

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

ETINAR S.A.

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

Analista Responsable

Lic. Lorena Collahuazo

lcollahuazo@summaratings.com

Fecha de Comité

25 de junio de 2020

Periodo de Evaluación

Al 30 de abril de 2020

Contenido

RESUMEN.....	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE EMISOR.....	4
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	5
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	6
RIESGO SECTORIAL	10
RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE.....	13
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	18
RIESGO DE ESTRUCTURA FINANCIERA	19
RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO.....	25
ANEXOS.....	28

RESUMEN

Instrumento	Calificación Propuesta	Revisión	Calificación Anterior
Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA	Actualización	AA

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

Tendencia de la Categoría: Sin tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Cuarta Emisión de Obligaciones de la compañía ETINAR S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Tres millones seiscientos mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 3.600.000,00) para la Cuarta Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “AA” sin tendencia para la Cuarta Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita ni verifica la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 7% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y el deterioro del acceso a los mercados de capitales.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la crisis en la contracción del consumo y la recaudación tributaria, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de financiamiento externo.
- Tendencia del riesgo país es incremental, ubicándose en niveles máximos históricos por la caída significativa del precio del petróleo y el aumento de las necesidades de liquidez para solventar la crisis sanitaria. Encarecimiento del fondeo en el mercado de capitales.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- La contracción significativa de la demanda y las restricciones de movilidad a nivel mundial han deteriorado las actividades productivas y comerciales, por lo que este año se espera que la economía mundial en su conjunto decrezca.

Riesgo Sectorial: Moderado

- El sector de la construcción es un elemento dinamizador de la economía. El Valor Agregado Bruto promedio (2016-2019) es de -1,00%. La estructura del mercado es parcialmente atomizada. Presenta dependencia de proveedores de materia prima básica.
- Sector cíclico, depende de fases económicas. Las ventas para 2018 totalizaron USD 260,32 millones y un EBITDA de 2,86 millones. Ambos rubros con tendencia decreciente.
- Los competidores son cambiantes debido a que la cuota de mercado varía dependiendo de los contratos presentados en el periodo. La amenaza de productos sustitutos es baja.
- Contracción es la inversión pública y privada repercute en la construcción de nuevos proyectos. Paralización de actividades de varias industrias a causa de Emergencia Sanitaria de Covid-19.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- Las barreras de entrada al sector son elevadas (alto monto de inversión, conocimiento técnico). El poder de negociación con proveedores es moderado y depende de los insumos que se negocian. Las ventajas competitivas es la reputación de marca, implementación de métodos alternativos de créditos para sus clientes.
- Las ventas de los últimos 12 meses ascendieron a USD 24, 63 millones, 5,30% superior al periodo anterior. La principal línea de negocio es la construcción de obras privadas (85,45%) y evidencia una tendencia creciente. Enfoque en la selección de proyectos rentables.
- La cuenta EBITDA de los últimos 12 meses totalizó USD 2,64 millones, dado por la disminución de costos de venta. Presenta crecimiento superior al 100%. El margen EBITDA fue de 10,91% y con tendencia creciente.
- El ROE ascendió a 6,39% frente a -7,99% en el periodo anterior. La rentabilidad de la empresa proviene del margen neto el cual fue 1,98%, la rotación de activos 88,63% y multiplicador de capital 3,64. Los tres indicadores con tendencia creciente.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- ETINAR S.A. no ha implementado políticas de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, se maneja en base a manuales que regulan el funcionamiento de operaciones.
- La empresa está precedida por el Presidente, encargado de la parte técnica y el Gerente General de coordinación de las áreas y estrategia de la organización. Quienes tienen elevado conocimiento del sector y estabilidad en sus posiciones.
- Se cuenta con gerencias para las principales áreas y dentro de cada obra en ejecución existen grupos de trabajo dirigidos por (director de obra, residente administrativo y residentes para campo de ingeniería).
- La estrategia de la organización es la selección de proyectos rentables antes que proyectos de montos elevados.
- Durante el último año, no se han realizado adquisiciones de nueva maquinaria.
- Los procesos legales hacia la compañía son en su mayoría laborales.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- La empresa cuenta con capacidad de generar flujos y cubrir su deuda, los indicadores EBITDA/Gasto financiero fue de 4,88 veces con tendencia creciente. Mientras que, el indicador Deuda/EBITDA es de 1,77 veces e inferior a la industria (4,21 veces).
- Necesidades Operativas de Fondos de 2019 fueron 13,64 millones, con incremento de 10,48% por el incremento de la cuenta de caja. Se estima crecimiento en las NOF para 2020.
- Fondo de Maniobra para 2019 ascendió a USD 7,56 millones, superior al periodo anterior (USD 6,92 millones). Para 2020 se observa una tendencia decreciente, por lo que la empresa requiere de financiamiento (característico de la industria).

- A abril de 2020, el nivel de apalancamiento (Activo/Patrimonio) fue de 3,64 veces y se ubica sobre el promedio de la industria (3,31 veces). La empresa tiene un nivel moderado de apalancamiento.
- La empresa presenta capacidad de generación de flujos para el pago sus obligaciones, al menos en el corto plazo. Flujo de caja libre proyectado para 2020 totaliza USD 5,32 millones.

Riesgo de Posicionamiento de Valor en el Mercado: Bajo

- El indicador de liquidez para abril de 2020 fue de 2,34 veces superior al periodo anterior 1,65 veces.
- La recuperación de cartera es apropiada tanto de clientes como de empresas relacionadas.
- La empresa cuenta con garantía general y resguardos voluntarios, correspondiente a valor a pagarse a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA- cedida al representante de los obligacionistas.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representó el 9,39% de los Activos menos las deducciones, según lo establece la normativa: Activos Gravados, Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras. No supera el 80%

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

ETINAR S.A. es una empresa constructora ecuatoriana, se constituye en la ciudad de Guayaquil el 21 de septiembre de 1973 y fue aprobada por la Superintendencia de Compañías el 10 de noviembre del mismo año, desde entonces, su principal objetivo es la construcción de edificaciones civiles y de obras de infraestructura urbanas y rurales. Su principal línea de negocios es la construcción de obras privadas, en la que se incluyen universidades, conjuntos residenciales, edificios privados, entre otros. Adicionalmente, brinda servicios relacionados con administración de obras, lo cual abarca actividades relacionadas con planificación, presupuesto y optimización de estudios técnicos. Finalmente, otras de sus fuentes de ingresos es el alquiler de maquinaria.

A abril de 2019, la empresa registró ingresos por USD 5,42 millones y una utilidad antes de impuestos de USD 15 mil. Al analizar el periodo acumulado de 12 meses, los ingresos fueron de USD 26,50 millones y utilidad antes de impuestos de 54 mil. Hasta el 30 de abril de 2020, la empresa reportó un total de 462 colaboradores distribuidos en todos sus centros de costo. Para la fecha de corte, ETINAR S.A. registró ingresos por USD 4,96 millones y una utilidad antes de impuestos de USD 130 mil. Al tomar el monto acumulado de los últimos 12 meses se registraron ingresos por USD 24,21 millones y utilidad antes de impuesto de USD 757 mil, lo cual evidencia una mejora en sus niveles de ingresos respecto al periodo anterior.

Hechos relevantes

- A mediados del mes de marzo de 2020, mediante Decreto Ejecutivo N°1017, se establece estado de excepción por calamidad y Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid-19 en todo el territorio nacional. Lo cual genera la paralización de actividades no esenciales y cese de funciones de ciertas industrias. ETINAR S.A. detuvo sus operaciones por el lapso de 40 días. La industria de la construcción fue una de las primeras en reanudar sus actividades. Adicionalmente, la empresa no se acogió a diferimiento de pago con instituciones financieras.
- Mediante la resolución JPRMF-2020-0113-0 de abril emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, establece la posibilidad de modificaciones de contratos de emisión de obligaciones para vencimientos de pagos de 120 días posteriores a la vigencia de dicha resolución. En base a este escenario, ETINAR S.A. no solicita aplazamiento de obligaciones contraídas.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Cuarta Emisión de Obligaciones

ETINAR S.A	
Cuarto Programa de Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado de la Emisión	USD 3,600,000.00
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006909
Junta de Accionistas	2/5/2018
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo de la Emisión	Clase 1: 1,800 días
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	8,00% Fija Anual
Agente Colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Estructurador y Legal	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Se destinarán el 100% de los recursos obtenidos de la emisión a la sustitución de pasivos. Con los fondos provenientes de la emisión de cancelarán préstamos que mantiene la compañía con instituciones financieras
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Límite de Endeudamiento	Mantener una relación pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio en todo momento mientras esté vigente la emisión.
Resguardos Voluntarios	Se mantendrá a partir de la primera colocación y conforme se vaya colocando la Cuarta Emisión de Obligaciones, el valor correspondiente a pagarse a los obligacionistas a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA-, debidamente cedido a favor del representante de obligacionistas quien, en caso de incumplimiento del emisor por más de 72 horas, podrá utilizar el presente resguardo de manera inmediata y sin autorización adicional, para cancelar el dividendo a los obligacionistas; no obstante, de llegar a utilizarse el presente resguardo, el Emisor establece la obligatoriedad de reponerlo las veces que fuere necesario.

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente¹, los valores emitidos contarán con una Garantía General. La compañía se compromete a mantener un nivel de endeudamiento por medio de la relación pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio en todo momento mientras esté vigente la emisión. Además de proporcionar información financiera que fuera requerida por el Representante de Obligacionistas.

¹ Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de ETINAR S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 19,45 millones (cupo de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 7,72 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación; mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 10,65 veces, cumpliendo ampliamente con lo estipulado en la normativa vigente. Los activos menos deducciones ascendieron a USD 24,32 millones.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, ETINAR S.A. hasta abril de 2020, registra deudas firmes por un monto de USD 16 mil. Por concepto de deudas impugnadas el saldo es cero y facilidades de pago USD 23 mil. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, registra 10 procesos como figura de actor y en 16 con la figura de actor.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo y la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados han generado un constante deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del Ecuador. En febrero del 2020, la calificadora de riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para el país. Entre los principales factores que se consideraron para la degradación se evidencia el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes.

Debido a la rápida y creciente propagación del coronavirus, la emergencia mundial generó un deterioro "sin precedentes" en las perspectivas económicas mundiales; considerando que el Ecuador es uno de los países más afectados por la crisis, el 3 de abril del 2020 la calificadora emite una nueva actualización de criterio con respecto a los riesgos soberanos. Moody's bajó la calificación de riesgos de "Caa1" a "Caa3" alegando: altas probabilidades de reestructuración de la deuda, estimaciones de decrecimiento económico, niveles históricos máximos de riesgo país, solicitudes adicionales de instrumentos de financiamiento rápido (FMI) y altas expectativas de pérdida para los inversores.

Por su parte, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's confirmó las calificaciones soberanas para Ecuador de largo y corto plazo ("B-" y "B"). Apenas 21 días después, la calificadora vuelve a degradar la esta nota pasando de "B-" a "CCC-/C", posterior al anuncio de las autoridades del país de acogerse al "periodo de gracia" para atrasar el pago de intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030. Además, se colocó a las calificaciones crediticias soberanas en "CreditWatch" (relacionado al riesgo adicional de una baja al nivel de incumplimiento selectivo) por la incertidumbre política, ya que algunos sectores de oposición solicitaron al gobierno suspender temporalmente el pago de la deuda.

