

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO – ESEICO

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 052/2019, del 29 de marzo de 2019

Información Financiera cortada al 31 de enero de 2019

Analista: Ing. Andrea Salazar

andrea.salazar@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. es una empresa que inició sus actividades en octubre de 2003 con el objeto de diseñar, desarrollar, construir y/o administrar obras de construcción. Su especialización es la construcción de obras de infraestructura hidráulica como sistemas de riego, abastecimiento de agua potable, alcantarillados, obras de generación eléctrica, entre otras. Para el buen desarrollo de las mismas dispone de un amplio inventario de maquinaria y equipo de construcción que le permite emprender diferentes proyectos y asegurar resultados exitosos en términos de tiempo y calidad.

Segunda Revisión

Resolución No.SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00022038, emitida el 25 de Octubre de 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión 052/2019 del 29 de marzo de 2019, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., por un monto de hasta cuatro millones de dólares (USD 4.000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., nació gracias al esfuerzo de ejecutivos de más de 30 años de experiencia en construcción de proyectos de infraestructura sanitaria, además actualmente cuenta con personal del más alto nivel en todas sus áreas, quienes también poseen vasta experiencia en el sector.

- La compañía es líder en el mercado ecuatoriano en lo referente a proyectos de infraestructura hidráulica tales como obras para agua potable, alcantarillado pluvial y sanitario, obras de infraestructura de riego, y más actividades relacionadas; cumpliendo con los más altos estándares de calidad, protección ambiental y seguridad, contribuyendo al desarrollo de la población.
- Sus principales clientes son los Gobiernos Autónomos descentralizados seccionales, pues a través de ellos se ejecutan las políticas de salubridad gubernamentales, orientadas a dotar de sistema de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas a la población a nivel nacional.
- Los ingresos de obra de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., presentaron un comportamiento creciente durante el periodo 2015-2017 pasando de USD 36,24 millones a USD 66,55 millones, pues le fueron adjudicadas importantes obras a través de contratos directos y consorcios con el Estado. Para diciembre de 2018 se presentó una reducción considerable (-50,53%) en relación a diciembre 2017, arrojando USD 32,92 millones, debido a que varios proyectos fueron culminados en el año 2017. A enero de 2019, los ingresos de la compañía registraron USD 1,44 millones, mostrando una contracción significativa de 47,75% respecto a enero de 2018 (USD 2,75 millones), lo que obedeció a una participación menor en los proyectos y a la contracción del sector de la construcción, especialmente en el sector público.
- A partir del año 2016, la utilidad operacional se mantuvo dentro del rango del 4,00% sobre los ingresos (4,36% en 2016, 4,15% en 2017 y 4,10% en 2018), lo que evidencia un manejo adecuado tanto de sus costos como de sus gastos. A enero de 2019, el margen operativo fue inferior al presentado en el mismo periodo del año 2018, al significar 5,33% de los ingresos (8,03% a enero de 2018), como consecuencia del crecimiento en la participación de los gastos operacionales sobre las ventas.
- Después de descontar otros ingresos y egresos, además de los gastos financieros, impuestos y participaciones de trabajadores, la compañía generó una utilidad neta con un comportamiento creciente en términos monetarios entre los años 2015-2017, que pasó de representar el 0,16% de los ingresos a un 2,12% de los ingresos, no obstante, para el año 2018 disminuye hasta registrar 1,82% de los ingresos, lo que estuvo atado a la reducción de sus ventas. Al 31 de enero de 2019, la utilidad antes de impuestos y participación de trabajadores llegó a representar el 2,97% de los ingresos, inferior a lo reportado en enero de 2018 cuando significó el 6,06% de los ingresos, esta diferencia en términos porcentuales se debe a los importantes proyectos y contratos que mantuvo vigentes y su avance durante 2018. Esto refleja que el comportamiento de los ingresos y por tanto de la utilidad, obedecen a un carácter cíclico de contratación de proyectos (sobre todo en el sector público).
- El EBITDA (acumulado), presentó un comportamiento variado sobre los ingresos, pues luego de significar un 6,74% en 2016, pasó a 5,90% en 2017 y un 8,52% al cierre de 2018 (13,13% en enero de 2019). A pesar de dichas fluctuaciones el flujo propio se mostró aceptable para cubrir sus gastos financieros.
- Los activos de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. mostraron un crecimiento constante durante 2015 - 2017, pasando de USD 38,16 millones a USD 52,85 millones, como efecto de mayores documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados, propiedad, planta y equipo principalmente. A partir del año 2018, los activos totales disminuyen a USD 45,77 millones y USD 45,15 millones en enero de 2019, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar clientes no relacionadas y relacionadas, así como en su propiedad, planta y equipo e inversiones en subsidiarias.
- Al 31 de enero de 2019, la cartera estuvo compuesta por el 48,90% por la cartera por vencer (45,65% a diciembre de 2018), presentando una considerable proporción de la cartera vencida, por lo cual es importante que la compañía mejore su gestión de cobranzas para mitigar el riesgo de incobrabilidad, tomando en cuenta que la cartera vencida a más de 181 días fue la más significativa con 24,36%. Conforme a lo indicado por la administración de la compañía, estos resultados obedecen a las limitaciones de recursos de las instituciones públicas, no obstante, la gerencia general y departamento financiero están realizando las gestiones con las entidades públicas pertinentes a fin de reducir la cartera vencida
- Los pasivos totales, al igual que los activos, experimentaron en términos monetarios un incremento entre los años 2015 – 2017, pues pasaron de USD 28,22 millones (73,94% de los activos) a USD 41,27 millones (78,07% de los activos). Para diciembre 2018 el pasivo decreció a USD 33,58 millones (73,37% de los activos), mientras que a enero de 2019 lo hizo a USD 32,92 millones (72,90% de los activos), lo cual estuvo sustentado por la reducción en otras obligaciones corrientes, anticipo de clientes, entre otras.
- El financiamiento de los activos por parte del patrimonio fue ligeramente creciente, ya que pasó de 20,77% en el 2016 a 26,63% en diciembre de 2018 y 27,10% en enero de 2019, lo que estuvo ligado a mayores resultados acumulados.

