

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

### SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 031/2019, del 28 de febrero de 2019  
Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2018

Analista: Ing. Andrea Salazar  
[andrea.salazar@classrating.ec](mailto:andrea.salazar@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.** es una compañía dedicada al diseño, planificación, supervisión, fiscalización, construcción y arrendamiento de toda clase de obras arquitectónicas y urbanísticas. La empresa desarrolla y ejecuta obras de gran diversidad como: la construcción de viviendas, edificios (de uso habitacional, comercial, educacional y deportivos), fábricas y galpones industriales, así como la planificación, diseño y construcción de urbanizaciones y conjuntos residenciales.

#### Tercera Revisión

**Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2018.0000713, emitida el 24 de enero de 2018**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 031/2019 del 28 de febrero de 2019, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Segunda Emisión de Obligaciones – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. por un monto de cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

**Categoría 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 categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., se fundamenta en:

#### Sobre el Emisor:

- La empresa tiene como misión satisfacer las necesidades de sus clientes de sus clientes, para lo cual sigue los más altos estándares de calidad en los proyectos, generando así relaciones de largo plazo con sus clientes. La empresa se preocupa por el estricto cumplimiento de la ley y busca siempre oportunidades para el desarrollo de sus trabajadores en el ámbito profesional y laboral.
- La empresa se encuentra en la implementación del Sistema de Gestión de Calidad certificado bajo la norma ISO 9001.

- CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., maneja 3 líneas de negocio y una línea de obras en administración; las líneas de negocio son: Servicios de construcción, Servicio de dirección técnica y Alquiler de maquinaria y venta de equipo.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo cual le ha permitido a CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- La compañía no maneja aún conceptos o prácticas de Buen Gobierno Corporativo, pues no existe una definición formal de las mismas en sus estatutos. Sin embargo, la compañía mantiene un Comité ejecutivo que se encarga de la toma de decisiones de la empresa; este Comité es conformado por la Presidencia, Gerencia General, Gerencia Técnica, Gerencia Financiera, Contraloría y Contabilidad.
- Los ingresos ordinarios de la compañía a partir del año 2016 presentaron un comportamiento a la baja bastante marcado, pues luego de registrar USD 55,20 millones en ese año, pasaron a USD 36,27 millones en 2017 y USD 19,64 millones en diciembre de 2018, lo que está relacionado con la coyuntura económica que atraviesa el país y que ha afectado de manera particular al sector de la construcción. Se debe señalar que, el registro de ingresos depende de la contratación y ejecución de proyectos y su respectivo avance.
- Como consecuencia de lo anterior, la compañía arrojó un margen operativo decreciente hasta registrar una pérdida operativa a partir del año 2017, debido a que los ingresos por actividades ordinarias de la compañía no fueron suficientes para cubrir sus costos y gastos.
- Después de considerar los gastos financieros, otros ingresos y el impuesto a la renta, la compañía arrojó un margen neto positivo para todos los ejercicios económicos analizados, sin embargo, su comportamiento fue la baja a partir del año 2016, pasando de 2,56% en ese año a 1,96% en 2017. Para diciembre de 2018, la utilidad antes de impuestos representó el 1,57% de los ingresos.
- Los activos totales a partir del año 2016 presentaron un comportamiento a la baja, es así que pasaron de USD 36,59 millones en ese año a USD 25,72 millones en diciembre de 2018, debido principalmente a la reducción en su efectivo y cuentas por cobrar a clientes, lo que refleja el menor dinamismo comercial que tuvo la compañía para este último periodo.
- A diciembre de 2018 la cartera total estuvo conformada en un 23,47% en cartera por vencer (34,30% en diciembre de 2017), la misma que incluyó la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal dentro del ámbito comercial, mientras que la cartera vencida significó el 76,53% de la cartera total (65,70% en diciembre 2017), lo que evidencia un deterioro importante de la misma.
- El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue deciente, pues pasaron de 88,21% en 2015 a un 74,16% en diciembre de 2018, debido a la reducción de sus obligaciones financieras corrientes y anticipos de clientes.
- La participación del patrimonio en el financiamiento de los activos presentó una tendencia creciente durante todo el periodo analizado (2015-2018), dado que pasó de USD 3,58 millones (11,79% de los activos) en 2015 a USD 6,65 millones (25,84% de los activos) en diciembre de 2018. Para este último año, el crecimiento en el patrimonio se debe al registro de aportes para futuras capitalizaciones, por un valor de USD 2,64 millones (10,26% de los activos).
- Durante los años 2015-2018 el patrimonio de la compañía se ha mantenido estable en USD 2,30 millones, monto que financió a diciembre de 2018 el 8,94% del total de activos (7,37% a diciembre de 2017).
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., (con excepción de 2015), se ubicaron por encima de la unidad, lo que refleja que la empresa contó con suficientes recursos de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo.
- El apalancamiento de la compañía presentó una tendencia decreciente a partir del año 2015, dado que pasó de 7,48 veces en ese año a 6,37 veces en 2017 y 2,87 veces en 2018, lo que estuvo fundamentado en que el pasivo decreció en mayor proporción que el patrimonio.

## **Sobre la Emisión:**

- Con fecha 02 de junio de 2017, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., resolvió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, por un monto de hasta USD 5,00 millones.

- Posteriormente, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. como Emisor y MOBO LAW FIRM CHERREZ Y PROAÑO CÍA. LTDA.<sup>1</sup> como Representante de los Obligacionistas, con fecha 15 de agosto de 2017, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.
- Con fecha 01 de febrero de 2018, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL (Agente colocador) inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 02 de febrero de 2018 se colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 5,00 millones).
- La Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismo que se detallan a continuación:
  - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
    - b. Los activos reales sobre 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.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
    - ❖ Al 31 de diciembre 2018, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- Adicionalmente, la empresa constituyó un mecanismo de fortalecimiento, consistente en el contrato de fideicomiso mercantil irrevocable “Fideicomiso de Administración de flujos – Fortalecimiento - Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO”.
- Al 31 de diciembre de 2018, la compañía contó con activos menos las deducciones que contempla la normativa, por la suma de USD 22,69 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 18,15 millones, presentando este último una cobertura de 3,90 veces sobre el capital de la Segunda Emisión de Obligaciones, lo que determina el cumplimiento de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- El negocio está expuesto a cumplimiento de contratos de construcción en el sector público y privado, los mismos que contienen cláusulas de penalidades originadas por diferencias técnicas con el cliente, la interpretación de estas diferencias podrían derivar en costos no estimados en los presupuestos de obra que podrían afectar el resultado esperado del contrato de construcción, este riesgo es controlado por la empresa mediante comités técnicos con la Dirección, que supervisa el cumplimiento de los acuerdos.
- El negocio de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. depende de las condiciones de estabilidad política y económica del Ecuador, pues eventuales cambios adversos en tales condiciones podría causar un efecto negativo en el negocio y sus resultados operacionales.
- Factores externos, políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los servicios ofertados por la compañía disminuyan sus ingresos.

<sup>1</sup> En Escritura Pública celebrada el 08 de enero de 2018 se menciona que el Representante de Consultora Legal y Financiera CAPITALEX S.A., comunicó al emisor su decisión voluntaria de retirarse del proceso de la Segunda Emisión de Obligaciones de la Compañía Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. El Emisor aceptó la decisión de CAPITALEX S.A. y resolvió designar un nuevo Representante de los Obligacionistas. El acuerdo de rescisión del convenio del Representante de los Obligacionistas fue suscrito el 03 de enero de 2018.

- La operación de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno en donde factores como el incremento en los precios de los materiales de construcción, la reducción de las facilidades de financiamiento que ha impulsado al sector de la construcción, e incluso otros relacionados directamente con los proyectos en los cuales trabaja la compañía, tales como situaciones económicas adversas de los contratantes, podrían reducir la demanda de los servicios que ésta presta, demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.
- El incumplimiento en los pagos de avances y de entrega de obras por parte de los contratantes de la compañía, podría afectar el flujo de efectivo. Esta exposición se monitorea de acuerdo al comportamiento del deudor, las cuentas por cobrar son evaluadas periódicamente, y registra una provisión por deterioro en los casos que el análisis presente una probabilidad alta de no pago.
- El incumplimiento de los plazos o condiciones especiales de las obras en construcción, conforme lo estipulado en cada contrato de construcción, podría generar multas o demorar el pago de planillas a la empresa, lo cual podría acarrear presión sobre su caja y efectivo.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- La especulación de precios de materias primas y sus variaciones en el mercado local, podrían afectar los márgenes brutos de la compañía, así como lo harían también regulaciones o restricciones impuestas por parte del gobierno a la adquisición de materia prima, precios de productos finales u otras similares.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la presente emisión son: Cuentas por cobrar comerciales (no relacionadas) e Inversiones a largo plazo libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar comerciales que respalda la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar comerciales y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría generar cartera que presente un comportamiento irregular de pago o a su vez un sobreendeudamiento de sus clientes, lo que podría comprometer su capacidad de pago y consecuentemente los ingresos de la compañía.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Con respecto al rubro de las inversiones a largo plazo que también respaldan la emisión de obligaciones, se debe indicar que un posible riesgo se asocia a la dificultad en su venta o liquidación en caso de requerirse.
- Asimismo, otro riesgo que podrían presentar las inversiones sería una pérdida de valor, determinada por una valoración de dichas inversiones o por el precio de mercado de las mismas.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar comerciales que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que la liquidación de las inversiones, podría depender del estado de las mismas en el mercado, y de que la empresa esté en operación.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los

criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre de 2018, la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas por USD 0,34 millones, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a vinculadas.

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

### **Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:**

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas del 02 de junio de 2017.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017 de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 31 de diciembre de 2018. Es relevante indicar que todos los EEFF de la compañía se encuentran bajo NIIF's.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **Aspectos Generales de la Emisión**

En la ciudad de Guayaquil, a los 02 días del mes de junio de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, por un monto de hasta USD 5,00 millones.

Posteriormente, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. como Emisor y MOBO LAW FIRM CHERREZ & PROAÑO CÍA. LTDA.<sup>2</sup> como Representante de los Obligacionistas, con fecha 15 de agosto de 2017, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.					
<b>Emisor</b>	CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.				
<b>Capital a Emitir</b>	USD 5.000.000,00				
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que, por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al dólar de los Estados Unidos de América; la unidad monetaria que represente la emisión, será aquella moneda de curso legal distinta, y en base a la cual se realizará el pago a los tenedores de obligaciones, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos en la norma que determine tal modificación.				
<b>Clase, monto, plazo y tasa de interés</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto USD</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa de interés</b>	
	Clase A	1.000.000,00	1.080 días	8,25% fija nominal	
	Clase B	3.000.000,00	1.800 días	9,25% fija nominal	
	Clase C	1.000.000,00	1.440 días	8,75% fija nominal	
<b>Base de Cálculo</b>	Base comercial de 30/360.				
<b>Características de los Valores</b>	Valores desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., con un valor nominal mínimo de USD 1,00, pudiendo emitirse obligaciones por montos mayores, siempre que sean múltiplos de USD 1,00.				
<b>Pago Intereses</b>	Los intereses de las obligaciones serán canceladas cada 90 días a partir de la fecha de la emisión para las 3 clases, es decir de manera trimestral; contados a partir de la fecha de la emisión, sobre saldos de capital.				
<b>Amortización Capital</b>	Pagos trimestrales para las clases A y C, y pagos semestrales para la clase B.				
<b>Redención anticipada</b>	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el Emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, tomada en Asamblea General, dando cumplimiento a lo previsto en la Ley de Mercado de Valores. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se				

<sup>2</sup> En Escritura Pública celebrada el 08 de enero de 2018 se menciona que el Representante de Consultora Legal y Financiera CAPITALEX S.A., comunicó al emisor su decisión voluntaria de retirarse del proceso de la Segunda Emisión de Obligaciones de la Compañía Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. El Emisor aceptó la decisión de CAPITALEX S.A. y resolvió designar un nuevo Representante de los Obligacionistas. El acuerdo de rescisión del convenio del Representante de los Obligacionistas fue suscrito el 03 de enero de 2018.