Standard & Poor's luego del envío de "solicitud de consentimiento" a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de "CCC-/C" a "SD/SD", ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. La continua caída en el precio del petróleo (alcanzando niveles históricos mínimos) y el difícil acceso al mercado

de capitales, dado que el riesgo país mensual promedio del Ecuador se encuentra por encima a los 3600 puntos configuran un panorama poco alentador. Posterior al acuerdo entre los acreedores externos y el gobierno nacional para diferir en cuatro meses los próximos pagos, la calificadora Fitch rebaja la calificación de riesgos soberanos a “RD” (Default Restringido) el 20 de abril.

Tabla 2. Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Línea de Tiempo	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador		
	S&P	FITCH	MOODY'S
06/02/2020			La calificación de riesgos baja de B3 a Caa1
04/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B a B-		
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		
20/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de C a RD	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La proforma presupuestaria 2020 proyectaba una distribución de ingresos la cual corresponde el 7,64% a capital, 25,16% a financiamiento y 67,19% a ingresos corrientes. Los egresos correspondían a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de USD 51. Uno de los puntos más relevantes es que en la proforma se esperaba una disminución de la recaudación por impuestos por USD 1.080 millones, consecuentemente se planteaba una reducción de gastos de bienes y servicios de consumo por USD 452,46 millones y reducción de la masa salarial del sector público por USD 415,99 millones. No obstante, se esperaba que los efectos recaudatorios que tendría la nueva Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria aprobada en diciembre de 2019 compensen parte de la reducción de ingresos por recaudación.

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos proyectados para este año se verán considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la inminente reducción que existirá en la recaudación del IVA y del Impuesto a la Renta por la contracción económica.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0,1% en el 2019, mientras que el crecimiento promedio de este indicador macroeconómico fue de 0,49% en los últimos 5 años. Para el 2020 el BCE proyectó a inicios del mismo un crecimiento del 0,7% del PIB apalancado principalmente por la minería y para los próximos 2 años el crecimiento sería de 0,8% y 1,2%. Por su parte, la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -7,5%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más significativo al ubicar la estimación en -7%. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -7,4% y -6,30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9,63%. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los USD 821,68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49,6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

Respecto a la cuenta corriente, esta presentó un valor negativo consolidado para el año 2019 de USD -78,7 millones, esta cifra se ve influida por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvieron un superávit de USD 83,6 millones y USD 73,2 millones respectivamente. Cabe indicar que al final del último trimestre del 2019 se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación con el PIB, por lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido. La razón "Cuenta Corriente/PIB" refleja una tendencia cíclica relacionada al crecimiento económico, presentando a finales del 2019 una razón de -0,07% (aumento de 1,33 puntos porcentuales con relación al 2018). Debido a la emergencia sanitaria del Covid-19 y sus efectos colaterales, las perspectivas de mejorar los indicadores del sector externo son reservadas.

A marzo del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 604 millones de dólares. A pesar de la variación anual de -24,9% de las exportaciones petroleras, la variación anual de todo el sector exportador en marzo fue de 1,4%. Este resultado se debe al aumento de las exportaciones no petroleras (variación acumulada de 17,6%) principalmente en productos como el camarón, cacao, banano y madera. Estados Unidos se sigue posicionando como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 14679 millones a marzo del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años.

El dinamismo del mercado petrolero se vio afectado por la paralización en la producción nacional (del 10 de abril al 8 de mayo de 2020) por la rotura de los oleoductos de transporte de crudo; así

como las restricciones comerciales por la pandemia coronavirus que afectó tanto a estas exportaciones como a las no petroleras. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Mayo 2020	28,56
Abril 2020	16,55
Marzo 2020	29,21
Febrero 2020	50,54
Enero 2020	57,52
Diciembre 2019	59,9

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En marzo del 2020, la deuda agregada fue de USD 58,031 millones (52,9% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 12.827 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,492 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 18.662 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 11.910 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2,26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a USD 6.000 millones para amortización de deuda y USD 3.384 millones para cubrir el déficit fiscal, aunque dadas las actuales circunstancias las necesidades de financiamiento serían superiores a los USD 10.000 millones de dólares.

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales² para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (USD 10.279 millones). El Fondo Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir financiamiento adicional por USD 4.645 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de USD 1.400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0,75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

² FMI= USD 4.209 millones; Banco Mundial= USD 1.744 millones; BID= USD 1.717 millones; CAF= USD 1.800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 2.860 millones en abril del 2020, lo que significó una variación mensual del 44%. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras se posiciona entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó. Esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado largos periodos de bajas inflaciones, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020. La inflación anual en abril 2020 fue de 1,01%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 5.061 puntos en abril del 2020, situándose como el riesgo más alto de la región seguido por Argentina con 3.803 puntos. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. La Reserva Federal de los Estados Unidos en su accionar para mitigar el shock negativo financiero anunció una rebaja en la tasa de interés, ubicándola en un rango entre 0 y 0,25% hasta que termine la crisis.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector de la construcción representa una pieza fundamental dentro de la economía nacional, esto debido a que es un sector que crea plazas de empleos tanto directas como indirectas, además de dinamizar otros sectores. En promedio, dicho sector representa alrededor del 11% del PIB nacional. El mercado cuenta con tres principales segmentos: construcción de edificios, obras de ingeniería civil y actividades especializadas en la construcción. Adicionalmente, una de las principales fuentes de ventas del sector se centra en la construcción de edificios residenciales y casas familiares.

Según la Ficha Sectorial de la Corporación Financiera Nacional señala que para finales de 2018, existieron 2540 empresas dedicadas a la construcción de edificios, de las cuales el 64% se centra en las provincias de Guayas y Pichincha. Para el segmento de Obras de ingeniería civil, se encontraron 1981 empresas. Ambos segmentos, son los principales generadores de empleo, aproximadamente 100 mil plazas. Además, se evidencia una tendencia decreciente de ventas domésticas de las principales actividades de construcción. El nivel de concentración del sector resulta ser bajo, ya que las cuatro mayores empresas representan aproximadamente el 20% del mercado, por lo que se puede decir que el mercado es parcialmente atomizado.

Respecto a las fuerzas competitivas, el sector requiere de un elevado nivel de inversión de capital tanto para maquinaria como para mano de obra (conocimientos técnicos), las empresas grandes son aquellas que tienen un alto nivel de logística y a la vez trayectoria que les permite ganar mercado y al mismo tiempo incursionar en otros servicios de la cadena de valor; lo cual genera barreras de entradas altas y que los nuevos competidores se reduzcan. Por otro lado, la materia prima básica para construcción (productos obtenidos en canteras) se concentra en productores locales. Asimismo, productos clave en construcción: cemento y acero se concentra en un reducido número de actores. Se puede decir que los insumos utilizados dentro de este sector son de baja diversificación y bajo costo, que tiene cierta dependencia de proveedores. Materiales más especializados (electrónicos) provienen generalmente de proveedores extranjeros, los cuales se rigen en base a impuestos arancelarios, lo cual disminuye al poder de negociación de las empresas del sector con los proveedores.

Por el lado de los clientes, la demanda proviene desde grandes compradores como Gobiernos, municipios y otras instituciones, hasta los pequeños consumidores individuales de viviendas. En lo que respecta a los niveles de negociación, el primer grupo tiene un alto poder, debido a que se realizan los contratos por medio de concursos público, mientras que, los consumidores individuales poseen un bajo nivel de negociación con la empresa constructora. En lo referente a la entrada de nuevos productos sustitutos, no se evidencia una amenaza marcada. Dentro del segmento de construcción de viviendas, el riesgo de sustitución se puede observar por medio de una tendencia al arredramiento o remodelación de espacios. Sin embargo, en la categoría de obras civiles la amenaza de sustitución es baja debido a las escasas alternativas en este segmento.

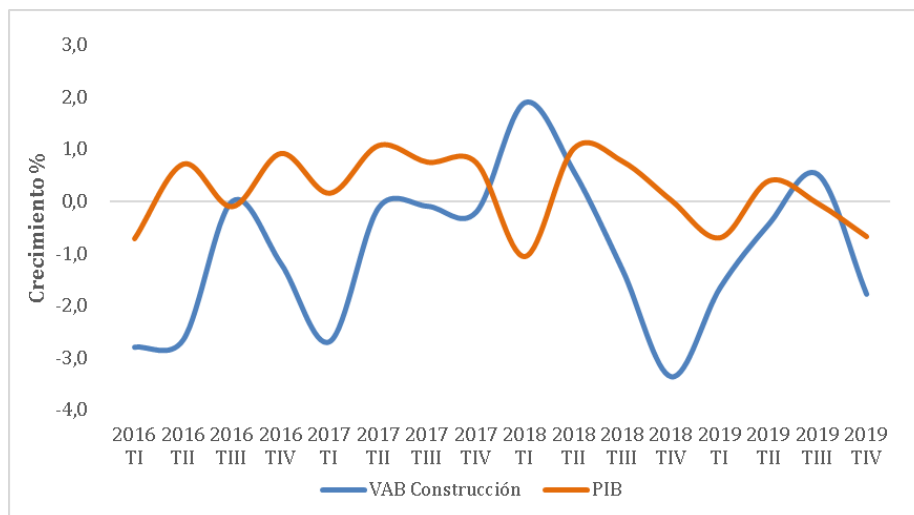
Lo que marca la diferencia entre los competidores es la oferta atractiva de complementos o uso de materiales y mano de obra de alta calidad, así como su trayectoria en el mercado. Por lo que se concluye que el nivel de rivalidad del sector es moderado, pese a la reducción del sector en los últimos años.

Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector

El sector de la construcción se caracteriza por ser cíclico, puesto a que su desempeño depende las diferentes fases del ciclo económico. Es así como, dentro de periodos de crecimiento, el sector presenta comportamientos similares, especialmente cuando existe mayores niveles de inversión interna originada por el Estado; no obstante, en periodos de contracción económica, el sector tiene altos niveles de afectación. Adicionalmente, se evidencia déficit habitacional debido al limitado acceso a créditos o a la ausencia de préstamos hipotecarios a tasas asequibles dentro sistema financiero.

De este modo, en el Gráfico N°1 se puede observar el comportamiento del Valor Agregado Bruto (VAB) del sector construcción, como se evidencia que en el año 2015 la tendencia del sector fue decreciente, y se observa una disminución muy marcada en el año 2016, esto como consecuencia de reducción en inversión pública y la vigencia de la Ley de Plusvalía³. No obstante, para años posteriores el VAB del sector todavía se ubica en zona negativa. Adicionalmente, como resultado de la recesión económica que vive el país en la actualidad, para el cuarto semestre de 2019 se observa una disminución de 1,78% en el sector, moviéndose en conjunto con la economía.

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

³ Ley cuyo objetivo era evitar la especulación sobre el valor de las tierras y fijación de Tributos, la cual fue derogada a inicios de 2018.

A inicios de 2020, el sector se vio afectado al igual que otras industrias por la paralización de actividades originadas por la Emergencia Sanitaria de Covid-19. Para finales del mes de abril, fue uno de los primeros sectores en retomar sus actividades, según la Cámara de la Industria de la Construcción, para el cierre de mes se reactivaron 412 proyectos piloto, con 25 mil obreros, lo cual representa el 5% de la fuerza laboral.