- El capital social en promedio (2015-2018) financió el 12,32% de los activos (12,44% en enero de 2019) y desde el 2015 se ha mantenido sin variaciones por un valor de USD 5,61 millones.
- La compañía cuenta con suficientes recursos líquidos para hacer frente a sus pasivos de más corto vencimiento, lo que se refleja en sus indicadores de razón circulante y liquidez inmediata, pues superan la unidad en cada uno de los periodos analizados.
- A lo largo de los periodos analizados, la compañía financió sus actividades en mayor proporción con pasivos, siendo los anticipos a clientes y cuentas por pagar a proveedores los más representativos hasta el año 2017, en adelante se evidenció mayor endeudamiento en obligaciones financieras.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 28 de agosto de 2017, la Junta General Extraordinaria con carácter de Universal de Accionistas de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., por unanimidad autorizó el presente proceso por un monto de hasta USD 4,00 millones, respaldado con garantía general.
- Posteriormente, ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. como Emisora y BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas, con fecha 12 de septiembre de 2017 suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A, mediante Escritura Pública otorgada en la Notaría Octogésima Segunda del cantón Quito.
- Con fecha 25 de octubre de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4,0 millones, bajo la Resolución No. SCVS_IRQ-DRMV-SAR-2017-00022038, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 01 de noviembre de 2017, determinando además, que el plazo de vigencia de la oferta pública vence el 25 de julio de 2018.
- Con fecha 09 de noviembre de 2017, el Agente Colocador inició la venta de los valores de la clase A, finalizando la misma en un 100% el 06 de febrero de 2018, mientras que la clase B inició el 22 de febrero de 2018 y culminó su venta el 23 de julio de 2018, logrando vender de esta manera el 100,00% del monto aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Hasta el 31 de enero de 2019 el saldo de capital pendiente de pago a los obligacionistas, luego de haber cancelado los valores correspondientes al cuarto dividendo de capital e intereses de la clase A y tercero de la clase B, ascendió a la suma de USD 2,83 millones.
- La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 31 de enero de 2019, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- Al 31 de enero de 2019, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 32,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 26,38 millones, cifra que genera una cobertura de 9,31 veces sobre el monto de capital emitido determinando de esta manera que el capital de la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que los resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, a pesar de lo cual los pagos a los inversionistas se han realizado con normalidad en las fechas establecidas.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- Al considerar que los ingresos de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se han generado mayoritariamente a través de contratos directos o Consorcios con el Estado y que sus principales clientes son los Gobiernos Autónomos descentralizados seccionales, podría surgir la existencia de un riesgo por concentración; sin embargo, debe señalarse al respecto que la compañía, gracias a su grado de experiencia y dinamismo, también trabaja con el sector privado.
- En relación a lo anterior, un riesgo adicional se encuentra asociado a posibles cambios en la determinación de los sectores estratégicos y prioritarios por parte del Gobierno y de los Municipios, o la posibilidad de un entorno económico desfavorable, lo que podría afectar los presupuestos destinados a ejecutar las políticas de salubridad gubernamentales, que guardan relación con las obras y proyectos que ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., realiza y que se asignan a los Gobiernos Autónomos descentralizados seccionales con los cuales la compañía tiene o podría tener potenciales contrataciones.
- Otros riesgos para ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., tendrían que ver con cambios en cuanto a los requerimientos propios del sector público para contratar obras, políticas de pagos, garantías, restricciones, entre otros temas; lo cual podría afectar el avance normal de las operaciones de la compañía.
- Asimismo, aunque algo más distante, dado el prestigio y la trayectoria de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se encontraría el riesgo del fortalecimiento o surgimiento de nuevos competidores en el mercado que disminuyan la participación en el mercado que tiene la compañía y con ello sus ingresos.
- La economía ecuatoriana presenta una alta incertidumbre en cuanto a sus expectativas de crecimiento, debido en parte a las variaciones del precio del petróleo a nivel internacional, lo que ha comprometido el presupuesto del gobierno central y consiguientemente el de los gobiernos seccionales, para el futuro inmediato. Esto podría condicionar algunos de los proyectos de inversión en infraestructura que se tenían para los próximos años, amenazando así las operaciones de empresas del sector de la construcción.
- Factores externos, políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los servicios ofertados por la compañía y se vea disminuido el rubro de sus ingresos.
- La operación de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno en donde factores como el incremento en los precios de los materiales de construcción e incluso otros relacionados directamente con los proyectos en los cuales trabaja la compañía, tales como situaciones económicas adversas de los sub - contratantes, podrían reducir la demanda de los servicios que ésta presta, demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.
- El incumplimiento de los plazos o condiciones especiales de los proyectos en construcción, conforme lo estipulado en cada contrato, podría generar multas o demorar su pago, lo cual podría acarrear presión sobre su caja y efectivo.

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

Primero se debe indicar que el activo que respalda la emisión son los documentos y cuentas por cobrar no relacionados libre de gravamen, por lo que los riesgos asociados a este rubro podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de los documentos y cuentas por cobrar no relacionados que respaldan la emisión, son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de los documentos y cuentas por cobrar no relacionados, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto, un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría crear un riesgo de concentración.
- Finalmente, los activos que respaldan la emisión tienen un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada uno de los documentos y cuentas por cobrar no relacionados, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

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

Al 31 de enero de 2019 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas por USD 6,57 millones, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

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

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas del 28 de agosto de 2017.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017 de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, con notas financieras, al 31 de diciembre 2018, 31 de enero de 2018 y 31 de enero de 2019.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.

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

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

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

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Quito, a los 28 días del mes de agosto de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria con carácter de Universal de Accionistas de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y resolvió autorizar por unanimidad la presente Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 4.000.000,00.

Posteriormente, ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. como Emisora y BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas, con fecha 12 de septiembre de 2017 y ante la Notaria Octogésima Segunda del Cantón Quito, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.				
Emisor	ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.			
Monto	Hasta USD 4.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Títulos de las obligaciones	Serán desmaterializadas. El valor nominal mínimo será de USD 1.000,00 pudiendo emitirse valores por montos mayores, siempre que sean múltiplos de 1.000,00.			
Rescates Anticipados	Esta emisión de obligaciones contempla procedimientos de rescates anticipados, los mismos que se registrarán por lo dispuesto en la normativa vigente.			
Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Clase, Monto, Plazo y Tasa	CLASE	MONTO	PLAZO	TASA DE INTERÉS

	A	USD 2.000.000,00	1.080 días	8,25% fija anual
	B	USD 2.000.000,00	1.080 días	8,25% fija anual
Agente Estructurador financiero, legal y Colocador	METROVALORES Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General (De acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores).			
Amortización Capital	Trimestral tanto para la clase A como para la clase B			
Pago de Intereses	Cada 90 días.			
Forma de Cálculo intereses	La base de cálculo años de 360 días, 12 meses, 30 días.			
Destino de los recursos	Serán destinados en un 70% como capital de trabajo en las obras en marcha (compra de materias primas, materiales, pago a contratistas, entre otros) y en un 30% para cuentas por pagar a proveedores (tubería, válvulas, etc., y servicios de alquiler de maquinaria).			
Fecha de emisión	Fecha valor en que se realice la primera colocación de cada clase.			
Representante de Obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.			
Sistema de Colocación	Bursátil.			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. 			

Fuente: Contrato de emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas.

CUADROS 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A						CLASE B					
N°	VENCIMIENTO	CAPITAL	INTERÉS	DIVIDENDO	SALDO	N°	VENCIMIENTO	CAPITAL	INTERÉS	DIVIDENDO	SALDO
					2.000.000						2.000.000
1	9/2/2018	166.667	41.250	207.917	1.833.333	1	22/5/2018	166.667	41.250	207.917	1.833.333
2	9/5/2018	166.667	37.812	204.479	1.666.667	2	22/8/2018	166.667	37.813	204.479	1.666.667
3	9/8/2018	166.667	34.375	201.042	1.500.000	3	22/11/2018	166.667	34.375	201.042	1.500.000
4	9/11/2018	166.667	30.937	197.604	1.333.333	4	22/2/2019	166.667	30.938	197.604	1.333.333
5	9/2/2019	166.667	27.500	194.167	1.166.667	5	22/5/2019	166.667	27.500	194.167	1.166.667
6	9/5/2019	166.667	24.062	190.729	1.000.000	6	22/8/2019	166.667	24.063	190.729	1.000.000
7	9/8/2019	166.667	20.625	187.292	833.333	7	22/11/2019	166.667	20.625	187.292	833.333
8	9/11/2019	166.667	17.187	183.854	666.667	8	22/2/2020	166.667	17.188	183.854	666.667
9	9/2/2020	166.667	13.750	180.417	500.000	9	22/5/2020	166.667	13.750	180.417	500.000
10	9/5/2020	166.667	10.312	176.979	333.333	10	22/8/2020	166.667	10.313	176.979	333.333
11	9/8/2020	166.667	6.875	173.542	166.667	11	22/11/2020	166.667	6.875	173.542	166.667
12	9/11/2020	166.667	3.437	170.104	(0)	12	22/2/2021	166.667	3.438	170.104	-
		2.000.000	268.125	2.268.125				2.000.000	268.125	2.268.125	

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de enero de 2019)

Con fecha 25 de octubre de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00022038, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 01 de noviembre de 2017, determinando además, que el plazo de vigencia de la oferta pública vence el 25 de julio de 2018.