**Emisión de Obligaciones CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., Febrero 2019**

	aplicará interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil.
<b>Contrato de Underwriting</b>	La emisión de obligaciones no contempla contrato underwriting.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	MOBO LAW FIRM CHERREZ Y PROAÑO CÍA. LTDA.
<b>Estructurador Financiero y Legal y Agente Colocador</b>	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Fecha de generación de intereses</b>	Fecha en que se realice la primera colocación para cada clase, cada clase tendrá su propia fecha de emisión.
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General, de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
<b>Destino de los recursos</b>	Un 70% se destinará para capital de trabajo y un 30% para sustitución de pasivos bancarios.
<b>Resguardos establecidos en el Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</b>	<p>Conforme lo que señala el Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:</p> <p>Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y</p> <p>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.</p> <p>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p> <p>Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</p>
<b>Mecanismo de Fortalecimiento</b>	Consistente en el contrato de fideicomiso mercantil irrevocable "Fideicomiso de Administración de flujos – Fortalecimiento- Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO".

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realizaría la amortización de capital y el pago de intereses a los obligacionistas:

**CUADROS 2, 3 y 4: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)**

Fecha	Clase A			
	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				1.000.000,00
01-may-18	77.500,00	20.625,00	98.125,00	922.500,00
01-ago-18	77.500,00	19.026,56	96.526,56	845.000,00
01-nov-18	77.500,00	17.428,13	94.928,13	767.500,00
01-feb-19	77.500,00	15.829,69	93.329,69	690.000,00
01-may-19	82.500,00	14.231,25	96.731,25	607.500,00
01-ago-19	82.500,00	12.529,69	95.029,69	525.000,00
01-nov-19	82.500,00	10.828,13	93.328,13	442.500,00
01-feb-20	82.500,00	9.126,56	91.626,56	360.000,00
01-may-20	90.000,00	7.425,00	97.425,00	270.000,00
01-ago-20	90.000,00	5.568,75	95.568,75	180.000,00
01-nov-20	90.000,00	3.712,50	93.712,50	90.000,00
01-feb-21	90.000,00	1.856,25	91.856,25	-
	<b>1.000.000,00</b>	<b>138.187,50</b>	<b>1.138.187,50</b>	

Fecha	Clase C			
	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				1.000.000,00
01-may-18	37.500,00	21.875,00	59.375,00	962.500,00
01-ago-18	37.500,00	21.054,69	58.554,69	925.000,00
01-nov-18	37.500,00	20.234,38	57.734,38	887.500,00
01-feb-19	37.500,00	19.414,06	56.914,06	850.000,00
01-may-19	50.000,00	18.593,75	68.593,75	800.000,00
01-ago-19	50.000,00	17.500,00	67.500,00	750.000,00
01-nov-19	50.000,00	16.406,25	66.406,25	700.000,00
01-feb-20	50.000,00	15.312,50	65.312,50	650.000,00
01-may-20	75.000,00	14.218,75	89.218,75	575.000,00
01-ago-20	75.000,00	12.578,13	87.578,13	500.000,00
01-nov-20	75.000,00	10.937,50	85.937,50	425.000,00
01-feb-21	75.000,00	9.296,88	84.296,88	350.000,00
01-may-21	87.500,00	7.656,25	95.156,25	262.500,00
01-ago-21	87.500,00	5.742,19	93.242,19	175.000,00
01-nov-21	87.500,00	3.828,13	91.328,13	87.500,00
01-feb-22	87.500,00	1.914,06	89.414,06	-
	<b>1.000.000,00</b>	<b>216.562,50</b>	<b>1.216.562,50</b>	

Fecha	Clase B			
	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				3.000.000,00
01-may-18	-	69.375,00	69.375,00	3.000.000,00
01-ago-18	-	69.375,00	69.375,00	3.000.000,00
01-nov-18	-	69.375,00	69.375,00	3.000.000,00
01-feb-19	-	69.375,00	69.375,00	3.000.000,00

01-may-19	-	69.375,00	69.375,00	3.000.000,00
01-ago-19	225.000,00	69.375,00	294.375,00	2.775.000,00
01-nov-19	-	64.171,88	64.171,88	2.775.000,00
01-feb-20	225.000,00	64.171,88	289.171,88	2.550.000,00
01-may-20	-	58.968,75	58.968,75	2.550.000,00
01-ago-20	300.000,00	58.968,75	358.968,75	2.250.000,00
01-nov-20	-	52.031,25	52.031,25	2.250.000,00
01-feb-21	300.000,00	52.031,25	352.031,25	1.950.000,00
01-may-21	-	45.093,75	45.093,75	1.950.000,00
01-ago-21	450.000,00	45.093,75	495.093,75	1.500.000,00
01-nov-21	-	34.687,50	34.687,50	1.500.000,00
01-feb-22	450.000,00	34.687,50	484.687,50	1.050.000,00
01-may-22	-	24.281,25	24.281,25	1.050.000,00
01-ago-22	525.000,00	24.281,25	549.281,25	525.000,00
01-nov-22	-	12.140,63	12.140,63	525.000,00
01-feb-23	525.000,00	12.140,63	537.140,63	-
	<b>3.000.000,00</b>	<b>999.000,00</b>	<b>3.999.000,00</b>	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

### Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre de 2018)

Con fecha 24 de enero de 2018, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2018.00000713, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 25 de enero de 2018 y cuyo plazo de vencimiento de la autorización de oferta pública fue hasta el 24 de octubre de 2018.

### Colocación de los Valores

Con fecha 01 de febrero de 2018, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL (Agente colocador) inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 02 de febrero de 2018 se colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 5,00 millones).

### Saldo de Capital

Al 31 de diciembre del 2018, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Segunda Emisión de Obligaciones, asciende al valor de USD 4,66 millones, esto después de haber cancelado el tercer dividendo de capital e interés de las clases A y C, y el tercer dividendo de interés de la clase B.

### Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - c. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
  - d. 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.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.



Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

- ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro, se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

**CUADRO 5: RESGUARDOS**

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	dic-18	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez (veces)	Mayor o igual a (1)	1,78		SI
Activos reales / Pasivos (veces)	Mayor o igual a uno (1)		1,05	SÍ

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

A continuación, se muestra el detalle del cálculo del promedio semestral del indicador de liquidez, cuyos periodos de cálculo se establecen en función del mes de aprobación de la emisión. En vista de que la emisión fue aprobada en enero de 2018, el indicador se calculará en los periodos enero - junio y julio – diciembre, según corresponda.

**CUADRO 6: INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ**

Rubro	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	PROMEDIO
Activos corrientes( USD)	24.150.822	23.471.756	23.505.515	21.258.836	19.169.445	20.039.636	1,78
Pasivos corrientes (USD)	13.438.667	12.823.600	13.211.705	11.511.589	10.040.484	13.426.210	
Índice Liquidez (Veces)	1,80	1,83	1,78	1,85	1,91	1,49	

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## Mecanismo de Fortalecimiento

Adicionalmente, con fecha 15 de agosto de 2017, el Emisor constituyó el contrato de fideicomiso mercantil irrevocable “Fideicomiso de Administración de Flujos –Fortalecimiento– Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO”, ante la Notaría Vigésima Primera del cantón Quito.

## Fideicomiso Mercantil Irrevocable

### “Fideicomiso de Administración de Flujos –Fortalecimiento– Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO”

Con fecha 09 de agosto de 2017, mediante escritura pública, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. conjuntamente con ENLACE Negocios Fiduciarios S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el “Fideicomiso de Administración de Flujos –Fortalecimiento– Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO”, que tiene por objeto que los recursos dinerarios correspondientes a las provisiones, sirvan para acumular dentro del fideicomiso, los recursos suficientes y necesarios que se requieren a efectos de proporcionarlos al agente pagador, para que cancele las obligaciones de largo plazo a favor de los obligacionistas.

El constituyente y la fiduciaria aclaran de manera expresa que el presente fideicomiso es un fideicomiso de administración de flujos, mas no se trata de un fideicomiso de garantía.

En tal sentido, las mismas partes aclaran expresamente que, en caso de que el fideicomiso no reciba los recursos correspondientes a las provisiones, o los reciba tan sólo parcialmente, y en cualquiera de estos casos no disponga, total o parcialmente, de los recursos que se requieren a efectos de proporcionarlos al agente pagador, para que cancele las obligaciones de largo plazo a favor de los obligacionistas, ni la fiduciaria ni el fideicomiso tendrán responsabilidad alguna por tal concepto, ya que el único responsable directo del pago total, cabal y oportuno de las obligaciones de largo plazo es el constituyente.

En el siguiente extracto se detallan las principales características del Fideicomiso contenidas en el contrato de constitución:

**CUADRO 7: CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL FIDEICOMISO**

<b>"Fideicomiso de Administración de Flujos –Fortalecimiento– Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO"</b>	
<b>Constituyente y Beneficiario</b>	Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.
<b>Fiduciaria</b>	ENLACE Negocios Fiduciarios S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos.
<b>Provisiones</b>	Son los recursos dinerarios, libres y disponibles, que el constituyente entregará mediante depósito o transferencia a la cuenta del fideicomiso, de conformidad con lo estipulado en el fideicomiso.

Fuente: Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable / Elaboración: Class International Rating

### **Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil**

La compañía constituye el fideicomiso mercantil irrevocable "Fideicomiso de Administración de Flujos–Fortalecimiento – Segunda Emisión Obligaciones CONSTRUDIPRO", el cual consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del constituyente, de la fiduciaria, del beneficiario o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la fiduciaria.

Dicho patrimonio autónomo se integra con los derechos y recursos dinerarios, libres y disponibles, aportados por el constituyente, y posteriormente estará integrado por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del presente fideicomiso.

El fideicomiso, el derecho de cobro, los recursos, así como los activos, bienes y derechos en general de propiedad del fideicomiso, no pueden ni podrán ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por jueces o tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del constituyente, de la fiduciaria, del beneficiario o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el presente instrumento.

### **Instrucciones Fiduciarias**

En virtud de lo dispuesto en la cláusula sexta del fideicomiso, la fiduciaria, como representante legal de dicho fideicomiso, cumplirá con las instrucciones fiduciarias irrevocables que se describen a continuación:

- Abrir y mantener la cuenta del fideicomiso, cuyo titular será el fideicomiso, en la cual: (i) se recibirán los recursos correspondientes a las provisiones; y, (ii) se manejarán todos los recursos del fideicomiso, salvo que sean colocados en inversiones realizadas a nombre del mismo fideicomiso y/o se deban destinar para sus respectivos fines, conforme los términos y condiciones estipulados en el fideicomiso.

La cuenta del fideicomiso se abrirá y mantendrá en un banco operativo de la república del Ecuador que cuente con calificación de riesgo en escala ecuatoriana de al menos "AA+" (doble AA más) otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Dicho banco será seleccionado por el constituyente, cumpliendo con los parámetros antes señalados. Las firmas autorizadas en la cuenta del fideicomiso serán únicamente de los funcionarios de la fiduciaria designados para el efecto.

- Recibir del constituyente los recursos correspondientes a las provisiones, mediante depósito o transferencia a la cuenta del fideicomiso, de acuerdo con lo dispuesto en el fideicomiso.