Considerando las 10⁴ empresas comparables por niveles de ingresos y que se encuentran dentro de la misma actividad económica que ETINAR S.A., las ventas reales en el 2018 fueron USD 260,32 millones, lo cual representa una reducción de 8,12% respecto a 2017. Por otro lado, el EBITDA ascendió a USD 2,86 millones; mientras que, la capacidad de generar flujos medida por el EBITDA/Ventas fue de 1,10%, aunque se evidencia una disminución respecto al periodo anterior (1,22%) en este indicador. Esto debido a la contracción del sector y su relación directa con ciclos económicos.

Tabla 4. Indicadores Generales

Año	Ventas Miles USD	Ventas reales Miles USD (precios del 2007)	Δ% Ventas Reales	EBITDA/Ventas (%)	EBITDA
2016	327.952,87	227.459		0,94%	3.081
2017	276.345,55	188.006	-17,34%	1,22%	3.378
2018	260.319,56	172.748	-8,12%	1,10%	2.862

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Regulaciones del Sector

El sector de la construcción es uno de los principales contribuyentes a la economía en términos de empleo, inversión y producción. No obstante, la disminución de inversión privada y la contracción de gasto público ha repercutido en las empresas perteneciente a este sector.

Es así como el sector de la construcción, depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción especializada, en los que algunos de los insumos provienen del exterior. En este contexto, en 2015 entra en vigencia el pago de impuesto (salvaguardia) a productos al 32% de las importaciones generales, rubro que trajo efectos negativos en el sector hasta mediados de 2017. Año en el cual se elimina dicho tributo.

Para mediados de 2018 a través de Consulta Popular, se deroga la Ley de Plusvalía, en la cual se pagaba un tributo al valor especulativo del suelo, medida que afectó al sector en general, sin embargo, se crearon nuevas expectativas entre los constructores. Las perspectivas del sector mejoran con el lanzamiento del Programa “Construimos Empleo y Prosperidad” del Gobierno nacional a finales de 2018, con el otorgamiento de financiamiento por USD 2.750 millones en créditos para inversionistas en construcción por medio de banca privada y pública. Asimismo, la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, ofrece beneficios de a los inversores en construcción que utilicen materiales sustentables por medio de la devolución del IVA y tarifa cero para viviendas de interés social en servicios de construcción.

Por otro lado, para 2019 entra en vigencia la Ley Orgánica de Eficiencia Energética, en la cual se evalúa y califica el consumo energético de nuevas edificaciones, remodeladas, ampliadas o rehabilitadas y se obliga a los constructores la información de la calificación a los compradores. Esta ley está bajo la regulación del Ministerio rector de la construcción y vivienda, en coordinación con el

⁴ Se consideró el Código CIIU F4100.10 que define: construcción de todo tipo de edificios residenciales: casas familiares, individuales, edificios multifamiliares, incluso edificios de alturas elevadas, viviendas para ancianos y casas. Adicionalmente, se eligieron las empresas dentro de la muestra de competidores a las líneas de negocio de ETINAR S.A., que define su operación principal como contratista público/privado y desarrollador inmobiliario. Las empresas seleccionadas fueron: Constructora de Diseños Productivos Construdipro S.A., Corporación Celeste Cia. Ltda. Corpacel, Edificar S.A. EDIFICARSA, Elot, Construcciones y Servicios C. Ltda., Furoiani Obras y Proyectos S.A., Inmomariuxi C.A., Ripconci Construcciones Civiles Cia. Ltda., Ritofa S.A., Suarez Salas Constructores S.A.

INEN y Gobiernos Autónomos Descentralizados locales. Adicionalmente, mediante el Decreto 681 se establece el acceso a subsidios e incentivos para Programas de vivienda de interés social y público, en el cual se otorgará subsidio de 100% del Estado a proyectos de interés social, así como subsidios parciales a viviendas.

Para finales de 2019, tras resolución de la Asamblea Nacional entra en vigencia desde el primero de enero de 2020, la Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria, entre las acciones más importantes se encuentran: la restricción al régimen impositivo para microempresas, aquellas compañías que presten servicios profesionales, construcción, urbanización, lotización, ni los que perciban únicamente rentas de capital. además de tarifa cero% IVA para insumos y maquinaria agrícola, flores, papel periódico y revistas. Adicionalmente, se reduce el Impuesto al Consumo Especial (ICE) para fundas recicladas, biodegradables y compostables certificadas. Así como, otras exoneraciones, contribuciones y deducciones.

Finalmente, para finales de marzo y mediante Decreto Ejecutivo N°1017, se establece estado de excepción por calamidad y Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid-19 en todo el territorio nacional. Lo cual genera la paralización de actividades no esenciales y cese de funciones de varias industrias.

RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

ETINAR S.A. fue constituida en Guayaquil el 21 de septiembre de 1973 e inscrita en el registro mercantil el 23 de septiembre del mismo año. Opera dentro del sector constructor en proyectos tanto públicos como privados. Tiene amplia experiencia en el mercado con 47 años en todo tipo de proyectos, con énfasis en la coordinación general de obras. Su principal línea de negocios es la construcción de obras privadas, no obstante, se ha destacado en la ejecución de obras públicas emblemáticas como: Malecón 2000, Metrovía, Puerto Santa Ana, Avenida del Bombero, Plaza De la Administración en Guayaquil, Edificio Sede de Unasur en Quito y otros proyectos en otras provincias.

Posición Competitiva del Emisor

El segmento en el que opera ETINAR S.A. es la construcción de todo tipo de edificios residenciales: casas familiares, individuales, edificios multifamiliares, incluso edificios de alturas elevadas, viviendas para ancianos y casas. Su objeto principal es con actividades relacionadas con el ejercicio de ingeniería y arquitectura. Dentro de su segmento se encuentra varias empresas tanto locales como extranjeras.

Entre las ventajas comparativas y competitivas son:

- Reputación de la empresa, debido a su larga trayectoria.
- Participación en la construcción de proyectos emblemáticos del país (Edificio Unasur, Malecón 2000, Puerto Sanatana).
- Empresa pionera en edificaciones multifamiliares y obras de infraestructura.
- Tecnología de punta, la cual le permite brindar un servicio eficiente y oportuno.
- Implementación de métodos alternativos de financiamiento para proyectos, sistemas de crédito directo para clientes.

Principales Competidores

Al analizar la competencia de ETINAR S.A. y dentro del sector en el que opera, se observa la existencia de varios oferentes del tipo de servicio. Los principales competidores de acuerdo a su actividad específica son:

- Inmomariuxi C.A.
- Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.
- Corporación Celeste Cia. Ltda .CORPACEL

La competencia presenta experiencia dentro del mercado. No obstante, lo que hace destacar a ETINAR S.A. es su amplia experticia y trayectoria dentro del campo de la construcción. En lo referente a productos sustitutos, se evidencia una amenaza intermedia, que se puede ocasionar por arrendamiento de piezas y remodelaciones de construcciones previamente realizadas. Una de las desventajas que muestra el sector en general es la disminución de inversión pública debido a la recesión que atraviesa el país.

Principales Clientes

Al considerar los 10 principales clientes de ETINAR S.A. se observa que el 100% de este grupo pertenece al sector privado. Adicionalmente, se evidencia que el 92,18% de dicho grupo no mantiene relación con la empresa. El principal cliente a la fecha de corte representa el 35,53% de su cartera. Asimismo, el 61,47% representa a contratos con fideicomisos privados. Se evidencia que el enfoque para la fecha de corte ha sido la construcción de edificios, obras para uso común (universidades, hospitales e iglesias) y otros proyectos residenciales. Como se aprecia, la empresa tiene diversificación de sus clientes y diferentes enfoques de usos para sus proyectos de construcción. Además, su gran trayectoria le permite tener un nivel moderado de negociación con clientes privados.

Es importante notar que ETINAR S.A. brinda créditos a sus clientes, estos pueden ser directos o hipotecarios. En promedio los créditos directos bordean el 25% del precio de venta, los créditos hipotecarios 75%, y presenta convenios con instituciones financieras públicas y privadas reconocidas en el medio. Asimismo, el promedio de monto de reservas para la construcción de proyectos para clientes es de USD 1 mil y en otros casos el porcentaje de entrada promedio es de 15%.

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación	Tipo relación
FIDEICOMISO PORTONOVO	35,53%	NO RELACIONADA
INTERHOSPITAL	12,08%	NO RELACIONADA
FIDEICOMISO MILLENIUM TOWERS	11,01%	NO RELACIONADA
UNIVERSIDAD SALESIANA	10,66%	NO RELACIONADA
FIDEICOMISO AUSTRIA	9,95%	NO RELACIONADA
FORTINVILLA S.A.	7,82%	NO RELACIONADA
VIGERANO	7,82%	RELACIONADA
FIDEICOMISO INTERHOSPITAL	4,97%	NO RELACIONADA
ALL PLASTIC	0,14%	NO RELACIONADA
PARROQUIA SAN ANDRÉS APOSTOL	0,02%	NO RELACIONADA
OTROS	0,00%	N/A
Total	100,00%	

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Entre los principales clientes, se encuentra la empresa Vigerano S.A. (dedicada a la compra-venta, alquiler, explotación de bienes inmuebles propios o arrendados) donde ETINAR S.A. es la constructora de la obra. La relación surge por el proyecto inmobiliario Terranostra, del cual Vigerano S.A. es propietaria del 68% de las tierras y ETINAR S.A. es contratada para la coordinación de este proyecto. Es decir, su relación es bilateral y el flujo entre ambas empresas es rotativo, la compañía en análisis se beneficia de los proyectos relacionados por Vigerano S.A.

Principales Proveedores

Con relación a los proveedores, la empresa trabaja con numerosas personas tanto naturales como jurídicas. De este modo, ETINAR S.A tiene relación con subcontratistas, los cuales ofrecen servicios que representan montón considerables para los diferentes proyectos. Los 5 principales representan el 66,29% del total. De este grupo, el 100% son empresas nacionales y se evidencia que los principales servicios que se otorga a ETINAR S.A. para la conclusión de sus proyectos se deriva a actividades relacionadas con la instalación de accesorios eléctricos, líneas de telecomunicaciones, climatización, equipo de fontanería y sanitario, entre otras. Adicionalmente, se mantiene subcontratos con empresas proveedoras de materias primas, siendo la principal el cemento y acero. El poder de negociación con proveedores, es moderada debido a que en el mercado se pueden encontrar varias empresas proveedoras de servicios complementarios a la construcción.

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Dependencia
INESA	25,75%
MULTITECNOS	17,58%
SISCLIMA	9,60%
CONSULAMBIENTE	7,52%
HOLCIM	5,85%
HERCULES	5,53%
INSTALASA	5,50%
OTROS	22,68%
Total	100,00%

Fuente: ETINAR S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

ETINAR S.A. cuenta con una importante cartera de obras en ejecución. Es importante destacar que este sector presenta un alto nivel de fluctuación debido a que el nivel de ingresos y por ende la participación en el mercado dependa del surgimiento de nuevos contratos y de su firma al cierre de cada año. Hasta abril de 2020 la empresa cuenta con ocho proyectos en ejecución.