Colocación de los Valores

Con fecha 09 de noviembre de 2017, el Agente Colocador inició la venta de los valores de la clase A, finalizando la misma en un 100% el 06 de febrero de 2018, mientras que la clase B inició el 22 de febrero de 2018 y culminó su venta el 23 de julio de 2018, logrando vender de esta manera el 100,00% del monto aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Saldo de Capital

Hasta el 31 de enero de 2019 el saldo de capital pendiente de pago a los obligacionistas, luego de haber cancelado los valores correspondientes al cuarto dividendo de capital e intereses de la clase A y tercero de la clase B, ascendió a la suma de USD 2,83 millones.

Garantías y Resguardos

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

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

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

Al 31 de enero de 2019 la compañía cumplió con lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: CUMPLIMIENTO DE RESGUARDOS

Relación	Límite	Semestre	ene-19	Cumplimiento
Razón de liquidez o circulante (veces)	Mayor o igual a uno (1)	3,21	-	Si
Activos reales sobre pasivo (veces)	Mayor o igual a uno (1)	-	1,22	Si

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de octubre, el promedio se calculará en semestres octubre-marzo y abril-septiembre, según corresponda.

CUADRO 4: CALCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

Detalle	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	Promedio
Activo Corriente	40.420.228,87	43.708.884,58	36.027.942,26	39.351.113,13	33.099.332,47	32.655.325,08	3,21
Pasivo Corriente	14.425.095,85	15.614.013,60	9.296.003,25	10.845.731,77	10.229.186,59	11.113.236,92	
Indicador	2,80	2,80	3,88	3,63	3,24	2,94	

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating S.A.

Monto Máximo de Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de enero de 2019, ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 45,15 millones, de los cuales el 82,07% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (ENE 2019)

Activos	Libres	%
Disponibles	243.964	0,66%
Exigibles	12.223.648	32,99%
Realizables	5.613.805	15,15%
Propiedad Planta y Equipo	5.684.401	15,34%
Otros activos	13.287.725	35,86%
TOTAL	37.053.544	100,00%

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de enero de 2019, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.”

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

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de enero de 2019, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 32,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 26,38 millones, cifra que genera una cobertura de 9,31 veces sobre el monto de capital emitido determinando de esta manera que el capital de la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN A ENERO 2019

Descripción	USD
Total Activos	45.150.274
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	76.837

¹ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

(-) Activos Gravados (USD)	8.096.730
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ² (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	4.000.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan ³ (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴ (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵ (USD)	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	32.976.708
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	26.381.366
Capital Emisión Obligaciones a Largo plazo	2.833.333
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	11,64
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	9,31

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de enero de 2019, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,00 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de las emisiones en circulación de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., representa el 27,93% del 200% del patrimonio al 31 de enero de 2019 y el 55,86% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO A ENERO 2019

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	12.233.755
200% del Patrimonio (USD)	24.467.510
Emisión de Obligaciones	2.833.333
Papel Comercial	4.000.000
Total Emisiones	6.833.333
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	27,93%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	55,86%

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones fueron planteadas considerando el plazo de vigencia de la presente emisión; es decir tres años, en función de ello y conforme lo proyectado, la compañía registraría una utilidad de USD 2,17 millones al cierre del 2020, como se detalla a continuación:

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Detalle	2017	2018	2019	2020
Ingresos de Obra	70.796.683	72.191.817	74.356.971	76.587.081
Costo de obra	51.994.058	53.179.736	54.635.809	56.149.496
MARGEN BRUTO	18.802.625	19.012.081	19.721.163	20.437.585

2 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

3 En los que el Emisor haya actuado como Originador.

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

5 Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

6 (Total Activos Deducidos – Obligaciones por emitir) / (Total Pasivo - Obligaciones emitidas)

Gastos administración	15.566.470	15.516.941	15.982.449	16.461.922
MARGEN OPERACIONAL	3.236.155	3.495.141	3.738.714	3.975.662
Gastos financieros	704.936	710.058	489.630	329.286
Otros ingresos	219.345	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.750.564	2.785.083	3.249.083	3.646.377
15% trabajadores	412.585	417.762	487.363	546.956
Impuesto a la Renta	771.533	757.543	856.133	929.826
UTILIDAD NETA	1.566.446	1.609.778	1.905.587	2.169.594

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La compañía proyecta que sus ingresos al cierre del 2017, reflejen un crecimiento del 70,71% con respecto de lo alcanzado al cierre del 2016, esto como efecto de los varios contratos con los que actualmente cuenta la compañía y que se encuentran en ejecución; para los siguientes periodos la compañía prevé crecimientos entre 1,90% y el 3,00% entre los años 2018 y 2020.

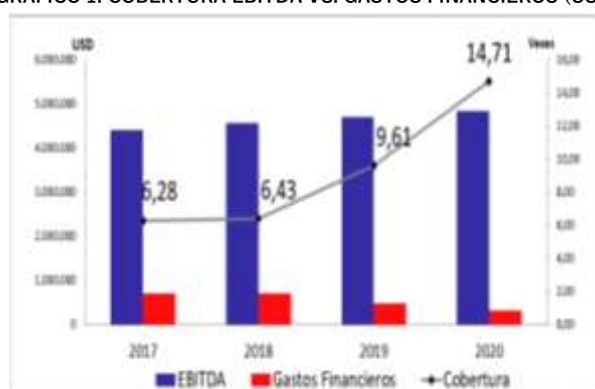
Por su parte los costos de obra, de acuerdo a lo proyectado registrarían una participación del 73,47% en promedio, determinando de esta manera que el margen bruto en términos monetarios proyecte un comportamiento creciente, mientras que los gastos operativos con respecto de los ingresos proyectan una participación del 21,62% en promedio.

Los gastos financieros presentarían una tendencia descendente desde el año 2018 hasta el año 2020, lo que obedecería a la amortización normal de su deuda con costo, adicionalmente su participación sobre los ingresos no supera el 1,00%.

Luego de descontar el impuesto a la renta y participación de trabajadores, la empresa generaría una utilidad neta creciente en términos absolutos, así como también en su representación sobre los ingresos, pues pasaría de 2,21% en el año 2017 a un 2,83% en el 2020.