Al efecto, el constituyente deberá cumplir con el siguiente cronograma de provisiones:

- En el caso de las Clases A y C de la emisión de obligaciones, cuya periodicidad de amortización de capital e intereses es trimestral, los recursos que deberán ser entregados por el constituyente al fideicomiso deberán corresponder a lo siguiente: (i) de la primera a la décima semana de un período trimestral determinado, deberán equivaler al cinco por ciento (5%) semanal, calculado sobre el monto de capital del dividendo trimestral de tales obligaciones, de tal manera que al concluir la décima semana del período trimestral deberá estar provisionado, como mínimo, el cincuenta por ciento (50%) del monto de capital del dividendo trimestral de tales obligaciones; (ii) en la undécima semana de un período trimestral determinado, deberán equivaler al cincuenta por ciento (50%) restante, calculado sobre el monto de capital del dividendo trimestral de tales obligaciones, de tal manera que al concluir la undécima semana del período trimestral deberá estar provisionado el cien por ciento (100%) del monto

- de capital del dividendo trimestral de tales obligaciones; y, (iii) en la undécima semana de un período trimestral determinado, deberán equivaler al cien por ciento (100%) del monto de intereses del dividendo trimestral de tales obligaciones.
- En el caso de la Clase B de la emisión de obligaciones, cuya periodicidad de amortización de capital es semestral e intereses es trimestral, los recursos que deberán ser entregados por el constituyente al fideicomiso deberán corresponder a lo siguiente: (i) de la primera a la vigésima semana de un período semestral determinado, deberán equivaler al dos punto cincuenta por ciento (2.50%) semanal, calculado sobre el monto de capital del dividendo semestral de tales obligaciones, de tal manera que al concluir la vigésima semana del período semestral deberá estar provisionado, como mínimo, el cincuenta por ciento (50%) del monto de capital del dividendo semestral de tales obligaciones; (ii) en la vigésimo tercera semana de un período semestral determinado, deberán equivaler al cincuenta por ciento (50%) restante, calculado sobre el monto de capital del dividendo semestral de tales obligaciones, de tal manera que al concluir la vigésimo tercera semana del período semestral deberá estar provisionado el cien por ciento (100%) del monto de capital del dividendo semestral de tales obligaciones; y, (iii) en la undécima semana de un período trimestral determinado, deberán equivaler al cien por ciento (100%) del monto trimestral de intereses de tales obligaciones.
  - Si al vencer cualquiera de los períodos semanales descritos en el fideicomiso, la fiduciaria observa que el monto recibido del constituyente y, por ende, el monto provisionado y acumulado dentro del fideicomiso es inferior al cronograma de provisiones, el constituyente estará obligado a proveer al fideicomiso de los recursos suficientes y necesarios, en dinero libre y disponible, para superar dichos faltantes, lo que deberá ser cumplido por el constituyente dentro de los tres (3) días hábiles posteriores a la fecha en que la fiduciaria así lo haya solicitado mediante simple carta.
  - Mientras existan obligaciones pendientes de colocar entre obligacionistas y aún se encuentre vigente la autorización de oferta pública otorgada por la superintendencia de compañías, valores y seguros, la provisión se hará como si la totalidad de las obligaciones se hubieran efectivamente colocado. una vez que haya vencido la autorización de oferta pública otorgada por la superintendencia de compañías, valores y seguros, la provisión se hará en estricta proporción a las obligaciones efectivamente colocadas entre obligacionistas.
  - Con cargo a los recursos así provisionados, el fideicomiso cumplirá con lo dispuesto en el fideicomiso.
  - Los montos que deben ser provisionados por el fideicomiso en cada una de las semanas durante la vigencia de la emisión de obligaciones constan en el Anexo A del fideicomiso, el cual ha sido preparado por ACCIVAL S.A. Casa de Valores.
  - Se aclara expresamente que las sumas acumuladas en el fideicomiso deberán ser repuestas a medida que vaya siendo utilizada para cumplir con lo dispuesto en el fideicomiso.
- Recibir en propiedad, a futuro, de parte del constituyente, recursos adicionales que pueden ser aportados por dicho constituyente, a efectos de cumplir con el pago de las obligaciones de la emisión de largo plazo.
  - Siempre que lo permitan los recursos acumulados según lo dispuesto en el fideicomiso, entregar al agente pagador, por cuenta del constituyente, los recursos dinerarios para que dicho agente pagador proceda con el pago de las obligaciones de largo de plazo, según los plazos y dividendos que corresponda.
  - En el evento de que los montos que deban pagarse a los obligacionistas, se hayan efectivamente cancelado, y de presentarse remanentes de recursos en la cuenta del fideicomiso, la fiduciaria podrá, a petición del constituyente, entregar dichos remanentes al mismo constituyente.
  - Mientras las sumas recibidas por el fideicomiso no deban destinarse para sus respectivos fines según los términos y condiciones estipulados en el fideicomiso, mantener tales recursos depositados o invertidos a nombre del fideicomiso en instrumentos de renta fija de un banco operativo establecido o domiciliado en el Ecuador, que cuente con calificación de riesgo Ecuatoriana de al menos "AA+" (doble AA más) otorgada por una calificadoradora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Dicho banco será seleccionado por el constituyente, cumpliendo con los parámetros ante señalados.
  - Exigir el cumplimiento de las obligaciones y compromisos asumidos por el constituyente en virtud del fideicomiso.
  - Una vez cancelados por el constituyente todas las obligaciones de largo plazo, restituir o entregar al constituyente los bienes, derechos y recursos remanentes del fideicomiso, de existir.
  - Una vez cumplido lo dispuesto en el fideicomiso, liquidar dicho fideicomiso en los términos y condiciones señalados en la cláusula décimo novena del mismo fideicomiso.

- Realizar todos los actos y suscribir todos los contratos necesarios para el cabal y oportuno cumplimiento de las instrucciones fiduciarias antes estipuladas, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que de alguna manera impidan el cumplimiento integral del objeto del presente fideicomiso.

Se deja expresa constancia que la fiduciaria cumplirá con las instrucciones establecidas en el presente fideicomiso siempre y cuando el patrimonio autónomo cuente con los recursos necesarios y suficientes para así hacerlo, caso contrario es responsabilidad del constituyente transferir dichos recursos al fideicomiso, con el fin de que el fideicomiso pueda cumplir con el objeto del presente instrumento. En tal sentido, no será responsabilidad de la fiduciaria ni del fideicomiso, la generación o no de los recursos correspondientes a las provisiones, ni la efectiva entrega, depósito o transferencia de los mismos en la cuenta del fideicomiso por parte del constituyente, pues no le corresponderá a la fiduciaria ni al fideicomiso, en ningún caso, realizar labor de recaudo o cobranza (ni extrajudicial ni judicial) alguna.

- Según el informe de gestión de la Fiduciaria, correspondiente al período septiembre – noviembre de 2018, se procedió a cancelar el tercer dividendo de capital e interés de la clase A y C y el tercer dividendo de interés la clase B, con lo cual el saldo en el balance general a diciembre de 2018 fue de USD 84,48.
- Así mismo se indica que la Fiduciaria ha realizado todos los actos y gestiones necesarias para la consecución de la finalidad convenida, siguiendo las instrucciones contenidas en el contrato del Fideicomiso.
- Finalmente, se informa que con fecha 01 de noviembre de 2018 se canceló la tercera cuota de obligación a DECEVALE.

### **Monto Máximo de la Emisión**

La Segunda Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de diciembre de 2018, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. estuvo conformada por un total de activos de USD 25,72 millones, de los cuales el 95,51% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

**CUADRO 8: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN A DICIEMBRE DE 2018**

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	2.250.329	9,16%
Exigibles	14.069.339	57,27%
Realizables	380.345	1,55%
Propiedad Planta y Equipo	2.087.590	8,50%
Otros activos	5.781.051	23,53%
<b>TOTAL</b>	<b>24.568.653</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: 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; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; 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 la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores 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<sup>3</sup>.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2018, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 22,69 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 18,15 millones, lo que determina que el capital de la Segunda Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Por lo mencionado se pudo apreciar que el monto máximo de emisión presentó una cobertura de 3,90 veces sobre el saldo de capital.

**CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN A DICIEMBRE 2018**

Descripción	USD
Total Activos	25.722.432
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	1.153.780
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>4</sup>	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	725.301
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan <sup>5</sup>	-
(-) Derechos Fiduciarios <sup>6</sup>	1.157.686
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>7</sup>	-
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>22.685.665</b>
<b>Monto Máximo de Emisión = 80.00% Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>18.148.532</b>
Saldo de Capital Segunda Emisión Obligaciones a Largo Plazo	4.655.000
<b>Total Activos Deducidos / Saldo Capital Emisión (veces)</b>	<b>4,87</b>
<b>Monto Máximo de Emisión / Saldo Capital Emisión (veces)</b>	<b>3,90</b>

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,32 veces<sup>8</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%".

<sup>3</sup> "La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

<sup>4</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

<sup>5</sup> En los que el Emisor haya actuado como Originador.

<sup>6</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> (Total Activos Deducidos - Emisión) / (Total Pasivo - Obligaciones emitidas)

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representan el 40,47% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2018 y el 80,94% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

**CUADRO 10: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO A DICIEMBRE 2018**

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	6.647.296
<b>200% del Patrimonio (USD)</b>	<b>13.294.591</b>
Capital Emisiones en circulación	725.301
Capital Segunda Emisión Obligaciones a largo plazo	4.655.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>5.380.301</b>
<b>Valores emitidos / 200% del Patrimonio</b>	<b>40,47%</b>
<b>Valores emitidos / Patrimonio</b>	<b>80,94%</b>

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Proyecciones del Emisor

Según las proyecciones realizadas por el Estructurador financiero, para el periodo proyectado hasta diciembre de 2022, indicaron según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda, determinando que al finalizar el año 2022, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. alcanzaría una utilidad neta igual a USD 1,40 millones.

**CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO**

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	55.570.946	56.015.514	58.312.150	61.810.879	65.519.532	66.829.922
Costo de ventas	51.515.281	51.534.273	53.647.178	56.804.198	60.277.969	61.817.678
<b>Utilidad bruta</b>	<b>4.055.666</b>	<b>4.481.241</b>	<b>4.664.972</b>	<b>5.006.681</b>	<b>5.241.563</b>	<b>5.012.244</b>
Gastos administrativos y ventas	2.617.304	2.697.886	2.939.977	3.328.890	3.516.231	3.658.684
Depreciación y amortización	361.211	364.101	379.029	401.771	425.877	434.394
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.077.150</b>	<b>1.419.254</b>	<b>1.345.966</b>	<b>1.276.020</b>	<b>1.299.454</b>	<b>919.165</b>
Gastos financieros	518.233	517.885	488.687	466.194	534.561	191.044
Otros ingresos	889.135	896.248	932.994	988.974	1.048.313	1.069.279
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>1.448.053</b>	<b>1.797.617</b>	<b>1.790.273</b>	<b>1.798.801</b>	<b>1.813.206</b>	<b>1.797.400</b>
Impuestos	318.572	395.476	393.860	395.736	398.905	395.428
<b>Utilidad neta</b>	<b>1.129.481</b>	<b>1.402.141</b>	<b>1.396.413</b>	<b>1.403.065</b>	<b>1.414.300</b>	<b>1.401.972</b>

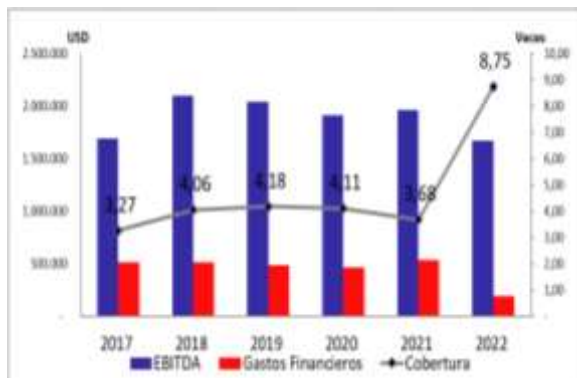
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

De acuerdo al modelo desarrollado como parte de la Estructuración Financiera, para proyectar los resultados de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., se partió de la estimación futura de sus ventas, es así que se consideraron los siguientes incrementos: el 0,68% para el año 2017, en el año 2018 un 0,80%, en el año 2019 se consideró el 4,10%, mientras que para los años 2020 y 2021 se determinó un incremento del 6,00% para cada año y finalmente un 2,00% en 2022.