El giro principal del negocio se relaciona con actividades de construcción, en ella se definen dos grandes divisiones: como contratista público/privado y como desarrollador inmobiliario privado. Entre sus principales servicios, se encuentran los servicios de construcción, administración de obras, alquiler de maquinaria y diseño/estudios. De este modo, la principal línea de negocio que genera mayor nivel de ingresos es la construcción de obras privadas, para abril de 2020 representó el 85,45% del total y ascendió a USD 21,05 millones. Históricamente, esta es la línea con mayor nivel de participación y evidencia una tendencia creciente. Los contratos de obras públicas han decrecido respecto a abril 2019. No obstante, la línea de ingresos por alquiler de maquinaria ha presentado un incremento interanual de 31,10% con tendencia creciente.

Tabla 7. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)

Línea de Negocio	Abril-19(12 meses)		2019		Abril-20(12meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
Ingresos Obras Privadas	19.987	71,05%	20.867	83,19%	21.047	85,45%
Ingreso Obras Públicas	2.778	9,88%	0	0,00%	0	0,00%
Ingresos por reembolsos	3.121	11,09%	3.140	12,52%	2.495	10,13%
Otros ingresos	1.593	5,66%	422	1,68%	384	1,56%
Ingresos por Administración de Obra	113	0,40%	114	0,45%	1	0,00%
Ingresos por Alquiler de maquinaria	536	1,91%	542	2,16%	703	2,85%
Total	28.130	100,00%	25.085	100,00%	24.630	100,00%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las perspectivas de crecimiento de la empresa son al alza y a la vez conservadoras. No obstante, es importante notar que la economía nacional se encuentra detenida y al pertenecer a un sector cíclico, se pueden presentar escenarios desfavorables para la empresa. Asimismo, a la fecha de corte no se evidencian ingresos por obras públicas, lo cual es un escenario favorable en términos de recuperación de cartera.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Eficiencia Operativa y rentabilidad

Indicador		ETINAR S.A.				
		2017 C	2018 C	abr-19*	2019	abr-20*
Días de cartera	d	61	143	90	218	130
Días de inventario	d	269	240	0	0	0
Días de proveedores	d	348	81	68	70	49
Ciclo de conversión de efectivo	d	-19	302	22	148	81
Obras en ejecución/ingresos	%	-	-	29,49%	2,01%	11,06%
Utilidad/Ventas	%	4,75%	4,25%	-2,17%	1,48%	1,98%
Ventas /Activo	%	68,19%	65,44%	93,54%	88,17%	88,63%
Margen Bruto / Venta	%	25,57%	25,27%	4,80%	19,34%	19,32%
ROA	%	3,17%	2,74%	-2,03%	1,31%	1,75%
ROE	%	12,97%	8,78%	-7,99%	4,94%	6,39%

* Indicadores calculados con información acumulada de los últimos 12 meses.

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar los días de cartera de la empresa, se puede verificar han incrementado respecto al periodo anterior. Para abril de 2020, los días de cartera ascienden a 130 días, comparados con 90 en abril de 2019. Es importante destacar que se han considerado cuentas por cobrar a clientes y a empresas relacionadas. El promedio de días de cuenta por cobrar de ETINAR S.A. es de 233 y al compararlo con la industria se observa, que la empresa se ubica sobre el sector. Esto dado principalmente por las cuentas por cobrar a relacionadas (Vigerano S.A.), con las cuales se mantiene un flujo rotativo, lo cual le permite tener un mejor movimiento en sus operaciones. Es importante mencionar, que la cuenta con Vigerano S.A. no presenta fluctuaciones importantes.

Por el lado de los inventarios, la empresa no maneja inventarios relacionados con su actividad económica. Según los Estados Financieros auditados, esta cuenta no presenta registros. Sin embargo, una de las principales cuentas operativas es la de obras en ejecución de los proyectos en proceso de construcción.

En lo referente a proveedores, ETINAR S.A. maneja varios proveedores; sin embargo, se realizan contratos de montos considerables dentro de cada obra a través de convenios con subcontratistas. Para el análisis de los días de proveedores, se consideró los rubros de cuentas por pagar y préstamos a partes relacionadas por el flujo. Es así como, para abril de 2020 los días de proveedores ascendieron a 49, evidenciando un decremento respecto a abril de 2019 (68 días). Según las políticas de la

compañía el pago a proveedores no debe exceder los 30 días y en el caso de los subcontratistas estos dependen de los lineamientos establecidos en los contratos. En promedio la empresa presenta 103 días de proveedores en el que se incluyen los plazos otorgados a subcontratistas, ubicándose por debajo de la industria.

El ciclo de conversión de efectivo de la empresa a abril 2020, es influenciado por dos de sus tres componentes (días de cartera y días de proveedores). El ciclo de efectivo para abril de 2020 fue de 81 días y se observa una tendencia creciente respecto al periodo anterior, esto causado por el incremento de días de cartera. En promedio el ETINAR S.A. es de 129 días de ciclo de efectivo y ubicándose favorablemente debajo de la muestra de empresas comparables y van de la mano con sus necesidades de liquidez.

Debido al manejo del negocio dentro del sector, se analizó a la cuenta de obras en ejecución debido a que es uno de los rubros más importantes de la operación de la compañía y se comparó con el nivel de ingresos generado. Por medio de este indicador, se busca conocer el porcentaje de representación de dicha cuenta en las operaciones de la empresa generada por sus niveles de ingreso. Para la fecha de corte, las obras en ejecución representaron 11,06% de los ingresos, y se observa un decrecimiento frente al periodo anterior (29,49%), esto debido a la dilación por parte del cliente a uno de los proyectos. Al analizar periodos históricos, se evidencia una tendencia decreciente. En promedio este indicador se ubica en 27,84%.

En temas de operación, hay que señalar la paralización de actividades en el primer trimestre de 2020 debido a la Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid- 19, donde varias industrias se vieron afectadas, una de ellas la construcción. La empresa paralizó sus actividades por 40 días, y el 30% del personal contratado dio positivo al virus, por lo que afectó a la disponibilidad de mano de obra para los proyectos paralizados, cuya entrega está programada en uno o dos años. Por otra parte, que la empresa, realiza pruebas a su personal constantemente. Asimismo, los riesgos inherentes a las actividades del negocio se relacionan con el uso de maquinaria y eventos relacionados (coches, hundimiento, incendios, explosión), ETINAR S.A. cuenta con pólizas de seguros para ramos de Todo Riesgo Construcción, Fiel Cumplimiento de Contrato y Buen uso de anticipo para cada uno de sus proyectos.

En los últimos doce meses antes de la fecha de corte, ETINAR S.A. generó con una utilidad bruta de USD 4,68 millones, los ingresos fueron de USD 24,21 millones y los costos de venta ascendieron a USD 19,53 millones, ambas cuentas con decrecimientos de 8,64% y 22,57% respectivamente. Se evidencia un incremento superior al 100% en la utilidad bruta, dada por la disminución de costos de ventas para este periodo, es especial en el costo de obras privadas; como resulta y en seguimiento de la estrategia de la empresa en la selección de proyectos más rentables antes que aquellos con montos considerables. De este modo, el margen bruto para la fecha de corte fue de 19,32% y ubicándose favorablemente al compararlo con abril de 2020 (4,80%). En promedio del margen bruto de la empresa es de 8,17% e inferior a la industria, la cual bordea el 25%.

Por otro lado, la utilidad operativa para los 12 meses hasta abril de 2020 ascendió a USD 2,27 millones con un crecimiento superior al 100%, esto debido a que para abril 2019 esta cuenta fue de -USD1,06 millones como resultado de los resultados negativos del periodo 2018 y la contracción del sector a inicios de 2019. El incremento de esta cuenta está dado por la disminución de gastos operativos (ventas y administración). En lo que refiere al margen operativo (Utilidad Operativa/Ingresos) fue de 9,38%. La utilidad neta de ETINAR S.A. para los últimos 12 meses totalizó USD 479 mil, superior al periodo anterior. El indicador de margen neto fue de 1,98%, frente a -2,17% en abril de 2019 y al compararlo con periodo anteriores, la empresa ha mejorado este indicador, aunque todavía se ubica por debajo del sector cuyo promedio es de 4,50%.

Finalmente, los indicadores de rentabilidad muestran una posición favorable para la organización. El rendimiento sobre activos fue de 1,75%, frente a un resultado negativo al periodo anterior (-2,03%). Por el lado del rendimiento sobre patrimonio este indicador ascendió a 6,39%, superior al abril de

2019 (-7,99%), dado por el incremento en la rentabilidad de los proyectos manejados por la empresa y donde el indicador (Utilidad neta/ventas) incrementa, pasando de -2,17% en abril de 2019 a 1,98% en abril 2020. En ambas razones la empresa se ubica debajo del promedio histórico de la industria entre, 2,96% y 10,20% respectivamente. Si bien se evidencia una ligera mejora en los indicadores, es importante observar el comportamiento del sector en su conjunto y su relación con la economía para periodos futuros.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ETINAR C.A. registra una nómina de accionistas conformada por once personas, cinco son jurídicas y 6 naturales. La empresa Predial e Inversionista LIPIDAVA S.A. es el accionista mayoritario con 39,64% del total de capital suscrito, el cual asciende a USD 2,90 millones.

Tabla 9. Participación Accionaria (USD miles)

No.	Identificación	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	0991097770000	PREDIAL E INVERSIONISTA LIPIDAVA S.A	Ecuador	1.148	39,64%
2	0991367047001	MEGATRADING S.A.	Ecuador	1.076	37,16%
3	0903249571	GINATTA CORONADO DE NUÑEZ ISABEL MARIA	Ecuador	174	6,00%
4	0992458100001	BONANOVA S.A.	Ecuador	164	5,65%
5	0902113778	PROAÑO BRIONES NELSON ANGEL	Ecuador	116	4,00%
6	0992168323001	VIGERANO S.A.	Ecuador	51	1,75%
7	0990352461001	INMOBILIARIA MACCALMEIDA SA	Ecuador	42	1,44%
8	0908869910	JOUVIN AROSEMENA GUILLERMO ANDRES	Ecuador	32	1,09%
9	0908610751	MACCHIAVELLO NUÑEZ LISSA MARIA	Ecuador	32	1,09%
10	0908610736	MACCHIAVELLO NUÑEZ PIERINA ANDREA	Ecuador	32	1,09%
11	0900197450	NUÑEZ CRISTIANSEN OLINDA ELIZABETH	Ecuador	32	1,09%
Total				2.895	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que refiere a empresas vinculadas, según el Portal del ente de control, los socios accionistas muestran vinculación con empresas relacionadas al giro de negocio de ETINAR S.A. y otras industrias.

Por el lado de la administración, el Sr. José Antenor Macchiavello Almeida ocupa el cargo de Presidente Ejecutivo y uno de los fundadores de la empresa. Por otro lado, la Sra. Lissa María Macchiavello Nuñez figura como presidente desde el año 2018. Asimismo, el Sr. Nelson Ángel Proaño Briones como vicepresidente. Finalmente, el Sr. Guillermo Andrés Arosemena Jouvin ocupa la posición de Gerente General, quien pertenece a la empresa desde 1999. Se evidencia una fuerte estructura organizacional y estabilidad en las posiciones.