La generación de recursos propios por parte de la actividad de la empresa, le permitirían cubrir sus obligaciones y cumplir con sus compromisos de forma holgada, lo cual se ve reflejado en la cobertura que el EBITDA tendría sobre los gastos financieros. En el siguiente gráfico se evidencia a mayor detalle lo mencionado:

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de flujo proyectado de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., en sus flujos finales revela la disposición que la empresa tendría de recursos para desarrollar su actividad, cumplir con sus compromisos y cubrir sus obligaciones. Lo anterior se evidencia en la cobertura creciente de los flujos sobre el pago de capital de la deuda financiera, tal como se ve en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Detalle	2017	2018	2019	2020
EFFECTIVO OPERATIVO ANTES DE CAMBIO EN CAPITAL DE TRABAJO	2.800.461	2.736.462	2.930.103	3.097.658
Utilidad Neta del Ejercicio	1.566.446	1.609.778	1.905.587	2.169.594
Depreciaciones de activo Fijo	1.190.760	1.071.684	964.515	868.064

Variación provisiones a CP	43.255	55.000	60.000	60.000
EFFECTIVO NETO EN ACT. DE OPERACIÓN	(5.320.642)	2.858.693	(219.247)	(222.662)
Variación en documentos y cuentas por cobrar	5.184.396	(1.024.877)	813.609	838.017
Variación en Inventarios	454.508	130.270	199.313	205.292
Variación en otros activos corrientes	602.223	38.303	53.303	54.602
Variación de Cuentas y doc. por pagar	(2.571.850)	5.819.138	299.193	311.032
Variación de anticipo clientes	2.366.957	(2.533.089)	454.682	468.323
Variación otras obligaciones	1.125.379	(1.283.660)	93.102	95.895
EFFECTIVO EN ACT. DE INVERSIÓN	(4.585.693)	(0)	(0)	(0)
Compras de Edificios, Equipos y maquinaria	4.555.293	0	0	0
Variación inversiones en subsidiarias y activos financieros	30.400	-	-	-
EFFECTIVO EN ACT. DE FINANCIAMIENTO	5.948.600	(3.834.206)	(2.842.936)	(2.323.784)
Variación prestamos instituciones financieras cp	(367.855)	(200.000)	-	-
Variación en arrendamiento financiero	(64.998)	-	-	-
Colocación de nueva emisión de obligaciones	4.000.000	(1.333.333)	(1.333.333)	(1.333.333)
Variación prestamos instituciones financieras LP	2.381.454	(2.300.873)	(1.509.603)	(990.450)
VARIACIÓN NETA DEL EFFECTIVO	(1.157.274)	1.760.949	(132.081)	551.212
CAJA INICIAL	2.857.310	1.700.035	3.460.984	3.328.903
CAJA FINAL	1.700.035	3.460.984	3.328.903	3.880.116

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo afectando a las ventas, al costo de ventas y los gastos operativos, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio, es así que si las ventas se incrementaron en 35% (70,71% proyectado), los costos incrementarían su participación sobre las ventas al 74% (73,47% promedio proyectado) y los gastos operativos al 22,40% (21,62% proyectado), la compañía aún generaría utilidad, no obstante estas son las variables que la compañía soportaría, como máximo en su flujo.

Comparativo de Resultados Reales vs. lo proyectado inicialmente

Al realizar el análisis de los resultados proyectado por el estructurador frente lo real a diciembre 2018, se observó un cumplimiento de los ingresos del 45,62%, manteniéndose en la misma línea, los costos y gastos, lo que generó un margen operativo con un cumplimiento de apenas el 38,62% frente a lo proyectado en un inicio. Por su parte los gastos financieros sobre pasaron las estimaciones llegando a registrar un cumplimiento de 208,91%, finalmente la utilidad neta alcanzó el 37,12% de cumplimiento.

CUADRO 10: RESULTADOS PROYECTADOS VS. REALES (USD)

Rubro	2018		%
	Proyectado	Real	
	2018	2018	
Ingresos de Obra	72.171.817	32.921.231,42	45,62%
Costo de obra	53.179.736	24.865.987,86	46,76%

MARGEN BRUTO	19.012.801	8.055.243,56	42,37%
Gastos administración	15.516.941	6.705.474,53	43,21%
MARGEN OPERACIONAL	3.495.141	1.349.769,03	38,62%
Gastos financieros	710.058	1.483.380,31	208,91%
Otros ingresos	-	1.247.948,21	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.785.083	1.114.336,93	40,01%
15% trabajadores	417.762	347.958,51	83,29%
Impuesto a la Renta	757.543	168.790,72	22,28%
UTILIDAD NETA	1.609.778	597.587,70	37,12%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al realizar la comparación del flujo de efectivo real frente a lo proyectado a 2018, se presentó un cumplimiento de 79,20%. Cabe señalar que los pagos de las obligaciones de la empresa se han cumplido de manera puntual.

Al 31 de diciembre 2018 el flujo operativo real fue negativo (USD -4,66 millones) ya que comparado con el período 2017 se experimentó una disminución en el nivel de producción, esto debido a que algunos proyectos están próximos a concluir y otros ya lo han hecho, adicionalmente en este período la empresa pagó mucho más de lo que produjo, es decir, pagó saldos pendientes del período anterior. La compañía manifiesta que cuentan con nuevos proyectos que les permitirá incrementar el flujo operativo.

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

Riesgo de la Economía **Sector Real**

De acuerdo con las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial se mantendrá en el 3,0% en 2019 y 2020, tras una expansión del 3,1% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento estable del 2,0%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina⁷.

Las cifras de crecimiento mundial no reflejan las fragilidades y el ritmo desigual del progreso económico en todo el mundo. Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre

⁷ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019_BOOK-ES-sp.pdf

política; y las tensiones comerciales. Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la ONU, en 2019 el país crecerá un 0,9% y un 1,2% en 2020, después de presentar un crecimiento de 1,0% en 2018. La CEPAL estima un crecimiento del 0,9% en 2019⁸. De igual forma, el FMI⁹ y el Banco Mundial¹⁰, ubican las estimaciones de crecimiento del país en 0,7% al cierre del 2019. Para el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecerá un 1,4% en 2019.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a febrero de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (diciembre - 2018)	32,64%	Inflación mensual (enero- 2019)	0,47%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - dic 2018	-514,50	Inflación anual (enero - 2019)	0,54%
Reservas Internacionales (millones USD al 22 de febrero 2019)	3.521,91	Inflación acumulada (enero - 2019)	0,47%
Riesgo país (27 - febrero - 2019)	584,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 25 - febrero- 2019)	55,48	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹¹. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹².

Durante enero a diciembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 22.120,63 millones, siendo superior en 16,22% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 19.033,24 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36,4%), bienes de consumo (13,8%), materias primas (11,6%), bienes de capital (11,1%) y productos diversos (47,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y diciembre de 2018 alcanzaron USD 21.606,13 millones, siendo superiores en 12,99% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 19.122,46 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -3,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 27,3%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 45 durante enero-diciembre 2017 a USD 59,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-diciembre de 2018 crecieron en 4,88% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 12.804,44 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados

⁸ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁰ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

¹¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

Unidos¹³, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁴. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁵. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios¹⁶.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018 (USD 54,66 a febrero 2019). La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)¹⁷ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a enero de 2019 sumó USD 1.351,65 millones, siendo un -1,07% inferior a lo registrado en enero 2017 (USD 1.365,21 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 695,37 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 398,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 106,76 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 67,40 millones¹⁸.

La **inflación** anual en enero de 2019 fue de 0,54%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,47%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de alimentos y bebidas no alcohólicas; transporte; y, muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar.

En referencia al **salario nominal promedio**, a enero de 2019, se fijó en USD 459,61¹⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00²⁰. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad

¹³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁴ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁵ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁶ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

¹⁷ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

¹⁸ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201901.pdf>

²⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 108,80 a enero 2019²¹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a enero de 2019, ésta se ubicó en USD 719,88²², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,17% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²³. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁴.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente²⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,67% para marzo de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,75%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,08%²⁶.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda²⁷.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)²⁸.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos

²¹ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²² <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

²³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2019/Enero-2019/Boletin_tecnico_01-2019-IPC.pdf

²⁴ <http://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros²⁹.

Al mes de enero de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 36.889,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 5,94% superior en relación a enero de 2017 (USD 34.820,0 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta diciembre 2018 fue de USD 7.966,9 millones, que equivale al 7,28% del PIB³⁰, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,9% del PIB³¹, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 50.776 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³².