En cuanto a los costos de ventas, las proyecciones determinan un porcentaje promedio del 92,18% respecto de los ingresos ordinarios de la empresa; los gastos operativos, crecerían desde el 4,71% en 2017 hasta el 5,47% en 2022, sin considerar las depreciaciones y amortizaciones, lo que generaría posteriormente un margen operativo promedio de 2,03%.

Los gastos financieros proyectados consideran la deuda total que la empresa tendría durante el periodo proyectado, determinando además que la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se presentaría holgada, puesto que el EBITDA proyectado es positivo.

**GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

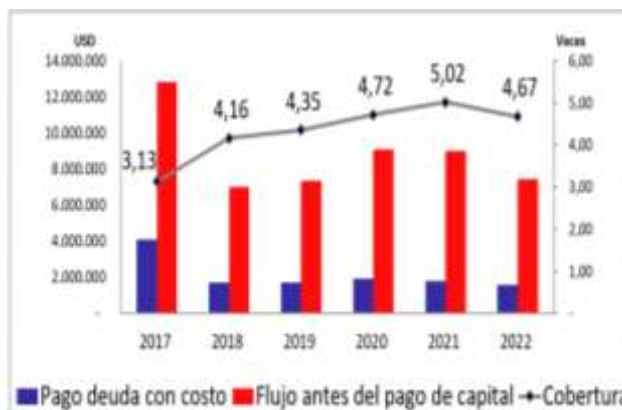
El estado de flujo proyectado de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., presenta un flujo operativo negativo en 2017, no obstante, a partir del 2018 se tornaría positivo. El flujo incluye además, las adquisiciones de bienes de capital y las fuentes de financiamiento con sus correspondientes pagos. Los flujos finales revelan la disposición de recursos que la empresa tendría para desarrollar su actividad, cumplir con sus compromisos y cubrir sus obligaciones. Lo anterior se evidencia en la cobertura de los flujos sobre el pago de capital de las emisiones en el Mercado de Valores, tal como se ve en el resumen expuesto a continuación.

**CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO**

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
Conciliación neto provisto por las actividades de operación	(1.284.965)	2.668.872	2.931.048	3.736.211	3.897.198	2.303.206
Depreciación y amortización	361.211	364.101	379.029	401.771	425.877	434.394
<b>Flujo de efectivo producto de actividades de operación</b>	<b>(923.754)</b>	<b>3.032.973</b>	<b>3.310.077</b>	<b>4.137.982</b>	<b>4.323.074</b>	<b>2.737.601</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adquisición de propiedad, planta y equipo	1.279.670	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión</b>	<b>1.279.670</b>	<b>(2.500.000)</b>	<b>(2.500.000)</b>	<b>(2.500.000)</b>	<b>(2.500.000)</b>	<b>(2.500.000)</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO ACTIVIDADES FINANCIAMIENTO</b>						
MERCADO DE VALORES	4.474.699	(985.301)	(1.505.301)	(1.460.000)	(1.250.000)	(1.050.000)
RECURSOS CON COSTO FINANCIERO	(3.573.080)	(2.934.805)	1.020.000	1.335.000	(540.000)	(540.000)
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento</b>	<b>901.619</b>	<b>(3.920.106)</b>	<b>(485.301)</b>	<b>(125.000)</b>	<b>(1.790.000)</b>	<b>(1.590.000)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO NETO</b>						
Incremento (disminución) neto en efectivo	1.257.535	(3.387.133)	324.776	1.512.982	33.074	(1.352.399)
Saldo Inicial de Caja	7.453.236	8.710.771	5.323.637	5.648.413	7.161.395	7.194.469
<b>SALDO FINAL DE EFECTIVO</b>	<b>8.710.771</b>	<b>5.323.637</b>	<b>5.648.413</b>	<b>7.161.395</b>	<b>7.194.469</b>	<b>5.842.070</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

**GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO NUEVAS EMISIONES**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La calificadora efectuó un análisis de sensibilidad de los flujos anteriormente descritos. Las proyecciones fueron estructuradas con un criterio conservador, a tal punto que el modelo no toleró afectaciones al nivel de ventas ni al costo de ventas, la mínima afectación provoca descensos en el flujo de efectivo y en algún periodo se torna negativo. En este sentido, y debido a que el modelo relaciona proporcionalmente a las ventas con los costos y gastos, estos últimos demuestran ser las variables fundamentales que deben ser controladas para que se cumplan las proyecciones.

### **Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado**

Al realizar el análisis comparativo de los resultados reales a diciembre de 2018 versus los proyectados a esa misma fecha, se pudo evidenciar que las ventas arrojaron un cumplimiento de apenas el 35,05%, similar comportamiento se observó en los costos de ventas (cumplimiento del 36,39%), con lo que el margen bruto representó el 19,65% de lo proyectado.

Por su parte, los gastos administrativos y de ventas, presentaron un cumplimiento del 66,45% frente a lo estimado para el año 2018, lo que arrojó una pérdida operativa, resultado muy alejado a lo proyectado en un inicio. Después de descontar los gastos financieros y otros ingresos / egresos, la compañía generó una utilidad antes de impuestos con un cumplimiento bajo de 17,17% de lo estimado.

**CUADRO 13: COMPARATIVO PROYECCIONES VS. SITUACIÓN REAL (USD)**

Rubro	2018 Proyectado	2018 Real	Cumplimiento
Ventas netas	56.015.514	19.635.270	35,05%
Costo de ventas	51.534.273	18.754.926	36,39%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>4.481.241</b>	<b>880.344</b>	<b>19,65%</b>
Gastos administrativos y ventas	3.061.987	2.034.552	66,45%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.419.254</b>	<b>(1.154.208)</b>	<b>-81,32%</b>
Gastos financieros	517.885	1.264.478	244,16%
Otros ingresos	896.248	2.727.266	304,30%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>1.797.617</b>	<b>308.580</b>	<b>17,17%</b>
Impuestos	395.476	-	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>1.402.141</b>	<b>308.580</b>	<b>22,01%</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

A diciembre de 2018, tanto el flujo de operación, de inversión, de financiamiento y su flujo final fueron inferiores a lo estimado inicialmente.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.



## **Riesgo de la Economía**

### **Sector Real**

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas<sup>9</sup>.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019<sup>10</sup>.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la inversión pública<sup>11</sup>. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019<sup>12</sup>. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019<sup>13</sup>. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019<sup>14</sup>. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión<sup>15</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

**CUADRO 14: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre- 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre - 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 - enero - 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

**Producto Interno Bruto (PIB):** Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica

<sup>9</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP\\_2018\\_Mid-year\\_Update.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf)

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

<sup>11</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real> y <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-11-2018>

<sup>12</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

<sup>13</sup> <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

<sup>14</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

<sup>15</sup> <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>16</sup>. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual<sup>17</sup>.

Durante enero a noviembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20.415,04 millones, siendo superior en 17,76% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 17.335,57 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,2%), bienes de consumo (15,5%), bienes de capital (13,2%), materias primas (12,1%) y productos diversos (49,3%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y noviembre de 2018 alcanzaron USD 19.900,24 millones, siendo superiores en 14,63% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 17.360,05 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,7%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 31,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 44,2 durante enero-octubre 2017 a USD 60,8 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-noviembre de 2018 crecieron en 5,28% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 11.675,03 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos<sup>18</sup>, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo<sup>19</sup>. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país<sup>20</sup>. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios<sup>21</sup>.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

<sup>16</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

<sup>17</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

<sup>18</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

<sup>19</sup> <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

<sup>20</sup> <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

<sup>21</sup> <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

**GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)**



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)<sup>22</sup> / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones<sup>23</sup>.

La **inflación** anual en diciembre de 2018 fue de 0,27%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,10%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de recreación y cultura; transporte; y, bienes y servicios diversos.

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26<sup>24</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00<sup>25</sup>. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,08 a diciembre 2018<sup>26</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16<sup>27</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3)%<sup>28</sup>. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral<sup>29</sup>.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que

<sup>22</sup> [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm)

<sup>23</sup> <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>24</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

<sup>25</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

<sup>26</sup> Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

<sup>27</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

<sup>28</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin\\_tecnico\\_12-2018-IPC.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf)

<sup>29</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018\\_Presentacion\\_Mercado%20Laboral.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf)

<sup>29</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente<sup>30</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%<sup>31</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda<sup>32</sup>.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)<sup>33</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros<sup>34</sup>.

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB<sup>35</sup>, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB<sup>36</sup>, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB<sup>37</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda

<sup>30</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812\\_Pobreza.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf)

<sup>31</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

<sup>32</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2018.pdf>

<sup>33</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

<sup>34</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

<sup>35</sup> La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

<sup>36</sup> [https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Diciembre-2018-FINAL\\_okOK.pdf](https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf)

<sup>37</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 11 de enero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.626,81 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo<sup>38</sup>. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país<sup>39</sup>. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda<sup>40</sup>.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios<sup>41</sup>, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial<sup>42</sup>, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís<sup>43</sup>. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017<sup>44</sup>.

## **Riesgo del Negocio**

### **Descripción de la Empresa**

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. fue constituida el 23 de febrero de 2005 e inscrita en el Registro Mercantil del cantón Guayaquil el 06 de abril del año 2005; siendo su plazo de duración de 80 años (hasta abril de 2085). Se constituyó con el objeto de dedicarse al diseño, planificación, supervisión, fiscalización, construcción y arrendamiento de toda clase de obras arquitectónicas y urbanísticas.

La empresa además de prestar servicios de construcción, también participa en otras líneas de negocio, tales como servicios de dirección técnica y alquiler de maquinaria; determinando que, al 31 de diciembre de 2018, su participación es la siguiente:

<sup>38</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

<sup>39</sup> <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

<sup>40</sup> <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

<sup>41</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconómica-asamblea-aplicación-ejecutivo-debate.html>

<sup>42</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

<sup>43</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

<sup>44</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

**GRÁFICO 4: VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO A DICIEMBRE 2018<sup>45</sup>**



Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., al 31 de diciembre de 2018, asciende a USD 2,30 millones, dividido en 2'300.000 acciones de USD 1,00 valor nominal unitario, siendo su composición accionaria la siguiente:

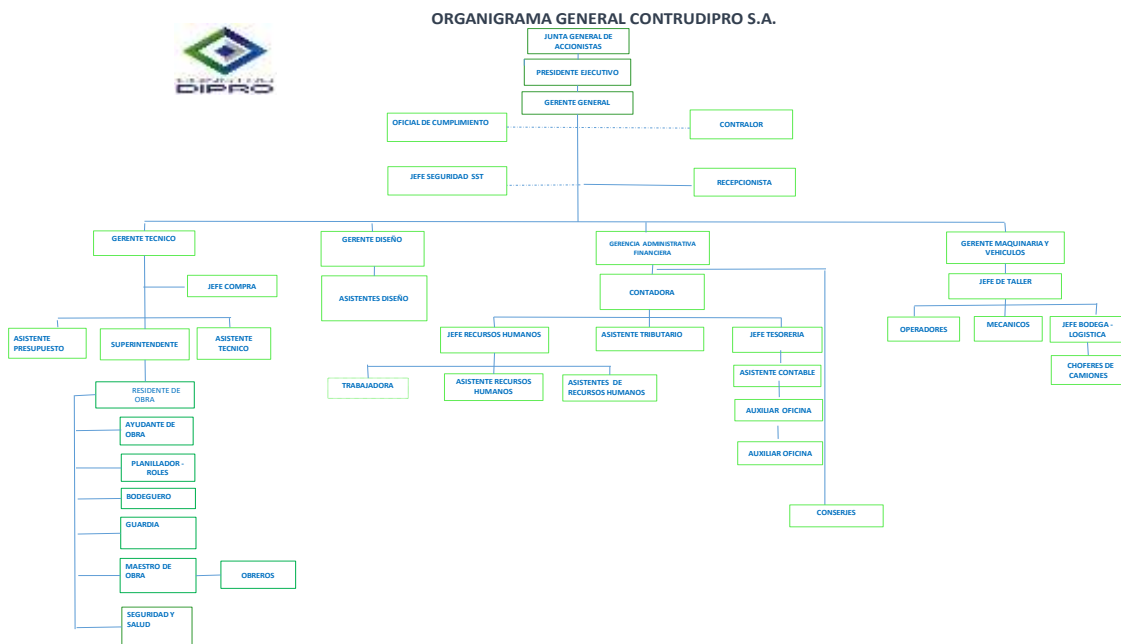
**CUADRO 15: ACCIONISTAS**

Nombre	Capital (USD)	Participación
MOLINA SALDAÑA HERNAN NEPTALI	115.000,00	5,00%
SCARFYNG S.A.	2.185.000,00	95,00%
<b>Total</b>	<b>2.300.000,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

En cuanto a su administración, la compañía es gobernada por la Junta General de Accionistas, la cual tiene prevalencia sobre los administradores de la compañía, tal como se evidencia a continuación:

**GRÁFICO 5: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA**



Fuente y Elaboración: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.

