			
									dic-24	dic-25	dic-26	
Resumen Balance												
Caja y Equivalentes de Caja	155	186	344	1,737	1,482	1,464	893	1,852	1,150	1,500	1,500	
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,431	18,751	17,246	23,285	22,062	26,462	23,885	22,880	19,839	20,486	21,527	
Inventarios	34,700	33,059	23,959	82,601	60,652	51,121	41,250	35,690	38,354	39,591	40,339	
Activos fijos	47,446	48,904	49,905	58,870	59,551	60,321	61,009	60,994	60,954	61,999	62,969	
Otros Activos	13,652	18,042	21,246	35,374	36,905	34,424	30,600	29,038	25,338	21,726	23,837	
Total Activos	115,385	118,941	112,700	201,867	180,652	173,793	157,637	150,454	145,635	148,061	150,171	
Cuentas por Pagar Proveedores	28,317	19,706	21,005	40,598	35,052	27,977	24,901	18,709	25,507	27,756	27,796	
Deuda Financiera Total	37,067	49,469	42,393	81,899	73,959	71,595	63,765	62,958	49,334	47,472	47,488	
Deuda Financiera Corto Plazo	23,350	33,725	29,854	51,428	32,377	30,013	30,459	29,597	28,986	38,061	42,645	
Deuda Financiera Largo Plazo	13,717	15,744	12,540	30,471	41,582	41,582	33,307	33,361	20,348	9,411	4,842	
Otros Pasivos	12,675	10,518	11,448	19,370	14,844	17,209	14,329	13,859	14,749	14,952	15,267	
Total Pasivos	78,059	79,693	74,847	141,867	123,856	116,781	102,996	95,525	89,590	90,236	90,551	
Patrimonio	37,326	39,248	37,853	60,000	56,796	57,011	54,641	54,929	56,045	57,825	59,621	
Resumen de Resultados												
Ventas	95,707	95,843	74,977	130,100	152,724	12,648	123,269	10,150	127,532	131,358	135,299	
Costo de ventas	-82,445	-81,389	-64,896	-105,851	-139,820	-11,232	-110,116	-8,625	-110,634	-113,296	-116,357	
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Egresos operativos	(9,965)	(9,007)	(7,589)	(11,734)	(11,341)	(858)	(10,760)	(819)	(11,000)	(11,110)	(11,221)	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,297	5,446	2,492	12,516	1,564	559	2,393	706	5,898	6,952	7,721	
Ingresos no operativos	824	435	374	638	2,284	93	975	50	0	0	0	
Egresos no operativos	0	0	-249	-700	0	0	0	0	0	0	0	
Gasto Financiero del período	(2,449)	(3,390)	(4,255)	(4,503)	(5,669)	(436)	(5,775)	(469)	(4,128)	(3,824)	(3,893)	
Impuestos a la renta	(875)	(690)	281	(2,259)	156	-	146	-	(366)	(646)	(791)	
Otros resultados integrales	286	120	(39)	(173)	461	-	-	-	-	-	-	
UTILIDAD NETA	1,084	1,922	-1,395	5,519	-1,204	215	-2,262	287	1,404	2,482	3,037	
Resumen Flujo de Caja												
EBITDA OPERATIVO	4,886	6,823	4,220	15,270	4,482	834	5,203	949	8,932	10,042	10,884	
(-) Gasto Financiero del período	-2,449	-3,325	-4,255	-4,503	-5,669	-436	-5,775	-469	-4,128	-3,824	-3,893	
(-) Impuesto a la renta del período	-967	-707	0	-1,737	-306	3	-39	188	-366	-646	-791	
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,470	2,791	-34	9,031	-1,493	401	-611	668	4,439	5,572	6,200	
(-) Variación Capital de Trabajo	909	-7,894	9,386	-35,383	12,608	7,684	12,184	3,481	11,339	-143	-2,457	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,379	-5,104	9,351	-26,353	11,115	8,085	11,572	4,150	15,778	5,430	3,742	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	824	435	374	638	2,284	93	975	50	0	0	0	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-249	-700	0	0	0	0	0	0	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	-8	-555	68	0	16	0	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,955	0	0	0	-2,000	0	0	0	0	-702	-1,241	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,165	-7,890	-2,441	-828	-5,306	-928	-3,248	-137	-2,050	-3,221	-3,221	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-227	-174	-77	-324	-380	-42	-176	-45	-161	-296	-296	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-6,144	-12,732	6,951	-28,122	5,782	7,208	9,140	4,018	13,567	1,211	-1,015	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,190	12,402	-7,076	31,042	-7,939	-2,364	-10,194	-808	-14,432	-1,861	15	
OTRAS INVERSIONES NETO	-141	361	283	-1,768	1,903	-4,862	466	-2,252	1,121	1,000	1,000	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EFFECTO EN CAJA DE FUSIÓN	0	0	0	240	0	0	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,095	30	158	1,392	-255	-18	-588	959	257	350	0	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,252	155	186	344	1,737	1,482	1,482	893	893	1,150	1,500	
Indicadores												
Patrimonio Tangible	30,247	31,381	29,569	46,940	40,759	42,187	42,215	43,448	46,859	48,633	50,223	
% crecimiento en ventas	-2.6%	21.0%	-21.7%	73.5%	17.4%	-	-19.3%	-19.8%	3.5%	3.0%	3.0%	
MARGEN EBIT (%)	3.4%	5.7%	3.3%	9.6%	1.0%	4.4%	1.9%	7.0%	4.6%	5.3%	5.0%	
MARGEN EBITDA (%)	5.1%	7.1%	5.6%	11.7%	2.9%	6.6%	4.2%	9.4%	7.0%	7.6%	8.0%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.60	1.84	0.99	3.01	0.74	1.92	0.89	2.42	2.08	2.46	2.59	
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.79	1.91	0.90	2.02	2.16	2.63	2.80	
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.00	2.05	0.99	3.39	0.79	1.91	0.90	2.02	2.16	2.63	2.80	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.59	7.25	10.05	5.36	16.50	7.16	12.26	5.53	5.52	4.73	4.36	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	7.55	7.22	9.96	5.25	16.17	7.01	12.08	5.37	5.39	4.58	4.23	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49.8%	55.8%	52.8%	57.7%	56.6%	55.7%	53.9%	53.4%	46.8%	45.1%	44.3%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.06	0.08	(0.00)	0.18	(0.02)	0.19	(0.01)	0.32	0.18	0.17	0.17	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	(0.15)	0.31	(0.51)	0.34	3.23	0.38	1.68	0.54	0.14	0.09	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.26)	(0.38)	0.23	(0.55)	0.21	2.91	0.31	1.67	0.49	0.06	(0.00)	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.27)	(0.37)	0.24	(0.58)	0.27	0.97	0.33	0.76	0.53	0.08	0.02	



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o 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 2024.