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 22 de febrero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 3.521,91 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³³. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³⁴. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda³⁵.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios³⁶, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁷, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopais³⁸. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017³⁹.

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁰ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³¹ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Enero-2019_finalOK.pdf

³² <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

³³ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁴ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁵ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

³⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

³⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

³⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se constituyó el 06 de agosto de 2003 ante el Notario Trigésimo Noveno del Cantón Quito. Su objeto social incluye entre otras actividades, la asesoría general y técnica, elaboración de proyectos, planificación y construcción de obras de ingeniería en general, y la asesoría, planificación y administración de sistemas de agua potable, electricidad y alcantarillado⁴⁰. De acuerdo a su escritura de constitución, la compañía tiene una duración de cincuenta años, contados a partir de la inscripción del presente contrato en el Registro Mercantil, es decir a partir del 17 de octubre de 2003.

Su domicilio se encuentra en el Distrito Metropolitano de Quito. Además, la empresa cuenta con 4 sucursales localizadas en Manta, Quevedo, Guayaquil y San José de Tambo.

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se especializa en obras de ingeniería hidráulica como sistemas de alcantarillado, plantas de tratamiento de agua, sistemas de riesgo, entre otras. La compañía inició con obras pequeñas, como subcontratista. Desde el 2003 hasta el 2008 tuvo un crecimiento a través de la adquisición de maquinaria pesada y licitaciones de obras, directo con municipios y empresas públicas locales.

En la actualidad la compañía cuenta con obras vigentes en Durán, Guayaquil y Manta y nuevas obras de emergencia en Esmeraldas, Manta Perdernales – Jama, Jipijapa y Portoviejo, lo cual le ha permitido proyectar un aumento en las ventas anuales.

Como ya se ha mencionado ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se especializa en diseñar, desarrollar, construir y/o administrar obras de construcción, como las siguientes líneas de negocio, en las que se clasifica su experiencia:

- Construcción de sistemas de riesgo
- Construcción de reservorios
- Construcción de sistemas de alcantarillado sanitario y pluvial
- Construcción de sistemas de agua potable y plantas potabilizadoras de agua
- Construcción de represas y centrales hidroeléctricas
- Construcción de plantas de tratamiento de aguas servidas
- Construcción de obras civiles inmobiliarias

Gracias a que dispone de un amplio inventario de maquinaria y equipo de construcción, así como a la experiencia de sus socios y ejecutivos, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se ha encontrado en total capacidad de emprender diferentes e importantes proyectos de infraestructura, asegurando resultados exitosos en términos de calidad y tiempo.

CUADRO 12: OBRAS EN EJECUCIÓN

NOMBRE PROYECTO	ENTIDAD CONTRATANTE	TOTAL CONTRATPO	TOTAL POR COBRAR	FECHA INICIO	FECHA FINAL
Mejoramiento Y Optimización Del Sistema De Conducción De Agua Potable De Chobo A Durán, Para Ampliación De Cobertura Del Servicio En Varios Sectores Del Cantón Durán, Provincia Del Guayas"	GOBIERNO AUTONOMO DESCENTRALIZDO DEL CANTON DURAN	20.171.441,80	810.428,75	30-dic.-14	1-jun.-19
Contrato Complementario 1		310.503,43	-		
Contrato Complementario 2		3.202.419,89	40.153,76		
Contrato Complementario 3		1.661.644,78	319.678,70		
Contrato Complementario 4		1.667.709,39	493.621,52		
Costo + %			105.772,92		
Construcción Del Tramo 3 Del Quinto Acueducto, Ubicado Al Noroeste De La Ciudad De Guayaquil, Con Modificatorio Y Complementario	EMPRESA MUNICIPAL DE AGUA POTABLE Y ALCANTARILLADO DE GUAYAQUIL	12.368.678,69	-	17-jul.-15	5-dic.-17

⁴⁰ De acuerdo a la información del Registro Único de Contribuyentes en el Servicio de Rentas Internas, la principal actividad económica de la empresa consta como "Actividades de la Construcción en General".

Reparación Emergente De La Vía Montecristi-Jipijapa-La Cadena, Incluye Cerro Guayabal - La Pila, De 105 Km De Longitud Ubicado En La Provincia De Manabí.(Consorcio Montecristi)	MINISTERIO DE TRANSPORTE Y OBRAS PUBLICAS	42.210.604,80	135.074,81	15-ago.-16	6-sep.-18
Complementario 1		3.003.265,33	192.070,06	8-jun.-18	6-sep.-18
Rehabilitación De Las Redes De Agua Potable Y Alcantarillado Sanitario Para Las Parroquias De Tarqui Y Los Esteros	ECUADOR ESTRATEGICO EP	12.031.835,62	567.811,03	15-ago.-16	19-jul.-18
Contrato Complementario 1		4.682.006,29	406.186,51		
Contrato Complementario 2		1.030.410,48	1.841,10		
Contrato Complementario 3		1.772.685,09	17.384,40		
Contrato Complementario 4		2.475.094,18	7,28		
Construcción Del Sistema De Agua Potable Cantón Pedernales, Rehabilitación Del Sistema De Aapp Para La Ciudad De Jama Y El Puerto Pesquero El Matal	ECUADOR ESTRATEGICO EP	20.361.920,70	309.816,99	22-ago.-16	2-jul.-18
Contrato Complementario 2		6.985.473,46	786.970,92		
Construcción De Las Facilidades Pesqueras Artesanales De Crucita, Puerto López, Chamanga Y Cojimíes	SERVICIO DE CONTRATACIÓN DE OBRAS, SECOB.	50.914.632,48	13.807.640,21	29-dic.-16	17-jun.-19
Contrato Complementario 2		15.150.736,52	6.034.516,54		
Repotenciación Del Sistema De Tratamiento Aass Ptar Mi Lote	EMAPAG-EP	10.248.082,84	6.102.503,57	7-jun.-17	30-abr.-19
Contrato Complementario 1		692.381,60	229.599,94		
Construcción Del Proyecto Tramo De Acceso Al Puerto De Manta, Redondel Del Imperio - Colisa, Ubicado En La Provincia De Manabí	ECUADOR ESTRATEGICO EP	83.627.471,14	47.489.030,89	30-mar.-17	30-mar.-19
"Ampliación De Redes De Distribución De Agua Potable Para Los Sectores Héctor Cobos Y 5 De Junio De La Ciudad De Durán"	GOBIERNO AUTONOMO DESCENTRALIZDO DEL CANTON DURAN	3.949.490,29	2.434.710,05	6-oct.-17	31-ene.-19
Construcción De Sistemas De Agua Potable Y Alcantarillado Para La Parroquia De Manta (Grupo 1)	GOBIERNO AUTONOMO DESCENTRALIZDO DEL CANTON MANTA	20.947.742,60	11.905.428,42	9-nov.-17	8-feb.-19
Construcción De La Fase Ii De La Estación De Bombeo (Eb-MI3) Y La Instalación De La Línea De Impulsión Desde La Eb-MI3 Hasta La Planta De Tratamiento "Mi Lote"	EMAPAG-EP	3.472.823,73	3.472.823,73	15-ene.-19	13-ago.-19

Fuente/ Elaboración: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.