<sup>45</sup> Dentro de la línea de negocios no se toma en cuenta intereses ganados, ingresos por empleados y otros ingresos no operacionales.

La trayectoria y el reconocimiento de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. en el mercado es el resultado, entre otras cosas, por la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan a continuación:

**CUADRO 16: PRINCIPALES ADMINISTRADORES DE LA COMPAÑÍA**

Nombre	Cargo
Luis Valero Brando	Presidente
Hernán Molina Saldaña	Gerente General
Marcelo Paredes Molina	Gerente Técnico
Gina Peña	Gerente Recursos Humanos
Deysi Carreño García	Contador
Hilda Jimenez Nieto	Tesorero
Alfredo Sánchez Rojas	Contralor
Mercedes Valero	Oficial de Cumplimiento

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

La compañía no maneja aún conceptos o prácticas de Buen Gobierno Corporativo, pues no existe una definición formal de las mismas en sus estatutos. Sin embargo, la compañía mantiene un Comité ejecutivo que se encarga de la toma de decisiones de la empresa; este Comité se encuentra conformado por la Presidencia, Gerencia General, Gerencia Técnica, Gerencia Financiera, Contraloría y Contabilidad.

Según lo reportado por la administración, Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. se encuentra realizando el proceso de incorporación de Buen Gobierno Corporativo.

## Empleados

Al 31 de diciembre de 2018, la compañía contó con la participación de 411 colaboradores, siendo inferior a lo registrado en junio de 2018 (483 empleados).

Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Empresas vinculadas o relacionadas

**CUADRO 17: EMPRESAS VICULADAS POR ADMINISTRACION**

Nombre	Cargo en CONSTRUDIPRO	Empresa Vinculada por Administración	
		Empresa	Cargo
Fausto Gabriel Benites Santos	Presidente	Inmobiliaria Civil Vicson S.A.	Gerente General / Accionista
		Faivino S.A.	Presidente / Accionista
		Foracril S.A.	Gerente General / Accionista
		Conticorp S.A.	Accionista
		Mipancito S.A.	Accionista
Hernán Neptali Molina Saldaña	Gerente General	Airlías S.A.	Gerente General
		Casilleros Nacionales S.A. "CANASA"	Presidente / Accionista
		Energías del Pacífico ENERGESA S.A.	Presidente Ejecutivo

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

**CUADRO 18: EMPRESAS VICULADAS POR GESTIÓN**

Empresa Vinculada por Gestión
Derechos Fiduciarios Fideicomiso Cartera Mallorca

PUCOVI S.A.
Derechos Fiduciarios Cartera Mallorca
Energías del Pacífico
Arq. Luis Valero Brando
Constructora Valero S.A.
NETUSME
Scarfyng S.A.
Arlidun S.A.

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clientes

Respecto al mercado que atiende CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., actualmente mantiene relaciones con clientes tanto del sector público como del sector privado. La empresa desarrolla y ejecuta obras de gran diversidad para sus clientes, como la construcción de viviendas, edificios (de uso habitacional, comercial, educacional y deportivos), fábricas y galpones industriales. Así como la planificación, diseño y construcción de urbanizaciones y conjuntos residenciales.

Los principales clientes de CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. al 31 de diciembre de 2018, fueron: GAD Municipal de Milagro, Fideicomiso Inmobiliario Ciudad Santiago VIII, Constructora Valero S.A. y Fideicomisa Mallorca, mismos que representaron 51,98% de las ventas, evidenciando una concentración en los mismos, lo cual representa un riesgo para la compañía en caso de que los proyectos direccionados a estas empresas concluyan antes de lo previsto. A continuación, el detalle de sus principales clientes:

GRÁFICO 6: CLIENTES A DICIEMBRE DE 2018



Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

La política de crédito de la compañía depende del tipo de contratación, el monto y el contratante. En caso de entidades gubernamentales, por naturaleza su pago es un poco dilatado por lo que la compañía avanza lo posible en las planillas y aprobación de las mismas para su facturación y posteriormente su seguimiento. En el caso de clientes afines a la empresa, el crédito puede extenderse hasta un plazo de entre 4 y 6 meses, pues se conoce su giro de negocio, posibles limitaciones y hay confianza en el pago total del trabajo sin problemas.

A diciembre de 2018 la cartera total estuvo conformada en un 23,47% en cartera por vencer (34,30% en diciembre de 2017), la misma que incluyó la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal dentro del ámbito comercial, mientras que la cartera vencida significó el 76,53% de la cartera total (65,70% en diciembre 2017), lo que evidencia un deterioro importante de la misma.

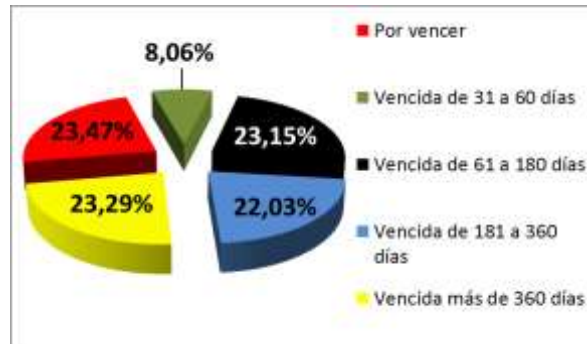
Debido a que la mayoría de la cartera se encuentra vencida a diciembre de 2018, es importante que la compañía mejore la gestión de recuperación de cartera, además de la revisión de la política de crédito a fin de evitar un mayor deterioro de la misma y un posible riesgo de incobrabilidad.

Se debe mencionar, que dentro de la cartera vencida se encuentran los contratos de construcción ejecutados, los mismos que corresponden a saldos por cobrar a clientes por avance de obra de contratos cuya planilla está



pendiente de aprobar por el cliente, es decir, se ha cumplido con la obligación de desempeño establecida dentro del contrato, y forma parte de la cartera por cobrar, la compañía estima que la recuperación de la misma oscila entre 60 y 90 días.

**GRÁFICOS 7: ESTRUCTURA DE LA CARTERA A DICIEMBRE 2018**



Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presentan los proyectos en los cuales está y estará trabajando Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.:

**CUADRO 19: AVANCE DE PROYECTOS**

Obra	Fecha Inicio	Fecha Fin	Precio Contrato	% Avance	V. por devengar
TERMMINAL TERRESTE MILAGRO	10/01/2019	10/01/2020	11.408.000	5%	10.837.600
HUAQUILLAS PARQUE LINEAL	05/04/2017	05/04/2019	1.300.000	66%	442.000
CIUDAD SANTIAGO – FUIROIANI	26/12/2017	31/03/2019	6.805.293	96%	268.809
BAHIA MILAGRO	27/04/2018	27/04/2019	2.053.552	81%	390.175
COCA CODO SINCLAIR FASE I Y II	01/08/2016	01/04/2019	14.336.140	91%	1.303.155
FIDEICOMISO MALLORCA TF-G-428	13/06/2018	13/06/2019	2.278.701	52%	1.093.777
PARQUE ACUATICO MILAGRO	25/10/2018	22/06/2019	1.326.460	67%	437.732
OLIVOS PARK	30/11/2018	18/05/2021	20.121.272	4%	19.316.421
REGENERACION CALLE RIO VINCES	15/10/2018	13/04/2019	783.095	32%	532.504
REGENERACION CALLE RIO GUAYAS	15/10/2018	13/04/2019	855.098	35%	555.813
PASO PEATONAL LA MODERNA	24/11/2018	23/05/2019	652.742	56%	287.206
PASO PEATONAL NAVONA	24/11/2018	23/05/2019	681.941	63%	252.318
<b>TOTAL</b>			<b>62.602.294</b>		<b>35.717.511</b>

Fuente / Elaboración: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.

**CUADRO 20: PROYECTOS EN DESARROLLO PROXIMOS A CONTRATARSE**

CLIENTE	OBRA	Monto Aproximado	Localidad	PLAZO
MINORCA S.A.	URBANIZACION MINORCA	35.000.000	PUNTA BLANCA	3 AÑOS
FIDEICOMISO FDP	VIVIENDA POPULAR	60.000.000	CHONGON	5 AÑOS
CONSULTANS ADVISORY	PUENTE SUR	10.000.000	GUAYAS	2 AÑOS
<b>Total</b>		<b>105.000.000</b>		

Fuente / Elaboración: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.

## Proveedores

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. cuenta con diversas empresas que le proveen de materiales e insumos (cemento, hormigón, equipos y materiales eléctricos y metales de estructura) utilizados para la ejecución de sus operaciones.

Así mismo, como política, posee hasta 4 proveedores por cada bien o servicio que requiera para su operación; periódicamente se emiten pedidos importantes a proveedores sustitutos con el fin de evaluar su capacidad de atención ante la falta de algún proveedor principal.

La empresa tiene muy buena aceptación con sus proveedores, por lo que ha desarrollado capacidad de negociación con ellos. Así, a diciembre de 2018 sus principales proveedores fueron: INSTALACIONES ELECTROMECHANICAS S.A. INESA con el 18,57% sobre las compras de insumos que requiere la empresa, seguido

de CONSTRUCCIONES Y CUBIERTAS KLAERE CIA LTDA con el 5,28%, lo que demuestra que la compañía no mantiene una concentración dentro de un mismo proveedor.

La empresa realiza el pago a los proveedores dependiendo el material que proveen y el tipo de empresa. Los proveedores de insumos necesarios para las obras tienen un pago pronto; mientras que subcontratistas que poseen un contrato con valores altos, son cancelados conforme la empresa reciba los pagos de esos rubros por parte de la contratante en las planillas de avance de obra o administración. En el ámbito administrativo, las compañías de seguros y honorarios de fideicomisos; se los toma como de suma importancia, así como los impuestos u obligaciones gubernamentales que priorizan la lista de pagos.