Gobierno de la Corporación

ETINAR S.A. tiene como principal órgano de administración a la Junta General de Accionistas. La empresa, está precedida por el Presidente, dedicado al correcto funcionamiento de la parte técnica; y el Gerente General a la coordinación, logística y estrategia de la organización. La empresa no posee políticas de Gobierno Corporativo, pero se evidencia la implementación de manuales que regulan el funcionamiento de diversas operaciones que se deben cumplir en todas las áreas.

Para la gestión de la empresa se realiza de manera semanal en la que se analizan diferentes temas relevantes a las operaciones de la empresa. Las reuniones se realizan con cada uno de los departamentos y tiene un enfoque administrativo. Adicionalmente, se realizan reuniones diarias para la revisión de procesos operativos de obras y organización del correcto funcionamiento de las mismas. Dentro de la organización de la empresa, se cuenta con varios departamentos, por ejemplo, Finanzas, Contabilidad, áreas técnicas (arquitectos), Área de créditos (dedicada a la recuperación de

cartera de proyectos inmobiliarios), comerciales, entre otros. Dentro de cada obra, se cuenta con equipos de trabajo en el que se incluye al: director de obra, residente administrativo y residentes de ingeniería para cada uno de los campos. En definitiva, cada una de las áreas maneja las actividades que le corresponde.

Política y Estrategia Corporativa

Según información proporcionada por la empresa y en seguimiento con la visión de la organización; una de sus principales estrategias es el mantenimiento de su reputación y trayectoria al brindar un servicio fuerte y oportuno. Este objetivo se logra por medio de varias acciones, de este modo, ETINAR S.A. está adoptando medidas de control y automatización de procesos internos. Con estas mejoras se prevé ser más eficiente y efectivos en procesos de construcción y desarrollo de proyectos tanto inmobiliarios como de infraestructura. Es evidente que esta estrategia, permitirá una mejor organización de los proyectos y aportará a la sostenibilidad y crecimiento de a la empresa. Una de las ventajas competitivas de la empresa es el servicio a sus clientes, su área de experticia es el motor para generar nuevos ingresos. Adicionalmente, la empresa tiene como estrategia para el presente y futuros años, la selección o firma de contratos rentables antes que contratos por montos considerables.

En lo referente al cumplimiento de presupuesto de 2019, este se ha cumplido en un 90%, debido a la dilatación de ciertos contratos por causas ajenas a la empresa, sino propiamente del cliente. Las perspectivas para el año, es cumplir y continuar con los proyectos que se encuentran en ejecución y los niveles de ingresos conforme a las proyecciones realizadas. Es importante, el enfoque en servicios de planificación de obras que desea impulsar la empresa, además de respuesta al llamado de las necesidades de sus clientes con propuestas complementarias a proyectos antes realizados.

ETINAR S.A. no ha invertido en maquinaria nueva y se ha mantenido en niveles estables. Por el lado programas implementados dentro de la empresa, se realizan charlas de Seguridad y Salud Industrial a todos sus colaboradores, con principal énfasis en los obreros.

RIESGO DE ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el presenta análisis se ha considerado información auditada proporcionada por la empresa Hansen-Holm & Co. Ltda. para los ejercicios 2016 al 2019, los que se muestran sin salvedades; así como los Estados Financieros internos proporcionados por ETINAR S.A.

Tabla 10. Estructura financiera (USD miles)

Periodo	Industria	2017	2018	Abr-19*	2019	Abr-20*	PROMEDIO 2017-2019
Activos Totales	36.852	32.132	27.734	28.328	27.972	27.314	29.279
Pasivos Totales	25.721	26.911	20.537	21.130	20.577	19.812	22.675
Patrimonio Neto	11.131	5.221	7.197	7.198	7.395	7.501	6.605
Ventas	24.115	18.181	27.884	26.497	24.663	24.208	23.576
Margen Bruto	6.095	806	1.048	1.272	4.771	4.676	2.208
EBITDA	2.862	-1.584	-781	-890	2.531	2.641	55
EBIT	4.792	-1.743	-998	-1.059	2.163	2.272	-193
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	895	949	-363	-575	365	479	317
Utilidad/ Venta	3,71%	5,22%	-1,30%	-2,17%	1,48%	1,98%	1,80%
Ventas / Total Activos	0,65	0,57	1,01	0,94	0,88	0,89	0,82
Total Activos / Patrimonio	3,31	6,15	3,85	3,94	3,78	3,64	4,60
ROA	2,74%	2,95%	-1,31%	-2,03%	1,31%	1,75%	0,98%
ROE	8,78%	18,18%	-5,04%	-7,99%	4,94%	6,39%	6,03%

(Cont.)

Periodo	Industria	2017	2018	Abr-19*	2019	Abr-20*	PROMEDIO 2017-2019
NOF/VENTAS	61,42%	18,33%	44,28%	6,15%	55,31%	32,13%	39,31%
FM/VENTAS	44,04%	35,85%	24,81%	28,54%	30,71%	32,08%	30,45%
Ebitda/ Gasto Financiero	4,55	-10,03	-2,40	-1,85	4,28	4,88	-2,72
Deuda/ Ebitda	4,21	-4,61	-7,00	-5,98	2,03	1,77	-3,19
Pasivo con costo/Patrimonio	0,73	1,40	0,76	0,74	0,69	0,62	0,95

*Indicadores calculados con información acumulada de los últimos 12 meses.

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

Para abril de 2020 los activos de ETINAR S.A., ascendieron a USD 27,31 millones y se evidencia un decremento de 3,58% respecto al periodo anterior. Los activos circulantes representaron el 68,71% del total de activos, mientras que 31,29% son activos no corrientes. Las cuentas más representativas dentro de los activos corrientes fueron las cuentas por cobrar, con una participación dentro del total de 22,05%; mientras que, en los activos no corrientes, la cuenta de otros activos es aquella con mayor representación (17,10%). En lo referente a crecimientos, los activos corrientes decrecieron en 10,74%, dado principalmente por la disminución de obras en ejecución. Los activos no corrientes por su parte muestran una tendencia creciente de 16,48%.

Por el lado de las cuentas por cobrar, estas totalizaron USD 6,02 millones; esta cuenta hace referencia al cobro a clientes originados por las operaciones de la empresa. Sin embargo, existe una cuenta de partes relacionadas, la cual refiere a cuentas por cobrar a empresas anexas a las actividades de la organización este rubro totalizó USD 2,73 millones. Ambas líneas han presentado una tendencia creciente al compararlas con el periodo anterior, 13,50% y 104,10% respectivamente. Al analizar los principales montos de cuentas por cobrar, se evidencia que los mayores deudores a la fecha se relacionan a clientes cuyos proyectos se encuentra en ejecución, de este modo, las cinco mayores cuentas por cobrar ascienden a USD 1,61 millones. En el lado de empresas relacionadas, se observa que la principal cuenta por cobrar corresponde a la empresa Vigerano S. A. esto por su acercamiento con actividades relacionadas al sector inmobiliario. Las cuentas por cobrar de largo plazo a clientes fueron de USD 544 mil y USD 1,07 millones a partes relacionadas, estas cuentas presentaban un saldo de cero en abril 2019. La política de cuentas por cobrar se basa en una planificación y presentación de planillas de cobro mensuales, el promedio de días para el cobro es de 15 a 30 días. La carteta de la empresa tiene buenas oportunidades de recuperación.

Los inventarios de ETINAR S.A. a abril de 2020 son nulos. Una de las cuentas principales del Estado de Situación es Obras en ejecución, para abril de 2020 esta ascendió a USD 2,68 millones y se observa una disminución de 65,72% respecto al periodo anterior. Al observar años anteriores, se evidencia un decrecimiento constante de este rubro. Una de las principales causas es la relación del sector con la economía y la disminución de niveles de inversión tanto en el sector público y privado.

La cuenta de efectivo y sus equivalentes, han presentado una tendencia creciente respecto a abril de 2019, esto como consecuencia del incremento en instrumentos de depósitos a plazos. En incremento interanual fue de 105,90%.

Por el lado de activos no corrientes, la cuenta de propiedad, planta y equipo asciende a USD 2,39 millones, representa el 8,87% del total de activos y presenta un comportamiento decreciente de 31,00%; se evidencia que la tendencia de esta cuenta se muestra a la baja en comparación a periodos anteriores. Mientras que la cuenta de otros activos tanto corrientes como no, se han mantenido y no presentan movimientos abruptos entre periodos.

Para abril de 2020, los pasivos totales de ETINAR S.A. ascendieron a USD 19,81 millones y presentaron un decrecimiento de 6,23% respecto al periodo anterior. Los pasivos circulantes representaron el 22,27% del total de activos y los pasivos no corrientes el 48,24%; con este nivel de representación de evidencia concentración en la categoría de pasivos de largo plazo. Las cuentas más representativas dentro de los pasivos corrientes se concentran en los pasivos con costo de corto plazo, lo que incluye saldos a entidades bancarias y obligacionistas (7,39%), seguida de cuentas por pagar a proveedores y subcontratistas (5,97%). Dentro de los pasivos no corrientes la principal cuenta es la de anticipos de clientes, con una participación de 29,45%. En lo concerniente a crecimientos, se evidencia un decrecimiento de pasivos corrientes en 24,02% dado por la cuenta de partes relacionadas; y se observa un incremento de 4,61% en pasivos corrientes por el incremento de su principal cuenta.

Las cuentas por pagar a proveedores y subcontratistas, totalizaron USD 1,63 millones y presentan un decremento de 3,96% respecto a abril de 2019. Es importante destacar que el máximo de días de pago a proveedores estipulado por la organización es de 30 días, mientras que para subcontratistas varía dependiendo del acuerdo y contrato entre las partes. Las cuentas por pagar hasta la fecha de corte se relacionan con proyectos terminados tanto públicos como privados y otros que se encuentran en ejecución. Adicionalmente, existe el rubro de partes relacionadas, cuenta que se asocia a cuentas por pagar a empresas afines a la actividad de la empresa, esta línea totalizó USD 1,02 millones y muestra un decrecimiento de 66,89% respecto a abril de 2019.

Al analizar el pasivo con costo, se observa que el pasivo de corto plazo totalizó USD 2,02 millones e incrementó en 35,57%; la tendencia de esta cuenta es cíclica y dependerá de las necesidades de financiamiento en función del tamaño de los proyectos que se manejen durante el periodo. Por otro lado, los pasivos con costo de largo plazo fueron USD 2,66 millones y evidencia una tendencia decreciente (-30,64%). La representación de estas cuentas respecto al total de pasivo es 10,19% y 13,42% respectivamente. Los principales acreedores son: Corporación Financiera Nacional, Banco Pacífico, Banco Guayaquil y se evidencia al Fideicomiso Mercantil Portonovo como codeudor. Respecto a la última figura, Portonovo es un proyecto inmobiliario (1000 viviendas) en donde ETINAR S.A. es el constructor y beneficiario único de esta figura. Se seleccionó a ETINAR S.A. en este proyecto para darle mayor fortaleza patrimonial y según la base legal se le solicita que sea el codeudor.