CUADRO 13: OBRAS FUTURAS (HASTA ABRIL 2019)⁴¹

Proyecto	FECHA LICITACION	MONTO	ANTICIPO	UBICACIÓN	ENTIDAD CONTRATANTE	PLAZO (días)
" Construcción De Redes Terciarias Proyecto De Riego Cayambe- Pedro Moncayo Primera Etapa."	23/04/2019	3.802.653,19	50%	Pedro Moncayo	GAD PROVINCIAL PICHINCHA	180
Construcción De La Estructura De Control De Mareas Del Ramal A Del Estero Salado	09/04/2019	6.593.933,90	30%	Guayas	EMAPAG EP	425
" Construcción De Obras De Drenaje Pluvial Del Canal 7 Guasmo Sur. (Coop. Unión De Bananeros).".	18/04/2019	5.828.673,15	30%	Guayas	EMAPAG EP	300

Fuente/ Elaboración: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.

Aprovechando que una de sus fortalezas es el movimiento de tierras y la construcción de las obras civiles en general, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., también ha incursionado en otro tipo de proyectos de obras civiles inmobiliarias como es el caso de la terminal terrestre de Manta y la construcción del complejo arquitectónico del nuevo mercado de Tarqui.

Como se ha mencionado, la empresa suscribe la mayoría de sus contratos con entidades del sector público (Ministerios, GADs, Empresas Públicas) que se caracterizan por estar financiados en un alto porcentaje por créditos del BEDE u otro organismo crediticio internacional y otra contraparte por la entidad contratante.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de enero de 2019, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., presentó un capital suscrito y pagado de USD 5,61 millones.

⁴¹ En el mes de abril la entidad informó que está presentando las siguientes licitaciones, dos de ellas con el cliente EMAPAG con quien trabaja hace más de 10 años.

CUADRO 14: ACCIONISTAS

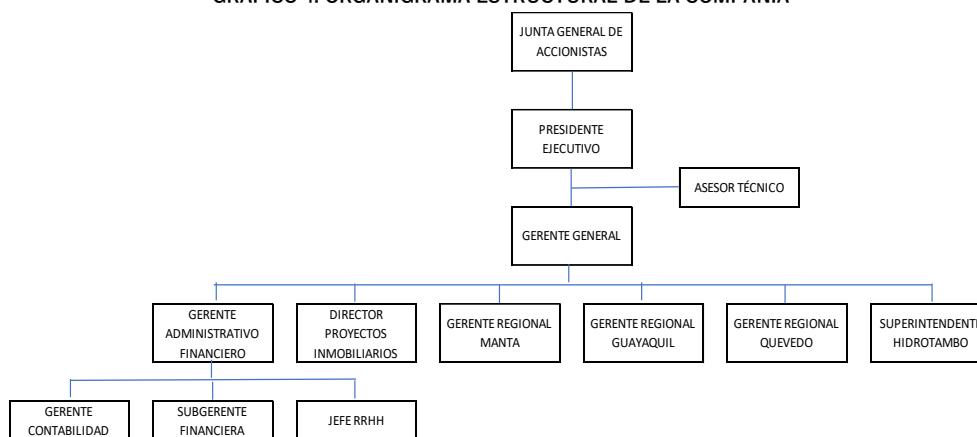
NOMBRES	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN (%)
CONSTRUCCIONES Y SERVICIOS DE MINERIA COSERMIN S.A.	2.835.373,00	50,50%
GALARZA IZQUIERDO LEONARDO ABRAHAN	1.757.370,00	31,30%
GALARZA ANDRADE RAMIRO LEONARDO	1.021.857,00	18,20%
Total	5.614.600,00	100,00%

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El nivel directivo representa el más alto grado de la estructura de la compañía y está conformado por la Junta General de Accionistas, entre sus principales funciones se encuentran el aprobar anualmente el presupuesto de la empresa y su plan de negocios, resolver sobre la adquisición o enajenación de bienes inmuebles de la compañía, dictar las políticas internas que contribuyan a la buena marcha de la empresa y vigilar su cumplimiento, nombrar al Presidente Ejecutivo, entre otras.

A continuación se visualiza el organigrama estructural de ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA ESTRUCTURAL DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.

Es importante mencionar que la plana gerencial de ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., está conformada por profesionales de primer nivel, experimentados en su campo de especialización y orientados al cumplimiento de los objetivos de la empresa.

CUADRO 15: PRINCIPALES EJECUTIVOS

NOMBRE	CARGO
Ramiro Leonardo Galarza Andrade	Presidente Ejecutivo
Miryam Tatiana Moncayo Moreno	Gerente Administrativa Financiera
Mercedes Natividad Saenz Gavilanes	Gerente de Contabilidad
Myrian Inés Beltrán Erazo	Asesora Legal
Leonardo Abrahan Galarza Izquierdo	Asesoría Técnica
Raul Cobo	Gerente de Recursos Humanos
José Miguel Ortega Vasquez	Gerente de Producción

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La estructura administrativa de ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. refleja el acogimiento de prácticas de Gobierno Corporativo, estableciendo organismos muy competentes y detallando en cada uno de ellos sus principales funciones y atribuciones, según como fueron establecidas en los estatutos de la empresa. Así, la Junta de Accionistas de la compañía, designa y controla el desempeño de la alta gerencia, establece las políticas empresariales en el ámbito económico, financiero, administrativo y comercial, analiza y evalúa el informe semestral de la Presidencia Ejecutiva y Gerencia General, entre otras actividades.

La administración interna de la compañía tiene independencia técnica de su accionariado, lo cual le permite manejarse de manera profesional y con enfoque permanente en sus objetivos. Todos sus funcionarios son seleccionados en función de sus méritos, capacidades y logros, quienes están obligados a cumplir con el código de ética de la empresa y están sometidos a las sanciones estipuladas en el mismo en caso de incumplimiento.

Empleados

Al cierre de enero de 2019, la compañía presentó un total de 302 empleados a nivel nacional (359 en julio 2018), de los cuales el 56,62% pertenecieron al área operativa, el 21,52% en el área técnica y el 21,85% al área administrativa. Es importante mencionar que el 61,26% mantuvieron contrato por obra.

La compañía no presentó sindicatos ni comités de empresas, de esta manera se exalta la positiva relación que mantiene la empresa con sus empleados, para quienes se mantiene una política salarial y de beneficios laborales adecuados, cumpliendo además con las obligaciones patronales y beneficios de ley.

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

Empresas vinculadas o relacionadas

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se encuentra relacionada de manera directa con Construcciones y Servicios de Minería CONSERMIN S.A. y VALSOLAR Ecuador S.A. A continuación se presenta el detalle:

CUADRO 16: COMPAÑÍAS RELACIONADAS⁴²

Compañía	Tipo de Vinculación	Funcionario	Cargo	Participación
Construcciones y Servicios de Minería Consermin S.A.	Accionarial	Ramiro Galarza Andrade	Presidente / Gerente General	30,50%
Valsolar Ecuador S.A.	Accionarial		-	30,00%

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

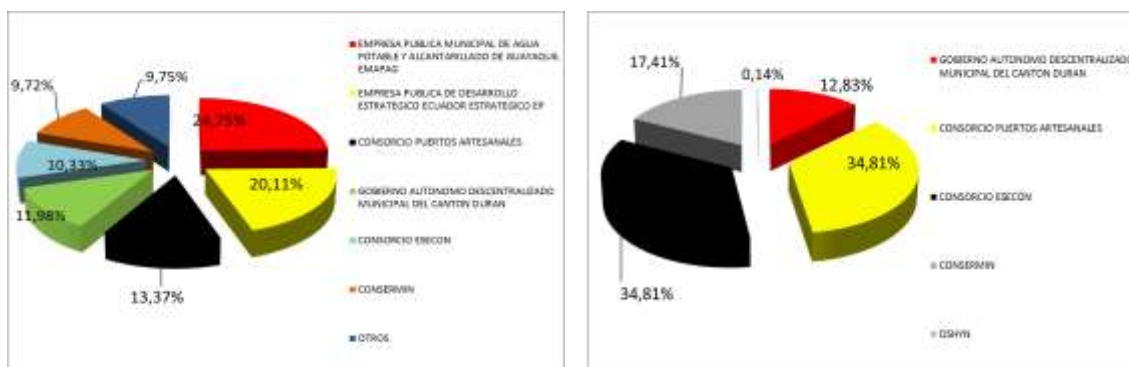
Clientes

La compañía oferta sus servicios en el SERCOP, a través de licitaciones en el módulo facilitados de compra pública USHUAY. La compañía licita especialmente obras de alcantarillado, agua potable, saneamiento, plataformas petroleras y obras de construcción vial, entre otros.