## **Estrategias y Políticas de la Empresa**

### **Políticas de Precios**

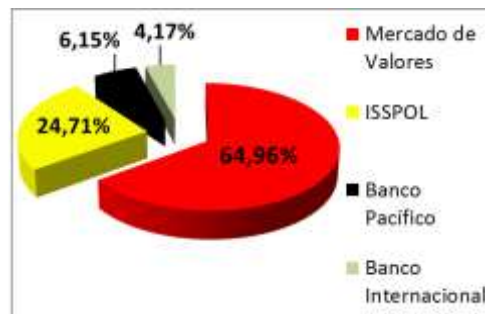
Los precios se definen en función de cada obra; se mantiene un precio fijo en cada contrato y que genere un ingreso de entre un 10% a 20% del precio del contrato. En obras por administración se mantiene precios de entre el 10% y 12% del valor del contrato de la obra administrada.

### **Política de Financiamiento**

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. históricamente ha financiado su actividad principalmente con anticipo de clientes, no obstante, su representación ha venido disminuyendo, es así que a diciembre de 2018 este rubro financió el 16,63% de los activos (27,87% en diciembre 2017). En cambio, la deuda financiera ha venido tomando relevancia en el financiamiento de los activos, pues a diciembre de 2018 significó el 32,88% de los activos (18,72% en diciembre 2017). El siguiente rubro en importancia fue el crédito de proveedores, que significó el 18,75% del total de activos (15,65% en diciembre 2017).

En diciembre de 2018 la deuda financiera estuvo constituida por obligaciones bancarias, crédito ISSPOL y las contraídas con el Mercado de Valores; en donde la deuda de largo plazo fondeo en mayor proporción a los activos con el 20,54%, y el restante 12,34% fue de corto plazo.

GRÁFICO 8: CONFORMACIÓN DEUDA FINANCIERA A DICIEMBRE 2018



Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## **Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones**

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, y a distintas leyes específicas como la Ley Ambiental, entre otras. Especial atención se merecen las ordenanzas municipales correspondientes al área geográfica donde desarrolle sus proyectos.

Por otro lado, la compañía se encuentra trabajando en la implementación de las normas ISO 9001 con el afán de reforzar procesos de calidad para brindar un mejor servicio a los clientes.

## Responsabilidad Social y Ambiental

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. mantiene un serio compromiso con las personas, con la sostenibilidad ambiental, con la calidad y con su código ético.

Entre otras actividades que la empresa desarrolla en beneficio de la sociedad, la empresa apoya a las comunidades adyacentes a sus proyectos para que puedan crecer tanto económica y socialmente, atendiendo a los factores a los que se encuentran expuestos y tratando de reducir estos riesgos a través de la mejora del sector o cumpliendo con una necesidad inmediata. Adicionalmente, la compañía realiza donaciones a fundaciones de diferentes ámbitos además de brindar ayuda social a programas o parroquias necesitadas, respetando sus diversas prácticas o culturas.

En cuanto a política ambiental, la compañía cumple con la normativa exigida por las entidades de control, en cuanto al estudio de impacto ambiental de cada uno de sus proyectos; cumple con el pago de la tasa de impacto ambiental y con los informes pertinentes durante el desarrollo del proyecto.

## Eventos Importantes

- La empresa ha realizado inversión en maquinaria y vehículo, para el mantenimiento, mejora y adquisición de nuevas tecnologías, con el propósito de realizar un trabajo superior y ahorrar costos.
- Mediante el software de la empresa, la misma ha establecido nuevas pautas a seguir dentro de los procesos y procedimientos de elaboración de roles, liquidación de subcontratistas, pedidos de material, control de presupuesto, control de asistencia en obra y reportes gerenciales.

## Riesgo Legal

Según lo reportado por la administración de la compañía, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. inició un proceso legal en contra del Fideicomiso Plaza Proyecto, demandando el pago de la cartera adeudada por la construcción del proyecto. El criterio de sus asesores legales es que el proceso tendrá resultados positivos para el primer trimestre del año 2019.

## Liquidez de los títulos

Con fecha 01 de febrero de 2018, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL (Agente colocador) inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 02 de febrero de 2018 se colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 5,00 millones).

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., ha participado anteriormente en el Mercado de Valores, tal como se muestra a continuación:

CUADRO 21: EMISIONES REALIZADAS A DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de Capital
Emisión de Obligaciones	2015	SCVS.INMV.DNAR.15.0001102	3.000.000,00	725.301,31
Segunda Emisión de Obligaciones	2018	SCVS.INMV.DNAR.2018.00000713	5.000.000,00	4.655.000,00

Fuente: Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo julio 2018 a diciembre 2018 para la Emisión de Obligaciones; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## **Situación del Sector**

Considerando que la empresa emisora se dedica a la construcción de viviendas, edificios (de uso habitacional, comercial, educacional y deportivos), fábricas y galpones industriales, así como la planificación, diseño y construcción de urbanizaciones y conjuntos residenciales, es importante analizar el sector de la construcción que es donde se desenvuelve la compañía.

La construcción es uno de los sectores de mayor importancia dentro de la economía nacional, ya que tanto la dinámica de las empresas constructoras, como su influencia en la generación de empleo permiten señalar al sector como eje transversal para el crecimiento y desarrollo económico del país.

El sector de la construcción presentó una etapa de recesión al igual que el ciclo de la economía del país. De esta manera, el sector exhibió una contracción pronunciada con tasas negativas de crecimiento durante todos los trimestres desde septiembre de 2015 hasta finales del año 2017. No obstante, durante el año 2018 la producción registrada en este sector se recupera levemente con un crecimiento promedio en el año de 0,9%.

Entre los factores que ayudaron a que la actividad constructora se estabilice están la derogación de la Ley de Plusvalía, que creó nuevamente confianza entre constructores y adquirentes; la reciente Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y empleo de los distintos sectores para mantener estable la economía del país; así como la eliminación del anticipo del Impuesto a la Renta en 2019<sup>46</sup>.

Este sector tiene una relación directa con la inversión en obras públicas, que se contrajo por la reducción de ingresos de Estado y también tiene una relación con la oferta y demanda de viviendas la cual se vio afectada por contracción de ingresos en los hogares<sup>47</sup>.

La participación de la industria de construcción en el PIB total del país, se redujo del 9,75% en 2016 (cuarto puesto) al 8,62% en 2018 (quinto puesto), siendo superada por las industrias de Manufactura, Comercio, Petróleo y Minas y Enseñanza y Servicios Sociales de Salud.

El que se haya frenado una parte o gran parte de la industria de la construcción no es un hecho aislado, pues de este giro dependen una serie de comercios paralelos, lo que implica una cadena de empleos directos e indirectos. El objetivo para estabilizar el sector a largo plazo es generen mayor confianza en los constructores y en los demandantes.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, aranceles, entre otros. Adicionalmente, el alto nivel de especialización en investigación y desarrollo, les permite a las empresas del sector poder generar nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes. El sector deberá emprender en proyectos de vivienda de menor costo, y que aunque eso implica también menores márgenes de rentabilidad, es clave su participación activa en este proceso; para que esto se pueda dar es necesario el mejoramiento de procesos constructivos y la optimización de todos los recursos<sup>48</sup>.

<sup>46</sup> <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=11089>

<sup>47</sup> <http://www.mundoconstructor.com.ec/noticias/846-panorama-del-sector-de-la-construccion-en-el-2017.html>

<sup>48</sup> <http://blog.vive1.com/sector-construccion-2016-ecuador>

Compañías como CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. dependen del sector de la construcción ya que se dedican a la compra venta de materiales y acabados para la construcción, entre otras cosas. Los proyectos inmobiliarios son potenciales clientes principales para estas compañías. El hecho de que se reduzcan los proyectos de construcción hace que estas empresas dependan de otros clientes (como consumidores finales) y que se contraigan también al no tener un mercado amplio a abastecer.

La principal barrera de entrada al sector en el que se desenvuelve CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., es la fuerte inversión para la maquinaria, equipo e insumos necesarios para la construcción de inmuebles; el *know how* es determinante, lo que involucra una fuerte barrera de entrada para los competidores. Asimismo, la principal barrera de salida son los altos costos de la inversión inmobiliaria; otra barrera de salida es el control gubernamental y los cambios constantes realizados en materia tributaria.

## Expectativas

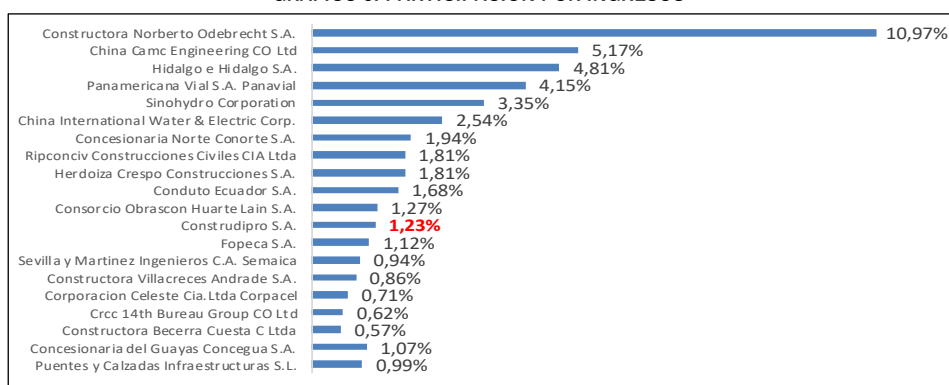
Con la derogación de la Ley de Plusvalía y la entrada en vigencia de la Ley de Fomento Productivo, así como la eliminación del anticipo al impuesto a la Renta en 2019, generan un ambiente de confianza para constructores y compradores, por lo cual se espera que la compra y venta de insumos para la construcción se dinamice más y que los precios y la calidad varíen, por lo que el mercado puede aumentar. Por otra parte, el Fisco va a tener menos ingresos, lo que puede llevar a una posible reducción relativa de inversión en obras públicas.

Según cifras del Banco Central del Ecuador, se espera que el sector de la construcción crezca un 0,4% en 2019, luego, similar al crecimiento registrado en el año 2018. Esto luego de que en 2017 el sector haya decrecido un 4,4%, lo cual indica una lenta y prolongada recuperación para el sector de la construcción.

## Posición Competitiva de la Empresa

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. participa dentro de un mercado altamente competitivo, al contar con varios competidores. La empresa por todos sus años de trayectoria se ha posicionado dentro de las más reconocidas, logrando obtener un porcentaje considerable de participación en un mercado bastante poblado.

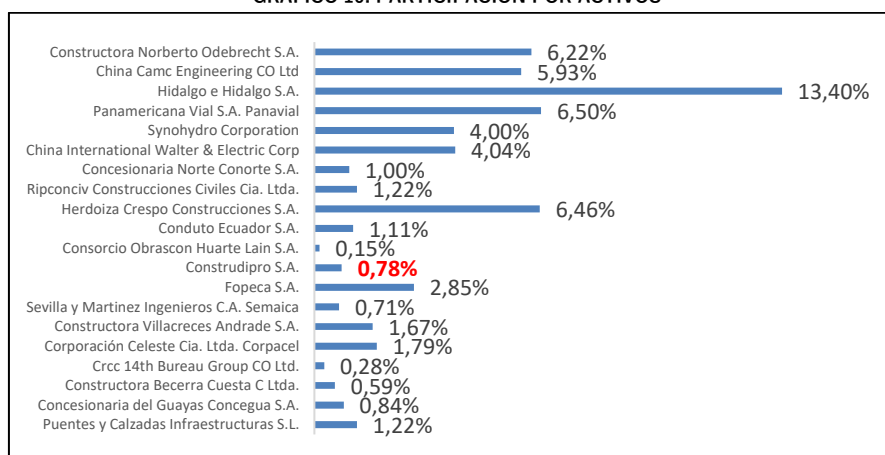
**GRÁFICO 9: PARTICIPACION POR INGRESOS**



Fuente y Elaboración: ACCIVAL

Dentro de este sector operan más de medio millar de compañías, y de estas solamente 20 empresas cuentan con alrededor del 48% participación del mercado. CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. se encuentra en el décimo segundo lugar de las empresas con mayores ingresos dentro de esta industria; por lo tanto cuenta con una fracción considerable de los ingresos del sector al ser parte de este grupo de 20 participantes que controla alrededor de la mitad del mercado.