En lo que refiere a la cuenta de anticipos de clientes dentro de los pasivos no corrientes, esta asciende a USD 8,04 millones y es una de las principales cuentas debido al giro del negocio de ETINAR S.A. La empresa solicita cierto porcentaje para la reserva antes de la ejecución y entrega de las obras. La organización se maneja a través de presentación de plantillas mensuales a sus clientes sobre los anticipos, en los cuales se presenta el monto de la producción y lo restante se amortiza al finalizar la obra; para la planilla final se amortiza la totalidad del anticipo. Los porcentajes de anticipo varían dependiendo el proyecto. De este modo, la cuenta presenta un crecimiento de 5,82% y evidencia una tendencia creciente respecto a periodos anteriores.

Por otro lado, la cuenta de otros pasivos de corto plazo (impuestos acumulados por pagar e impuestos a las ganancias) presentan un decrecimiento de 45,43%. Mientras que, la cuenta de otros pasivos de largo plazo engloba documentos por pagar y otras cuentas; presenta movimientos descendentes de 2,46%. Los documentos por pagar hacen referencia a valores con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, provisiones de largo plazo y depósitos de garantías.

De este modo, los indicadores de liquidez de la empresa al mes de abril de 2020 son: capital de trabajo fue de USD 12,55 millones, se ubica sobre el promedio de años anteriores. En lo referente al indicador de liquidez, este se ubicó en 3,06 veces, y se posiciona encima del sector y presentando una tendencia creciente respecto al periodos anteriores. El indicador de prueba ácida no es aplicable para la empresa, por el nulo manejo de inventarios.

Finalmente, la cuenta de patrimonio para abril de 2020 ascendió a USD 7,50 millones con un crecimiento de 4,21% dado principalmente por el incremento de la cuenta de resultados acumulados. La cuenta de capital social ha permanecido constante, al igual que el rubro de reservas al compararlo con el periodo anterior. La empresa no reparte dividendos.

Estado de Resultados

ETINAR S.A. para abril de 2020 totalizó ingresos por USD 24,21 millones, los cuales presentaron una variación interanual negativa de 8,64% y se evidencia una tendencia decreciente al compáralo con periodos anteriores. El monto de ingresos de los cuatro primeros meses de 2020, fueron de USD 4,96 millones, con tendencia decreciente respecto al mismo periodo del año anterior. En lo referente a líneas de negocio, aquella que genera mayores ingresos es la de obras privadas, la cual ha presentado un incremento de 5,30%. En la línea de servicios por administración de obra y otros ingresos se observa una disminución promedio de 87,46%. Es importante notar que la empresa se sometió a la paralización de actividades ocasionada por la Emergencia Sanitaria, no obstante, los proyectos continuaron en ejecución y se dilató unos de los contratos a petición del cliente.

La utilidad bruta para la fecha de corte fue de USD 4,68 millones y presenta un crecimiento superior al 100% respecto al periodo anterior y muestra una tendencia creciente. Si se considera el monto acumulado de los cuatro meses del año este ascendió a USD 970 mil. El incremento de la utilidad bruta ocurre por una disminución mayor en costos antes que, por el aumento de ingresos, como respuesta a la estrategia de la empresa (proyectos rentables). El margen bruto de los últimos 12 meses es de 19,23% con tendencia creciente respecto al periodo anterior. Lo cual evidencia una posición favorable.

Por el lado de la utilidad operativa, para abril de 2020 esta ascendió a USD 2,27 millones, monto mayor al presentado en abril de 2019 (-USD 1,06 millones). Al tomar el valor acumulado de los 12 meses esta cuenta fue de USD 307 mil, igual con tendencia creciente. Los gastos operativos manejados por la empresa fueron USD 2,03 millones, y presentaron un decrecimiento de 5,90%. Por otro lado, los gastos en depreciación y financieros crecieron (119,15% y 12,62%) respectivamente, al comparar con la industria, se evidencia que estos montos se ubican por debajo del sector, lo cual es favorable para la organización. EL monto de EBITDA a la fecha de corte fue de USD 2,64 millones.

La utilidad neta de ETINAR S.A. para abril de 2020 fue de USD 479 mil, superior al periodo anterior, cuenta que ascendió a -USD 575 mil. Se toma el monto de los cuatro primeros meses de 2020, el resultado neto fue de USD 128 mil. La tendencia que presenta es creciente. Para que el resultado sea positivo para este periodo, los costos de ventas disminuyeron en mayor proporción que en otras cuentas. Así mismo los gastos de operación y financieros se encuentran dentro de los niveles del sector y se encuentran acorde a la estructura de la empresa.

Finalmente, la rentabilidad sobre el patrimonio para la fecha de corte fue de 6,39%, la analizar cada uno de sus componentes, se observa que la rentabilidad proviene de las ventas de proyectos, esto en consecución con la estrategia de la empresa, en donde los costos se disminuyen, lo cual repercute en la utilidad de la empresa, y se presenta un margen neto de 1,98% frente al indicado de abril de 2019 que fue negativo (-2,17%). La rotación de activos fue de 0,89 veces, seguida del multiplicador de capital (3,64 veces).

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el 2019 se ubicaron en USD 13,64 millones y fueron superiores al periodo anterior, esto como consecuencia de un crecimiento de otros pasivos a corto plazo (gastos acumulados, impuesto diferidos). Se estima que para 2020 las necesidades de fondos sean de USD 17,79 millones, presentando una variación anual de 30,38%. Dado por los supuestos utilizados en el decrecimiento de ventas de 5,12% el cual está ligado a la contracción económica

nacional y la correlación del sector con la misma. Adicionalmente, por el incremento en días de cuentas por cobrar y disminución de días de proveedores, siguiendo la política de la empresa de pago de 30 días.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, el año anterior fueron se ubicaron en USD 7,57 millones y se evidenció una disminución en activos inmovilizados. Para el 2020, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa, se estima un fondo de maniobra de USD 3,35 millones a causa de resultados acumulados negativos tomados como referencia en 2019, los cuales afectan al monto de patrimonio neto.

Históricamente, la empresa cubre sus necesidades de operaciones con fondos propios. El promedio histórico del indicador de NOF/ventas es de 39,31%. Para el 2020 se estima un incremento en necesidades de recursos. Por otro lado, al realizar el análisis de FM/NOF se observa un indicador menor a 1, por lo que la empresa requiere de financiamiento de largo plazo y por esta razón la empresa tiene buen acceso a fuentes de fondeo, característico de la industria en la que se maneja.

Apalancamiento Financiero

A abril de 2020 el indicador de apalancamiento financiero (Pasivos con costo/ patrimonio), fue de 0,62 y presentó una disminución respecto al año anterior (0,74 veces) bajo el promedio de la industria (0,73 veces). Al compararlo con periodos anteriores, el promedio es de 0,95 veces. Se concluye que la empresa tiene un nivel moderado de apalancamiento, lo que brinda espacio para incrementar sus actividades con apalancamiento financiero.

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 4,88 veces lo cual muestra una posición favorable para la empresa, al compararlo con el año anterior se observa una tendencia creciente. En periodos anteriores, el ratio fue negativo, no obstante se ha presentado una mejora, lo cual demuestra que la empresa puede hacer frente a sus obligaciones. El indicador de la empresa se ubica sobre la industria (4,55 veces).

Por su parte, el ratio Deuda/EBITDA a abril de 2020 fue de 1,77 veces e históricamente ha sido negativo, siendo su promedio -3,19 veces. Al compararlo con la industria, se ubica por debajo de la misma, lo cual es favorable para la empresa. Según las proyecciones de flujos, se visualiza una tendencia creciente para 2020 y 2021; a consecuencia de un deterioro en el nivel de ventas e incremento de deuda. A pesar del deterioro esperado, la empresa genera el flujo suficiente para hacer frente a sus obligaciones en tiempo y forma

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla 11. Dichos supuestos se basan en el decrecimiento de la economía nacional, dado por la contracción de PIB, cuyas proyecciones según estimaciones del Banco Mundial y Goldman Sachs bordean el 7,5%. Asimismo, debido a la correlación del sector con movimientos económicos, se ha considerado una beta para la empresa de 1,02 para el escenario estándar. Asimismo, debido al contexto descrito, se estima un incremento de días de cartera y una disminución en días de proveedores. No se considera la variable de días de inventario debido al giro de negocio de la empresa.

Tabla 11. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Obras en ejecución/Ingresos	Días de Proveedores	EBITDA / Ventas
MODERADO	2020	-5,12%	268	27,84%	30	6,46%
	2021	1,37%	243	53,41%	30	6,46%
	2022	1,37%	181	53,41%	30	8,36%
	2023	3,41%	181	53,41%	30	8,36%
	2024	3,41%	181	53,41%	30	8,36%
PESIMISTA I	2020	-7,64%	270	27,84%	30	5,46%
	2021	2,04%	244	51,00%	30	5,46%
	2022	2,04%	184	51,00%	30	7,86%
	2023	5,09%	184	51,00%	30	7,86%
	2024	5,09%	184	51,00%	30	7,86%
PESIMISTA II	2020	-11,46%	272	27,84%	30	4,46%
	2021	3,06%	245	48,00%	30	4,46%
	2022	3,06%	187	48,00%	30	7,36%
	2023	7,64%	187	48,00%	30	7,36%
	2024	7,64%	187	48,00%	30	7,36%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja libre de USD 5,32 millones. Se evidencia una cobertura de gastos financieros mediante flujo de 2,73, lo cual brinda una posición apropiada para el pago de intereses, para el año siguiente el indicador disminuye por una disminución el flujo de caja. Se concluye que el emisor tiene capacidad de pago justa para los siguientes años.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar

	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*	Promedio
Crecimiento Ventas %	-5,12%	1,37%	1,37%	3,41%	3,41%	0,89%
Ingresos por Ventas	21.917	23.415	23.735	24.545	25.382	23.799
Ciclo de Conversión de Efectivo	238	213	151	151	151	181
Margen Bruto / Ventas	16,50%	16,50%	17,92%	17,92%	17,92%	17,35%
EBITDA / Ventas	7,42%	7,42%	8,84%	8,84%	8,84%	8,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	5.323	668	-2.339	1.940	2.007	1.520
FCL/Gastos Financieros	2,73	0,34	-1,45	1,16	1,17	0,79
Deuda/FCL	2,10	23,29	-8,51	12,51	14,26	8,73

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD 4,99 millones, nivel de cobertura y capacidad de pago de 2,61 y 2,24 respectivamente. Al igual que en el escenario anterior, se espera una capacidad de pago ajustada por parte del emisor.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*	Promedio
Crecimiento Ventas %	-7,64%	2,04%	2,04%	5,09%	5,09%	1,32%
Ingresos por Ventas	21.335	23.570	24.051	25.276	26.563	24.159
Ciclo de Conversión de Efectivo	240	214	154	154	154	183
Margen Bruto / Ventas	14,64%	14,64%	16,99%	16,99%	16,99%	16,05%
EBITDA / Ventas	5,56%	5,56%	7,91%	7,91%	7,91%	6,97%
Flujo de Caja Libre (FCL)	4.993	761	-2.290	2.002	2.106	1.514
FCL/Gastos Financieros	2,61	0,37	-1,30	1,07	1,05	0,76
Deuda/FCL	2,24	20,45	-8,69	12,12	13,59	7,94