Los principales clientes de la compañía, a enero de 2019 fueron empresas públicas, no obstante, ESEICO S.A. también tiene dentro de sus objetivos ampliar su cartera de clientes privados; en función de ello el portafolio de clientes de la compañía se conformó de la siguiente manera:

⁴² Además, la compañía tiene participación dentro de varios consorcios (Consortio E Y C, Consortio Carrizal Chone, Consortio Aguas De Manta, Consortio Eseico Cuenca, Consortio Tarqui, Consortio Rio Mataje, Consortio Spondylus, Consortio San Placido, Consortio Montecristi, Consortio Puertos Artesanales, Consortio Eseico & Inhisa, entre otros)

GRÁFICO 5: CLIENTES A DICIEMBRE 2018 Y ENERO 2019



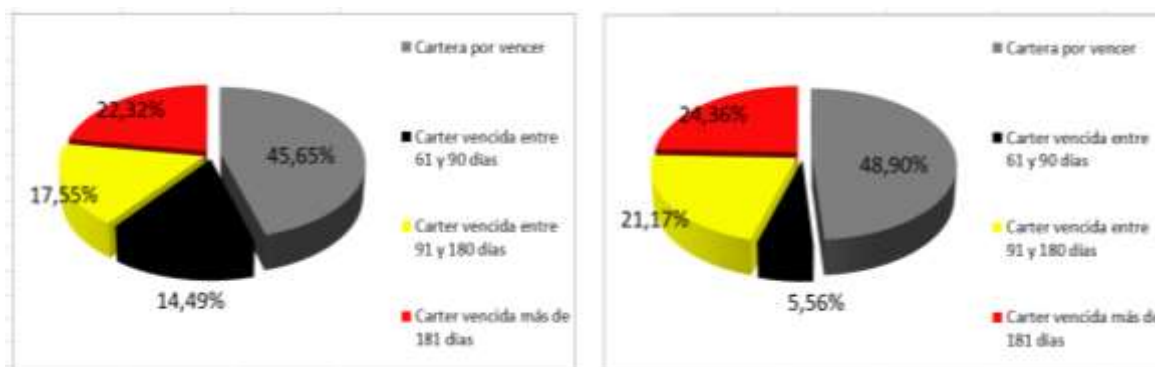
Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a las políticas de crédito de la empresa, se debe indicar que ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., para sus deudores por prestación de servicios ha definido políticas que permiten controlar el riesgo de pérdidas por incobrabilidad y por incumplimiento en sus pagos. Entre sus políticas de crédito más importantes se encuentran:

- Analizar la capacidad real de pago de la entidad en el tiempo.
- Establecer un periodo de tiempo adecuado para el pago de las obligaciones, de común acuerdo con la entidad contratante, que no supere los dos años de plazo.
- Suscribir un fideicomiso de rentas irrevocables con el Banco Central del Ecuador, estableciendo para el efecto un cronograma de pagos, en función del plazo antes señalado.

Al 31 de enero de 2019, la cartera estuvo compuesta por el 48,90% por la cartera por vencer (45,65% a diciembre de 2018), presentando una considerable proporción de la cartera vencida, por lo cual es importante que la compañía mejore su gestión de cobranzas para mitigar el riesgo de incobrabilidad, tomando en cuenta que la cartera vencida a más de 181 días fue la más significativa con 24,36%. Conforme a lo indicado por la administración de la compañía, estos resultados obedecen a las limitaciones de recursos de las instituciones públicas, no obstante, la gerencia general y departamento financiero están realizando las gestiones con las entidades públicas pertinentes a fin de reducir la cartera vencida. Las cuentas por cobrar a clientes se presentaron bajo la siguiente estructura:

GRÁFICO 6: ESTRUCTURA DE LA CARTERA A DICIEMBRE 2018 Y ENERO 2019



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

Por su parte, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se maneja con varios proveedores nacionales e internacionales de maquinaria, equipos y materiales para la construcción. Gracias a su trayectoria, constante crecimiento, buena posición en el mercado y volumen de sus adquisiciones, la compañía

mantiene condiciones favorables en términos de precio, tiempo de entrega, calidad del producto y condiciones de pago que incluyen crédito a 30, 60 y 90 días.

A enero de 2019, los principales proveedores de la compañía fueron CORPETROLSA S.A, HELVY ELISA ALDEA ROMERO y HOLCIM ECUADOR S.A., con una participación sobre los costos de obra de 10,45%, 10,27% y 8,40%, adicional a estos trabajó con varios proveedores con una participación inferior al 6,00% que representó el 70,88%, lo que refleja que la empresa no mantiene concentración, ni dependencia en ningún proveedor.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Entre las principales estrategias de ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. se encuentran:

- Diversificación de cartera de clientes y productos a ofrecer.
- Implementar planes de financiamiento para sus clientes.
- Incursionar con CONSERMIN en el mercado petrolero.
- Mejoramiento de procesos internos que le permitirán incrementar la eficiencia de los activos y del capital humano.
- Incursionar en la conformación de asociaciones estratégicas con empresas municipales, para promover proyectos de interés local y conjuntamente financiar dichas obras.
- Automatización de procedimientos críticos como el control de ejecución económica de los proyectos y la generación y cobro de planillas.
- Ampliar su radio de acción en las provincias orientales y/o países fronterizos.
- Entre otras.

Políticas de Precios

La mayoría de contratos de la empresa son con el sector público, por esta razón, la compañía se sujeta a los precios del Sistema Nacional de Contratación Pública en la que los precios referenciales por la realización de la obra son establecidos por la entidad contratante en base a estudios realizados por sus consultores. Por ello, la compañía cuenta con un Departamento Técnico que analiza cada licitación en la que participan, formulando las siguientes políticas para sus precios:

- Establecer precios reales de mercado.
- No participar en licitaciones de cuyo análisis se estime que los precios referenciales no permitirán la conclusión de la obra contratada.
- Realizar una estimación de los costos ocultos de la obra y traducirlos en precios de su oferta.
- Establecer una utilidad teórica en cada licitación.

Por la experiencia de la compañía en el mercado, y sobre todo en cuanto a los precios referenciales de los contratos públicos, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., ha determinado que existen factores que implican “costos ocultos” en las licitaciones que deben asumir los contratantes y que usualmente corresponden a:

- Subestimación de los plazos de ejecución de las obras.
- Falta de oportunidad en el pago de planillas.
- Dificultades presentadas en el terreno donde se realizará la obra.
- Falta de oportunidad en las expropiaciones a cargo de la contratante.

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., no siempre presenta la oferta de menor precio, pero sí la más acertada, lo que le ha permitido concluir exitosamente todas sus obras y ganar reconocimiento por parte de sus clientes.

Política de Financiamiento

Durante los últimos años, la principal fuente de fondeo para ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., fueron los pasivos y fundamentalmente los anticipos a largo plazo recibidos de parte de sus clientes para la ejecución de los diversos proyectos en los que trabaja la empresa.