**GRÁFICO 10: PARTICIPACION POR ACTIVOS**



Fuente y Elaboración: ACCIVAL

Al observar la participación de mercado, en función a los activos, se observa, en primer lugar que este grupo de las 20 empresas más grandes ahora controla el 58%. Además, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. baja del décimo segundo puesto que ocupaba (en función a los ingresos operativos) al décimo sexto lugar, reflejándose que la compañía ocupa de una manera más eficiente sus activos al generar mayores ingresos con un menor volumen de los mismo.

Una observación adicional necesaria es la expulsión de la CONSTRUCTORA NORBERTO ODEBRETCH del mercado nacional, que torna más alentador el panorama para las empresas del sector, al haber sido la empresa que tenía la mayor participación en el mercado nacional; por lo tanto las demás empresas constructoras captarán la porción de mercado que ha liberado ODEBRETCH. Sin embargo, al contar ODEBRETCH con un gran porcentaje de sus ingresos provenientes de las obras públicas, solamente las empresas que estén en capacidad de participar en el sector público podrán satisfacer esta demanda, excluyendo a una gran cantidad de competidores que solamente participan en el sector privado.

La compañía está en capacidad de tomar parte de esa demanda al haber participado en este mercado y contar con los recursos suficientes para competir. No obstante, también se debe tomar en cuenta los anuncios realizados en cuanto a las nuevas políticas austeras que se llevarán en el sector público, esperándose un crecimiento no tan pronunciado para la compañía. Su posicionamiento se ve respaldado en el análisis FODA donde se analizan los puntos altos y bajos de la compañía, además de sus posibles oportunidades de desarrollo sin dejar a un lado las amenazas.

**CUADRO 22: FODA**

Fortalezas	Debilidades
Larga Trayectoria por más de 25 años	Falta de organización administrativa
Empleados comprometidos	No proceso de selección de RRHH
Empleados con experiencia	Resistencia al cambio
Capacitación y estudio a empleados	Pérdidas en proyectos
Oportunidades	Amenazas
Posicionamiento en el mercado	Creciente competencia
Inversionistas en el negocio	Regulaciones del Gobierno
Pioneros en innovación	Pago atrasado de clientes

Fuente: CONSTRUDIPRO S.A. y Elaboración: Class International Rating

## **Riesgo operacional**

Existen riesgos que pueden afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, fallas humanas, etc.

El negocio está expuesto a cumplimiento de contratos de construcción en el sector público y privado, los mismos que contienen cláusulas de penalidades originadas por diferencias técnicas con el cliente, la interpretación de estas diferencias podrían derivar en costos no estimados en los presupuestos de obra que podrían afectar el resultado esperado del contrato de construcción, este riesgo se controla mediante comités técnicos con la Dirección, que supervisa el cumplimiento de los acuerdos.

Existe el riesgo de incumplimiento en el pago por parte de los clientes de la empresa. Esta exposición se monitorea de acuerdo al comportamiento del deudor, las cuentas por cobrar son evaluadas periódicamente, y registra una provisión por deterioro en los casos que el análisis presente una probabilidad alta de no pago.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. mantiene pólizas de seguro por cada contrato de construcción vigente, pólizas emitidas a favor del cliente por parte de las aseguradoras. A diciembre de 2018, las pólizas de seguro se encuentran vigentes y cubriendo riesgos de las obras en ejecución, con una cobertura de USD 2,17 millones.

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. dispone de una organización y de sistemas de información, que permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación. La compañía resguarda y protege su información, buscando mantener la confidencialidad, la disponibilidad y la integridad de la misma.

La empresa cuenta con diversos proveedores de muy variados materiales e insumos que utiliza en sus diferentes áreas de construcción. Entre los principales insumos se encuentran cemento, hormigón, equipos y materiales eléctricos y metales de estructura. Así mismo, como política, posee hasta 4 proveedores por cada bien o servicio que requiera para su operación; periódicamente se emiten pedidos importantes a proveedores sustitutos con el fin de evaluar su capacidad de atención ante la falta de algún proveedor principal. Lo anterior mitiga el riesgo de una posible desaparición de proveedores.

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a **CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.**, se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años, 2015, 2016 y 2017 así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 31 de diciembre de 2018.

## **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos ordinarios de la compañía a partir del año 2016 presentaron un comportamiento a la baja bastante marcado, pues luego de registrar USD 55,20 millones en ese año, pasaron a USD 36,27 millones en 2017 y USD 19,64 millones en diciembre de 2018, lo que está relacionado con la coyuntura económica que atraviesa el país y que ha afectado de manera particular al sector de la construcción. Adicionalmente, la administración de la compañía menciona que, para el año 2018 finalizaron varios contratos del sector público, mismos que tenían una incidencia del 55% en su portafolio. Sin embargo, han suscrito contratos por USD 12,00 millones con Municipios y USD 20,00 millones con varias empresas del sector privado, así mismo están desarrollando un proyecto importante de vivienda popular.

Finalmente, se debe señalar que, el registro de ingresos depende de la contratación y ejecución de proyectos y su respectivo avance.

El costo de ventas mantuvo una tendencia relativamente estable sobre los ingresos a lo largo de los años (exceptuando el pico registrado en el 2017, cuando fue de 115,16%), es así que pasó de representar el 94,48% de los ingresos en 2015 a 95,52% en diciembre de 2018. Esto muestra que (con excepción del año 2017), la compañía ha mantenido cierto control sobre los costos de ventas durante el periodo analizado.

Lo anterior derivó en una tendencia variable del margen bruto, pues de 5,52% de los ingresos en 2015 pasó a 6,90% en 2016, para luego deteriorarse a -15,16% en 2017, debido a que los costos superaron a los ingresos. Para diciembre de 2018 el margen bruto se recupera, arrojando un porcentaje positivo que significó el 4,48% de los ingresos.

La participación de los gastos operacionales sobre los ingresos fue creciente durante el periodo analizado, significando el 4,27% de los ingresos en 2015 a 10,36% en 2018, lo que está atado a las necesidades del negocio. Este rubro muestra una alta inelasticidad frente a los ingresos, pues a pesar de que para los años 2017 y 2018 las ventas se reducen significativamente, los gastos operacionales no disminuyen en la misma proporción.

Como consecuencia de lo anterior, la compañía arrojó un margen operativo decreciente hasta registrar una pérdida operativa a partir del año 2017, debido a que los ingresos por actividades ordinarias de la compañía no fueron suficientes para cubrir sus costos y gastos.

**GRÁFICO 11: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Se debe acotar que por implementación de las NIIF la empresa registra el rubro de participación de trabajadores en utilidades como gasto operacional, lo cual afecta negativamente al valor contable de la utilidad operacional, pues esta sería superior si no tuviera este efecto.

Los gastos financieros para el año 2018 se incrementaron hasta representar el 6,44% de los ingresos (2,28% de los ingresos en 2017), debido al aumento de sus obligaciones con costo. Posterior a esto, la compañía contabilizó otros ingresos que estuvieron conformados por intereses ganados, ingresos por empleados, ingresos por transporte, valoración de títulos valores, entre otros; mismos que presentaron una participación creciente al arrojar un porcentaje de 3,91% de los ingresos en 2016 y para de 2017 aumentan sustancialmente a 27,44% de los ingresos y 13,89% en diciembre de 2018.

Después de considerar los rubros mencionados, además del impuesto a la renta, la compañía arrojó un margen neto positivo para todos los ejercicios económicos analizados, sin embargo, su comportamiento fue la baja a partir del año 2016, pasando de 2,56% en ese año a 1,96% en 2017. Para diciembre de 2018, la utilidad antes de impuestos representó el 1,57% de los ingresos.

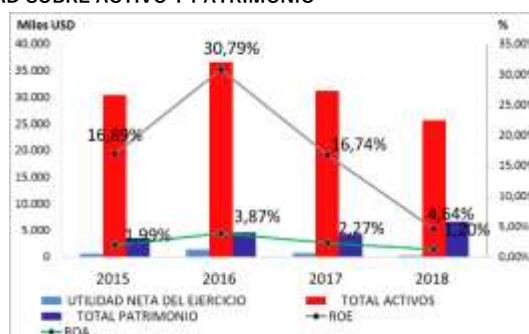
## Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

El comportamiento de la utilidad neta, sumado a las variaciones de activos y patrimonio, determinó una tendencia también fluctuante de los indicadores de rentabilidad, no obstante, el ROE ha sido superior al ROA durante todos los periodos analizados, lo que demuestra que los activos han sido financiados en mayor medida con deuda de terceros lo que ha posibilitado en crecimiento de la rentabilidad financiera (ROE).



**CUADRO 23 / GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO**

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	1,99%	3,87%	2,27%	1,20%
ROE	16,89%	30,79%	16,74%	4,64%

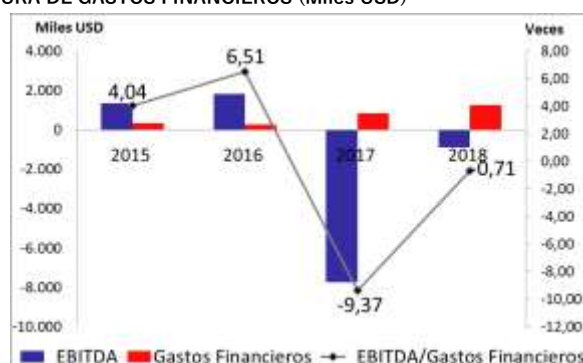


Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó similares variaciones que el margen operacional; por ello, durante los años 2015 y 2016 arrojó cifras positivas lo cual implica que la generación de recursos propios de la compañía fue suficiente para su normal desenvolvimiento, mientras que para los años 2017 y 2018 el EBITDA (acumulado) fue negativo, indicando una reducción en su capacidad para generar recursos propios que cubran sus gastos financieros y demás obligaciones.

**CUADRO 24, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)**

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	1.333	1.811	-7.733	-892
Gastos Financieros	330	278	825	1.264
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	4,04	6,51	-9,37	-0,71



Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado Activos

Los activos totales a partir del año 2016 presentaron un comportamiento a la baja, es así que pasaron de USD 36,59 millones en ese año a USD 25,72 millones en diciembre de 2018, debido principalmente a la reducción en su efectivo y cuentas por cobrar a clientes, lo que refleja el menor dinamismo comercial que tuvo la compañía para este último periodo.

Dentro de la estructura de los activos primaron los de tipo corriente, con un promedio anual (2015-2018) de 82,14% sobre los activos totales. A diciembre de 2018, los activos corrientes representaron el 77,91% del total de activos, en donde sus principales rubros fueron: cuentas por cobrar clientes con una participación del 47,97% del total de activos (57,05% en 2017), efectivo y equivalentes de efectivo con el 8,75% (12,30% en 2017) y otras cuentas por cobrar con el 11,97% (9,60% en 2017). Cabe indicar que éstas últimas crecieron pues corresponden a cuentas por cobrar de proyectos que están en proceso de ejecución y cuyos contratos están por cerrarse en el año 2019.

Por su parte, los activos no corrientes significaron en promedio (2015-2018) el 17,86% de los activos totales (22,09% en diciembre de 2018), mismos que estuvieron conformados principalmente por propiedad, planta y equipo neto que significó en promedio (2015-2018) el 7,41% del activo total (8,13% en diciembre 2018), seguido de otros activos no corrientes con una participación promedio del 7,16% de los activos (11,71% en diciembre 2018, mismos que cr).

## Pasivos

El financiamiento de los pasivos sobre los activos fue deciente, pues pasaron de 88,21% en 2015 a un 74,16% en diciembre de 2018, debido a la reducción de sus obligaciones financieras corrientes y anticipos de clientes.