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otro lado, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD 4,80 millones, el nivel de cobertura es de 2,59 veces y deuda sobre flujo de 2,33 veces. La capacidad de pago de deuda no muestra holgura para periodos futuros, lo cual afecta a su posición de la empresa para futuras obligaciones.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*	Promedio
Crecimiento Ventas %	-11,46%	3,06%	3,06%	7,64%	7,64%	1,99%
Ingresos por Ventas	20.452	23.806	24.533	26.408	28.426	24.725
Ciclo de Conversión de Efectivo	242	215	157	157	157	186
Margen Bruto / Ventas	13,64%	13,64%	16,49%	16,49%	16,49%	15,35%
EBITDA / Ventas	4,56%	4,56%	7,41%	7,41%	7,41%	6,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	4.803	1.282	-2.134	2.273	2.450	1.735
FCL/Gastos Financieros	2,59	0,61	-1,14	1,11	1,10	0,85
Deuda/FCL	2,33	12,13	-9,33	10,67	11,68	5,50

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor no presenta limitaciones para redimir el pasivo con costo en el escenario estándar, al menos en el corto plazo. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas y a movimientos históricos de la empresa.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ ETINAR S.A. se compromete durante la vigencia de la **Cuarta Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - b) 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.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de

Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de mayo de 2020 muestra que durante el mes de enero a mayo 2020 se negoció un total de USD 4.963.139 miles, correspondientes a la suma de USD 4.949.482 miles en valores en renta fija y USD 13.656 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de mayo de 2020, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 333 emisores inscritos, de los cuales 179 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 28% del sector industrial y 14% de servicios.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de ETINAR S.A. en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado secundario para la Cuarta Emisión de obligaciones de ETINAR S.A. se puede observar que se han realizado seis transacciones durante el periodo de diciembre 2019 a mayo 2020. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.⁵

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

Límite de Endeudamiento

La empresa se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión una relación: pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio.

Resguardo voluntario

Se mantendrá a partir de la primera colocación y conforme se vaya colocando la Cuarta Emisión de Obligaciones, el valor correspondiente a pagarse a los obligacionistas a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA-, debidamente cedido a favor del representante de obligacionistas quien, en caso de incumplimiento del emisor por más de 72 horas, podrá utilizar el presente resguardo de manera inmediata y sin autorización adicional, para cancelar el dividendo a los obligacionistas; no obstante, de llegar a utilizarse el presente resguardo, el Emisor establece la obligatoriedad de reponerlo las veces que fuere necesario.

En lo referente al cumplimiento de la Normativa, dentro de Garantía General, la empresa cumple con no sobrepasar el límite del 80% de Activos Libres de Gravamen, para la fecha de corte el indicador fue de 9,39%. Por el lado de los Resguardos de Ley, el promedio semestral de la razón de liquidez es

⁵ Indicador de presencia bursátil: permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.

No de días negociados en el mes / No de ruedas en el mes.

mayor que 1 (2,89 veces); adicionalmente, la relación entre activos reales sobre pasivos exigibles es mayor que 1 (1,38 veces).

Según el Art. 9 del Capítulo I del Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, sobre las Obligaciones en circulación sobre 200% Patrimonio, la empresa da cumplimiento a este requerimiento, el indicador fue de 16,80%. Finalmente, el Límite de endeudamiento calculado como la relación entre pasivos con instituciones financiera sobre activos, no supera el 60% de los activos; el indicador fue de 17,12% para la fecha de corte. En definitiva, ETINAR S.A. cumple con todos los indicadores relacionados a Garantías y Resguardos.

Riesgos Previsibles en el Futuro

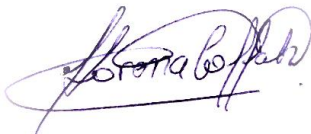
- Variación en precios de materia prima básica para cada proyecto, lo cual afectaría los costos de producción de la empresa.
- Desaceleración o contracción del sector de la construcción, lo que afectaría de forma directa al número de contratos firmados por la organización y al nivel de ingresos.
- Cambios en normativas o principales regulaciones.
- Incremento de impuesto y otras contribuciones para el sector.
- Tiempo de reactivación de la economía por la Emergencia Sanitaria por Covid-19

Los activos que respaldan la emisión corresponden a las cuentas por cobrar de obras en proceso, cuentas por cobrar, anticipos y propiedad, planta y equipos.

- Uno de los riesgos que pueden afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de la cartera de clientes. Respecto a la propiedad, planta y equipo, este se vería afectado por daños relacionados con daños, desastres naturales, robo, incendio u obsolescencia.

Consideraciones del riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

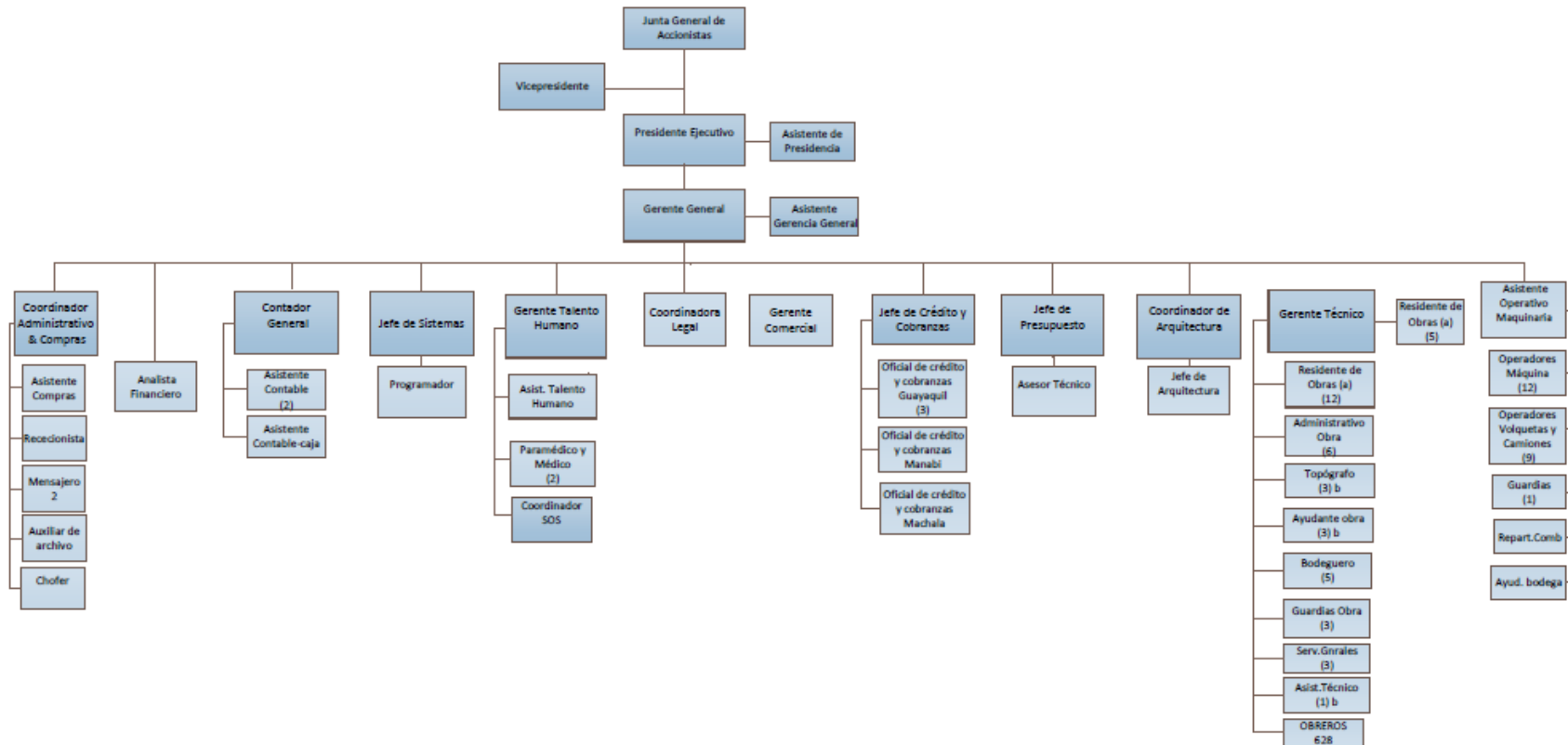
- Al 30 de abril de 2020 la empresa presenta cuentas por cobrar a empresas relacionadas por USD 2,73 millones, con una representación de 10% de los activos totales. Al comparar la cuenta con periodos anteriores, se evidencia una tendencia creciente, por lo que, si una de las empresas relacionadas no cumple con los pagos establecidos, la afectación se generaría en los flujos de la compañía.

		
<p>Ing. Natalia Cortez Gerente General</p>		<p>Lic. Lorena Collahuazo Analista</p>

ANEXOS

ETINAR S.A., tiene el siguiente organigrama general:

Anexo 1. Organigrama General de ETINAR S.A.



Fuente/Elaboración: ETINAR S.A.