Pese a su tendencia decreciente, todavía muestra que una significativa parte de los activos está siendo financiada con pasivos, es decir, que la política de financiamiento de la empresa privilegia la utilización de recursos de terceros para el desarrollo de su actividad.

Acorde con la actividad, el principal componente es el pasivo corriente, en donde los anticipos de clientes y crédito a proveedores primaron en su conformación con el 16,63% y 18,75% del total de activos respectivamente a diciembre de 2018 (27,87% y 15,65% de los activos en 2017), seguido por la deuda con costo que financió el 32,88% de los activos (18,72% de activos en 2017), misma que creció como consecuencia de los recursos obtenidos con la presente Emisión de Obligaciones.

El pasivo no corriente presentó un comportamiento creciente hasta el año 2017, debido al incremento en sus cuentas por pagar a relacionadas, es así que pasó de financiar el 3,79% de los activos en 2015 a 22,79% de los activos en 2017. Para diciembre de 2018 los pasivos corrientes disminuyen hasta financiar el 22,52% de los activos debido a una contracción en sus cuentas por pagar a relacionadas.

## Patrimonio

La participación del patrimonio en el financiamiento de los activos presentó una tendencia creciente durante todo el periodo analizado (2015-2018), dado que pasó de USD 3,58 millones (11,79% de los activos) en 2015 a USD 6,65 millones (25,84% de los activos) en diciembre de 2018. Para este último año, el crecimiento en el patrimonio se debe al registro de aportes para futuras capitalizaciones, por un valor de USD 2,64 millones (10,26% de los activos).

Durante los años 2015-2018 el patrimonio de la compañía se ha mantenido estable en USD 2,30 millones, monto que financió a diciembre de 2018 el 8,94% del total de activos (7,37% a diciembre de 2017).

## Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A., (con excepción de 2015), se ubicaron por encima de la unidad, lo que refleja que la empresa contó con suficientes recursos de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo.

Por lo mencionado el capital de trabajo de la compañía se presentó positivo durante los años analizados (con excepción de 2015), es así que en 2018 significó el 26,27% de los activos.

**CUADRO 25, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)**

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	25.311	29.227	27.311	20.040
Pasivo Corriente	25.655	28.296	19.865	13.283
Razón Circulante (veces)	0,99	1,03	1,37	1,51
Liquidez Inmediata (veces)	0,95	0,99	1,34	1,48



Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Indicadores de Eficiencia

CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. presentó un periodo de cobros de 215 días al cierre de 2018 (170 días en 2017); estos valores determinan que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. La política de crédito no es tan rigurosa ya que los créditos que la empresa brinda a sus clientes dependen del tipo de contratación, el monto y del contratante.

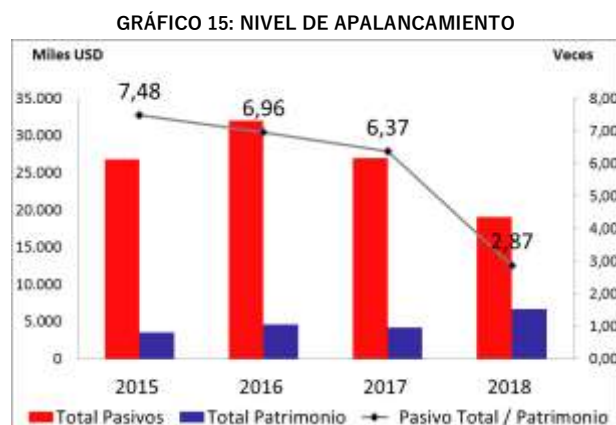
Por otro lado, al referirnos al indicador de plazo de proveedores (periodo de pago a proveedores), el financiamiento por parte de sus proveedores en 2018 se ubicó en 94 días (43 días a diciembre de 2017), plazos que también son flexibles, pues dependen del tipo de proveedor; los proveedores de materias primas mantienen una cancelación de valores pronta; mientras que con los proveedores de servicios como subcontratistas de valores altos, CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. acuerda cancelar los valores conforme la empresa reciba los pagos de esos rubros por parte de la contratante en las planillas de avance de obra o administración. De esta forma se obtiene que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo un descalce de 121 días a diciembre de 2018 (127 días a diciembre de 2017).

Lo anteriormente expuesto, evidencia periodos de cobro y pago a sus proveedores crecientes, debido a la iliquidez que se registró en el mercado, recuperando así en mayor tiempo sus cuentas por cobrar y pagando en mayor tiempo a sus proveedores.

En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que este registró una rotación en bodega de 7 días a diciembre de 2018 (6 días a diciembre 2017). Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 128 días para el año 2018 (133 días a diciembre 2017), periodo para el cual la empresa recurrió a fuentes distintas a Proveedores, para financiar su operación.

## Indicadores de Endeudamiento y Solvencia

El apalancamiento de la compañía presentó una tendencia decreciente a partir del año 2015, dado que pasó de 7,48 veces en ese año a 6,37 veces en 2017 y 2,87 veces en 2018, lo que estuvo fundamentado en que el pasivo decreció en mayor proporción que el patrimonio. A pesar de lo mencionado, se evidencia que la política de financiamiento de la empresa todavía privilegia la utilización de recursos externos para el fondeo de su actividad.



Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social, se ubicó en 8,29 veces al cierre de 2018 (11,73 veces en 2017). Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas, valor que depende en alto grado de la representación que el capital social tiene dentro del total del patrimonio.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) se ubicó en un valor negativo al cierre de 2018, lo que refleja que la empresa no podría cancelar sus obligaciones con un flujo negativo. Ocurrendo lo mismo con el indicador deuda financiera/EBITDA (anualizado), pues sus cifras también fueron negativas.

## **Contingentes**

Al 31 de diciembre de 2018, la compañía no registra operaciones como garante o codeudor que puedan afectar al normal curso de la compañía.

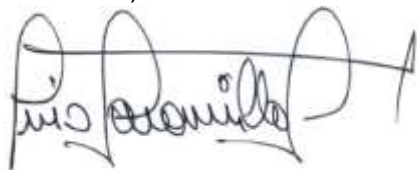
## **Liquidez de los instrumentos**

### **Situación del Mercado Bursátil<sup>49</sup>**

Durante diciembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**



Ing. Andrea Salazar  
**Analista**

<sup>49</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)**

Cuenta	2015	2016	2017	2018
<b>ACTIVO</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	6.749	8.453	3.840	2.250
Cuentas por cobrar clientes	14.771	16.554	17.807	12.339
Provisión cuentas incobrables	(626)	(1.242)	(1.119)	(1.119)
Inventarios	917	1.122	676	380
Otros Activos Corrientes	3.500	4.340	6.108	6.190
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>25.311</b>	<b>29.227</b>	<b>27.311</b>	<b>20.040</b>
Propiedad, planta y equipo neto	2.097	2.594	2.352	2.091
Otros Activos No Corrientes	2.981	4.767	1.553	3.591
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5.078</b>	<b>7.362</b>	<b>3.905</b>	<b>5.682</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>30.389</b>	<b>36.589</b>	<b>31.215</b>	<b>25.722</b>
<b>PASIVOS</b>				
Obligaciones Financieras (Préstamos)	2.250	3.291	4.693	1.912
Proveedores locales y del exterior	4.966	6.553	4.885	4.823
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	-	1.263
Anticipo de clientes	17.266	15.618	8.700	4.277
Otros Pasivos Corrientes	1.173	2.834	1.587	1.008
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>25.655</b>	<b>28.296</b>	<b>19.865</b>	<b>13.283</b>
Préstamos (Bancos y Mercado de Valores)	241	1.683	1.151	4.231
Otros Pasivos No Corrientes	911	2.013	5.962	1.561
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>1.152</b>	<b>3.696</b>	<b>7.113</b>	<b>5.793</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>2.491</b>	<b>4.974</b>	<b>5.844</b>	<b>8.458</b>
Deuda Financiera C/P	2.250	3.291	4.693	3.175
Deuda Financiera L/P	241	1.683	1.151	5.283
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>26.806</b>	<b>31.991</b>	<b>26.978</b>	<b>19.075</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital Social	2.300	2.300	2.300	2.300
Reservas	240	300	435	506
Aportes futura capitalización	1	1	1	2.639
Utilidad neta del ejercicio	605	1.416	709	309
Resultados acumulados	437	580	792	894
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.583</b>	<b>4.597</b>	<b>4.237</b>	<b>6.647</b>

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	2018
<b>Ventas</b>	<b>49.782</b>	<b>55.197</b>	<b>36.267</b>	<b>19.635</b>
Costo de ventas	47.032	51.390	41.764	18.755
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>2.750</b>	<b>3.807</b>	<b>(5.497)</b>	<b>880</b>
TOTAL GASTOS	2.127	3.619	2.708	2.035
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>623</b>	<b>187</b>	<b>(8.204)</b>	<b>(1.154)</b>
Gastos Financieros	330	278	825	1.264
Otros ingresos	704	2.158	9.951	2.727
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.</b>	<b>998</b>	<b>2.067</b>	<b>922</b>	<b>309</b>
Impuesto a la Renta (menos)	392	651	213	
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>605</b>	<b>1.416</b>	<b>709</b>	<b>309</b>

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

<b>Razón Financiera</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Gastos Operacionales / Ingresos	4,27%	6,56%	7,47%	10,36%
Utilidad Operacional / Ingresos	1,25%	0,34%	-22,62%	-5,88%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	1,22%	2,56%	1,96%	1,57%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	102,97%	13,23%	-1156,74%	-374,04%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	116,36%	152,43%	1403,05%	883,81%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	54,49%	19,65%	116,34%	409,77%
<b>Rentabilidad</b>				
Rentabilidad sobre Patrimonio	16,89%	30,79%	16,74%	4,64%
Rentabilidad sobre Activos	1,99%	3,87%	2,27%	1,20%
<b>Liquidez</b>				
Razón Corriente	0,99	1,03	1,37	1,51
Liquidez Inmediata	0,95	0,99	1,34	1,48
Capital de Trabajo	-344	931	7.446	6.758
Capital de Trabajo / Activos Totales	-1,13%	2,55%	23,85%	26,27%
<b>Cobertura</b>				
EBITDA	1.333	1.811	-7.733	-892
EBITDA anualizado	1.333	1.811	-7.733	-892
Ingresos	49.782	55.197	36.267	19.635
Gastos Financieros	330	278	825	1.264
EBITDA / Ingresos	2,68%	3,28%	-21,32%	-4,54%
EBITDA/Gastos Financieros	4,04	6,51	-9,37	-0,71
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,25	0,04	-1,40	-0,14
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,79	1,58	-12,27	-456,11
Gastos de Capital / Depreciación	3,40	3,56	2,06	0,01
<b>Solvencia</b>				
Pasivo Total / Patrimonio	7,48	6,96	6,37	2,87
Activo Total / Capital Social	13,21	15,91	13,57	11,18
Pasivo Total / Capital Social	11,65	13,91	11,73	8,29
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,87	2,75	-0,76	-9,48
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	20,11	17,67	-3,49	-21,39
Deuda Financiera / Pasivo	9,29%	15,55%	21,66%	44,34%
Deuda Financiera / Patrimonio	69,53%	108,18%	137,94%	127,23%
Pasivo Total / Activo Total	88,21%	87,44%	86,43%	74,16%
Capital Social / Activo Total	7,57%	6,29%	7,37%	8,94%
<b>Solidez</b>				
Patrimonio Total / Activo Total	11,79%	12,56%	13,57%	25,84%
<b>Eficiencia</b>				
Periodo de Cobros (días)	105	102	170	215
Duración de Existencias (días)	7	8	6	7
Plazo de Proveedores (días)	39	47	43	94

Fuente: CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A. / Elaboración: Class International Rating