Anexo 2. Estado Situación Financiera (USD miles)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Abr-19	2019	Abr-20	2016	2017	2018	Abr-19	2019	Abr-20	2016 - 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	Abr 19 - abr 20
TOTAL ACTIVOS	32.977	32.132	27.734	28.328	27.972	27.314	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-2,56%	-13,69%	0,86%	-3,58%
ACTIVO CORRIENTE	30.129	26.782	20.212	20.874	19.218	18.632	91,36%	83,35%	72,88%	73,69%	68,71%	68,21%	-11,11%	-24,53%	-4,92%	-10,74%
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.709	3.736	2.322	1.499	3.301	3.086	8,21%	11,63%	8,37%	5,29%	11,80%	11,30%	37,93%	-37,84%	42,16%	105,90%
Cuentas por cobrar	12.516	7.625	11.171	5.306	8.842	6.022	37,95%	23,73%	40,28%	18,73%	31,61%	22,05%	-39,07%	46,50%	-20,85%	13,50%
Partes relacionadas	3.531	5.335	3.652	1.339	6.107	2.732	10,71%	16,60%	13,17%	4,73%	21,83%	10,00%	51,07%	-31,54%	67,20%	104,10%
Obras en ejecución	10.493	9.303	2.723	7.815	496	2.679	31,82%	28,95%	9,82%	27,59%	1,77%	9,81%	-11,34%	-70,73%	-81,79%	-65,72%
Activos mantenidos para la venta	0	0	0	0	148	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,53%	0,00%	-	-	-	-
Otros activos corrientes	880	783	344	4.916	325	4.112	2,67%	2,44%	1,24%	17,35%	1,16%	15,06%	-11,04%	-56,12%	-5,42%	-16,35%
ACTIVO NO CORRIENTE	2.848	5.350	7.522	7.454	8.754	8.682	8,64%	16,65%	27,12%	26,31%	31,29%	31,79%	87,85%	40,60%	16,37%	16,48%
Propiedad y equipo	1.608	1.437	3.552	3.469	2.480	2.393	4,88%	4,47%	12,81%	12,24%	8,87%	8,76%	-10,66%	147,26%	-30,18%	-31,00%
Propiedad de inversión	0	0	0	0	972	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,47%	0,00%	-	-	-	-
Cuentas por cobrar	750	750	750	0	750	544	2,27%	2,33%	2,70%	0,00%	2,68%	1,99%	0,00%	0,00%	0,00%	-
Partes relacionadas	453	453	453	0	1.591	1.074	1,37%	1,41%	1,63%	0,00%	5,69%	3,93%	0,00%	0,00%	251,22%	-
Inversiones permanentes	37	2.711	2.739	0	2.908	0	0,11%	8,44%	9,88%	0,00%	10,40%	0,00%	7210,86%	1,04%	6,19%	-
Otros Activos No Corrientes	0	0	28	3.985	52	4.671	0,00%	0,00%	0,10%	14,07%	0,19%	17,10%	-	-	86,87%	17,21%
TOTAL PASIVOS	28.705	26.911	20.537	21.130	20.577	19.812	87,05%	83,75%	74,05%	74,59%	73,56%	72,54%	-6,25%	-23,69%	0,19%	-6,23%
PASIVO CORRIENTE	21.965	17.931	6.991	8.005	7.083	6.082	66,61%	55,80%	25,21%	28,26%	25,32%	22,27%	-18,37%	-61,01%	1,31%	-24,02%
Cuentas por pagar	5.364	3.965	2.627	1.698	2.859	1.631	16,27%	12,34%	9,47%	5,99%	10,22%	5,97%	-26,08%	-33,75%	8,85%	-3,96%
Partes relacionadas	2.368	3.899	1.741	3.081	1.023	1.020	7,18%	12,13%	6,28%	10,88%	3,66%	3,73%	64,64%	-55,35%	-41,21%	-66,89%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	8.969	4.567	2.193	1.489	2.475	2.019	27,20%	14,21%	7,91%	5,26%	8,85%	7,39%	-49,08%	-51,98%	12,86%	35,57%
Gastos acumulados	231	132	124	378	189	671	0,70%	0,41%	0,45%	1,33%	0,67%	2,46%	-42,78%	-6,18%	52,29%	77,40%
Otros pasivos corrientes	5.033	5.368	306	1.358	536	741	15,26%	16,71%	1,10%	4,79%	1,92%	2,71%	6,67%	-94,30%	75,08%	-45,43%
PASIVO NO CORRIENTE	6.740	8.980	13.546	13.125	13.494	13.731	20,44%	27,95%	48,84%	46,33%	48,24%	50,27%	33,23%	50,85%	-0,38%	4,61%
Anticipos de clientes	2.941	3.336	7.949	7.602	7.468	8.044	8,92%	10,38%	28,66%	26,84%	26,70%	29,45%	13,43%	138,27%	-6,05%	5,82%
Partes relacionadas	933	1.162	599	0	1.922	1.402	2,83%	3,62%	2,16%	0,00%	6,87%	5,13%	24,61%	-48,48%	221,00%	-
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	500	2.733	3.273	3.832	2.658	2.658	1,52%	8,50%	11,80%	13,53%	9,50%	9,73%	446,54%	19,77%	-18,79%	-30,64%
Obligaciones por beneficios a empleados	802	729	763	0	752	0	2,43%	2,27%	2,75%	0,00%	2,69%	0,00%	-9,02%	4,68%	-1,52%	-
Impuestos diferidos	108	100	519	519	483	483	0,33%	0,31%	1,87%	1,83%	1,73%	1,77%	-8,28%	421,43%	-6,97%	-6,97%
Otros pasivos no corrientes	1.456	920	443	1.172	211	1.143	4,42%	2,86%	1,60%	4,14%	0,75%	4,19%	-36,82%	-51,87%	-52,37%	-2,46%
PATRIMONIO NETO	4.272	5.221	7.197	7.198	7.395	7.501	12,95%	16,25%	25,95%	25,41%	26,44%	27,46%	22,22%	37,84%	2,75%	4,21%
Capital	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	8,78%	9,01%	10,44%	10,22%	10,35%	10,60%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva	305	305	305	305	305	305	0,93%	0,95%	1,10%	1,08%	1,09%	1,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros resultados Integrales	2.290	1.977	4.315	2.554	4.492	0	6,94%	6,15%	15,56%	9,02%	16,06%	0,00%	-13,66%	118,29%	4,10%	-100,00%
Resultados Acumulados	-98	-905	44	1.429	-663	3.572	-0,30%	-2,82%	0,16%	5,04%	-2,37%	13,08%	822,69%	-104,84%	-1613,22%	150,03%
Resultados del Ejercicio	-1.120	949	-363	14	365	728	-3,40%	2,95%	-1,31%	0,05%	1,31%	2,67%	-184,76%	-138,20%	-200,68%	4959,30%

Fuente: Informes Auditados e Internos ETINAR S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados (USD miles)

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Abr-19	2019	Abr-20	2016	2017	2018	Abr-19	2019	Abr-20	2016 - 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	Abr 19 - abr 20
INGRESOS	21.671	18.181	27.884	5.417	24.663	4.962	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-16,10%	53,37%	-11,55%	-8,39%
COSTO VENTA	20.557	17.375	26.836	4.352	19.892	3.992	94,86%	95,57%	96,24%	80,34%	80,66%	80,45%	-15,48%	54,45%	-25,88%	-8,27%
GANANCIA BRUTA	1.114	806	1.048	1.065	4.771	970	5,14%	4,43%	3,76%	19,66%	19,34%	19,55%	-27,66%	30,14%	355,05%	-8,92%
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	2.963	2.389	1.830	850	2.240	644	13,67%	13,14%	6,56%	15,69%	9,08%	12,99%	-19,36%	-23,42%	22,44%	-24,19%
EBITDA	-1.849	-1.584	-781	215	2.531	326	-8,53%	-8,71%	-2,80%	3,97%	10,26%	6,56%	-14,36%	-50,67%	-423,92%	51,44%
DEPRECIACIONES (dep)	491	159	217	16	367	18	2,27%	0,88%	0,78%	0,30%	1,49%	0,37%	-67,56%	36,15%	69,17%	13,66%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-	-	-	-
EBIT	-2.341	-1.743	-998	199	2.163	307	-10,80%	-9,59%	-3,58%	3,67%	8,77%	6,19%	-25,53%	-42,73%	-316,71%	54,53%
GASTOS FINANCIEROS	228	158	325	181	592	130	1,05%	0,87%	1,17%	3,34%	2,40%	2,63%	-30,65%	105,91%	82,08%	-27,92%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	1.726	2.970	1.597	-2	-929	-47	7,96%	16,33%	5,73%	-0,04%	-3,77%	-0,94%	72,07%	-46,24%	-158,17%	1831,59%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	-843	1.069	273	16	643	130	-3,89%	5,88%	0,98%	0,29%	2,61%	2,62%	-226,84%	-74,43%	135,26%	731,92%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	6	1	41	0	96	0	0,03%	0,01%	0,15%	0,00%	0,39%	0,00%	-82,59%	3626,82%	135,26%	-
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	271	118	595	1	181	2	1,25%	0,65%	2,13%	0,02%	0,74%	0,03%	-56,37%	402,82%	-69,50%	31,99%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	-1.120	949	-363	14	365	128	-5,17%	5,22%	-1,30%	0,27%	1,48%	2,59%	-184,76%	-138,20%	-200,68%	791,96%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	-65	-53	2.339		46	128	-0,30%	-0,29%	8,39%	0,00%	0,19%	2,59%	-18,92%	-4536,76%	-98,03%	-
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	-1.185	897	1.976	14	411	0	-5,47%	4,93%	7,09%	0,27%	1,67%	0,00%	-175,66%	120,38%	-79,19%	-100,00%
Dividendos (40%)	0	0	0	0	0	128	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,59%	-	-	-	-
Retención Utilidades	-1.185	897	1.976	14	411	0	-5,47%	4,93%	7,09%	0,27%	1,67%	0,00%	-175,66%	120,38%	-79,19%	-100,00%

Fuente: Informes Auditados e Internos ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Tabla de Amortización (USD miles)

Clase A			
Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
17/11/2018	57	23	80
17/2/2019	75	28	103
17/5/2019	115	41	156
17/8/2019	118	40	158
17/11/2019	118	38	156
17/2/2020	118	35	153
17/5/2020	118	33	151
17/8/2020	118	31	148
17/11/2020	118	28	146
17/2/2021	118	26	144
17/5/2021	118	24	141
17/8/2021	118	21	139
17/11/2021	118	19	137
17/2/2022	118	16	134
17/5/2022	118	14	132
17/8/2022	118	12	130
17/11/2022	118	9	127
17/2/2023	118	7	125
17/5/2023	118	5	123
17/8/2023	118	2	120
TOTAL	2.250	453	2.704

Fuente: Informes Auditados e Internos ETINAR S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 5. Estado de Resultados Proyectado (USD miles)

Proyecciones					
	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*
INGRESOS	21.917	23.415	23.735	24.545	25.382
COSTO VENTA	18.301	19.552	19.481	20.146	20.833
GANANCIA BRUTA	3.616	3.863	4.254	4.399	4.549
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	1.991	2.127	2.156	2.230	2.306
EBITDA	1.625	1.737	2.098	2.169	2.243
DEPRECIACIONES (dep)	40	40	40	40	40
EBIT	1.585	1.696	2.058	2.129	2.203
GASTOS FINANCIEROS	1.950	1.985	1.617	1.669	1.720
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	-929	-929	-929	-929	-929
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	-1.293	-1.217	-488	-469	-446
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	0	0	0	0	0
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	0	0	0	0	0
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	-1.293	-1.217	-488	-469	-446
OTRO RESULTADO INTEGRAL					
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	-1.293	-1.217	-488	-469	-446

Fuente: Informes Auditados e Internos ETINAR S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 6. Necesidades Operativas de Fondos (USD miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	3.301	3.017	3.017	3.017	3.017	
		+ Clientes	14.948	16.316	15.812	11.933	12.341	12.762
		+ Inventarios	0	0	0	0	0	0
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	3.883	1.525	1.629	1.623	1.679	1.736
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	725	22	42	42	42	42
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	13.642	17.786	17.157	13.285	13.636	14.000
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF			30,38%	-3,54%	-22,57%	2,65%	2,67%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	7.395	2.538	1.244	27	-461	-930
		+ Deudas largo plazo	2.658	3.516	4.741	5.966	7.191	8.416
		- Activos Inmovilizados	2.480	2.706	2.706	2.706	2.706	2.706
	F.M.	= Fondo de Maniobra	7.573	3.348	3.280	3.287	4.024	4.780
NOF-FM		6.069	14.438	13.877	9.997	9.613	9.220	

Fuente: Informes Auditados e Internos ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Anexo 7. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

ETINAR S.A.	
Abril de 2020	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	27.296
(-) Activos gravados	387
Subtotal Activos libres de gravamen	26.909
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación.	2.520
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	74
Activos menos deducciones	24.315
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	19.452
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	7,72
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	10,65

* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 8. Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES								
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,9	1,49	-0,65
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	0,49	1,38	-0,43
INDICADORES EXTERNOS								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	-0,54	1,35	0,35
INDICADORES FISCALES								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-4,26	1,48	1,35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-3,81	3,08	1,21
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	13,31	1,08	1,34
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	29,43	6,72	1,28
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39,98	44,537	35,462	6.850	1,32
OTROS INDICADORES								
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	54	8	0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	786,1	172	-0,63

Fuente: World Economic Forum, B.M. Transparency International, The Economist Intelligence Unit, INEC, BCE, Ministerio de Finanzas.

Elaborado: Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A.