Los pasivos de la compañía a diciembre de 2016 y 2017, pasaron de USD 38,10 millones a USD 41,27 millones, de los cuales en promedio el 17,46% corresponde a deuda con costo, la misma que se encuentra constituida fundamentalmente por obligaciones con instituciones financieras, mercado de valores y por el saldo relacionado con el arrendamiento financiero correspondiente a leasing de vehículos. Para diciembre 2018 el total de pasivos alcanzó USD 33,58 millones de los cuales el 36,40% corresponde a deuda con costo evidenciando un notable crecimiento.

Al cierre de enero de 2019, la deuda financiera de la compañía financió el 36,59% del total de activos, misma que estuvo conformada por obligaciones bancarias, emisión de obligaciones vigentes y arriendo mercantil.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA CON COSTO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 Y ENERO 2019



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

Por las características del negocio y el crecimiento que ha tenido la empresa, se han presentado inversiones en bienes de capital y bienes inmuebles. Entre sus principales adquisiciones se encuentra: maquinaria como mixers, plantas de hormigón, volquetes, excavadoras, retroexcavadoras etc. Adicionalmente, la compañía adquirió oficinas en la ciudad de Guayaquil y luego de adquirir un terreno, construyó oficinas y campamento en la ciudad de Manta, ambos indispensables para el desarrollo de las operaciones de la empresa.

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

Al constituirse como una Sociedad Anónima regida por las leyes ecuatorianas, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se encuentra sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y otros.

Por otro lado, debe acotarse que las obras que ejecuta la compañías se realizan cumpliendo con todas las normas ambientales previstas en la Ley de Gestión Ambiental, Normas Regionales, Reglamentos, Ordenanzas Provinciales y Municipales, y más disposiciones relacionadas con el tema ambiental que se cumplen en total observancia de lo establecido en el Texto Unificado de Legislación Ambiental Secundaria y Medio Ambiente.

Además, la empresa en cada uno de los proyectos u obras en las que trabaja, cumple con cada requisito y especificación técnica definido por la entidad contratante. Así por ejemplo, los materiales y/o equipos deben cumplir con las normas establecidas en los respectivos contratos con las entidades señaladas, e incluso la

metodología constructiva debe adecuarse a cada proyecto de manera particular, requiriendo la aprobación de la Fiscalización y la Administración del Contrato, como representantes de la entidad contratante.

Finalmente, es válido señalar que la empresa, cumple con todas las normas en materia de seguridad industrial y salud ocupacional para su personal, contando además con mecanismos administrativos para investigar incidentes y accidentes de trabajo, de modo que se puedan evitar y controlar condiciones peligrosas, previniendo y precautelando la seguridad de cada uno de sus trabajadores.

Responsabilidad Social y Ambiental

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. por el tipo de obras que ejecuta tiene contacto directo con la población de los sectores en los que trabaja, por tanto, busca tener un grado razonable de sociabilización de sus proyectos antes de ejecutarlos, ya que en algunos casos las personas creen que van a ser afectados sus bienes y pertenencias, por las expropiaciones que puedan existir, o por la creación de zanjas que se abren cerca de las viviendas o en la vía pública.

Por esto, la empresa por iniciativa propia y en coordinación con las entidades contratistas, brindan asistencia técnica a las familias del sector involucrado, evitando que las personas sean evacuadas de sus viviendas sin antes haber contado con una solución a su reubicación, indemnizaciones, pago de expropiaciones, pago de plantaciones, etc., evitando que las personas sean perjudicadas y no se interrumpa la ejecución de las obras.

ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. adicionalmente entrega una Póliza de Responsabilidad Civil a la entidad contratante con el objetivo de cumplir una función social de resarcimiento frente a consecuencias no deseadas al momento de ejecución de las obras.

Por último, es importante destacar que ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., A la fecha de corte de éste informe colabora con la Fundación Virgen de la Merced y apadrina a varios niños cada año.

Eventos Importantes

- Uno de los accionistas de la compañía compró acciones de Construcciones y Servicios de Minería Consermin S.A., logrando una relación estratégica importante, con lo cual ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. espera ser más eficiente en el manejo de sus costos.
- Con resolución GG-LICO-EMAPAG-EP-3B-2018 emitida por el Gerente General de la Empresa Municipal de Agua potable y Alcantarillado de Guayaquil, se adjudica el día 6 de diciembre de 2018 la contratación de la Construcción de la Fase II de la Estación de Bombeo (EB-ML3) y la Instalación del a línea de impulsión desde la EB-ML3 hasta la planta de tratamiento MI Lote por USD 3'472.823,73.

Riesgo Legal

Según lo reportado por la administración de la compañía, ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., registra dos procesos legales en su contra cuya cuantía es de USD 20.000 y USD 2.900 (Por un pago). Además, la empresa registra una demanda por cobro de facturas por parte de la compañía ECUADESCUENTO S.A. que compró una factura a la empresa FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A. proveedor de la compañía, cuya deuda real es inferior a USD 148.000.

Liquidez de los títulos

Con fecha 09 de noviembre de 2017, el Agente Colocador inició la venta de los valores de la clase A, finalizando la misma en un 100% el 06 de febrero de 2018, mientras que la clase B inició el 22 de febrero de 2018 y culminó su venta el 23 de julio de 2018, logrando vender de esta manera el 100,00% del monto aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

La empresa, ha participado en el Mercado de Valores con Emisiones de Obligaciones y una titularización de flujos, tal como se aprecia a continuación:

CUADRO 17: EMISIONES VIGENTES A ENERO 2019

Emisión	Año Aprobación	Resolución	Monto Emitido y Nominal	Saldo de Capital
		Aprobatoria SIC		
Emisión de Obligaciones	2012	Q.IMV.2012.5291	2.500.000	Cancelada
Emisión de Obligaciones	2014	SCV.IRQ.DRMV.2014-03965	3.500.000	Cancelada
Titularización de Flujos	2013	Q.IMV.2013.5509	3.300.000	Cancelada
Emisión de Obligaciones	2014	SCV.IRQ.DRMV.2014.03985	3.500.000	Cancelada
Emisión de Obligaciones	2017	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00022038	4.000.000	2.833.333
Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00004180	4.000.000	4.000.000

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

CUADRO 18: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
ago-18	0	0	22	-
sep-18	0	0	20	-
oct-18	0	0	22	-
nov-18	0	0	21	-
dic-18	2	298.000,00	19	0,11
ene-19	1	10.000,00	22	0,05

Fuente: BVQ y BVG / Elaboración: Class International Rating

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

Situación del Sector

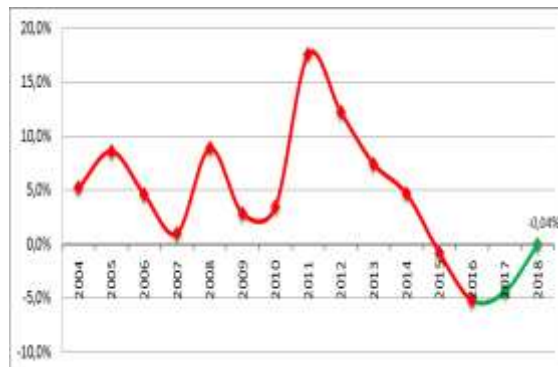
Según la CEPAL, la expansión económica y los aumentos de productividad de los países están muy ligados al comportamiento de la inversión en capital humano, tecnología, infraestructura, maquinaria y equipo. Sin embargo, no solo estas modalidades de inversión afectan el crecimiento y la productividad, el capital natural también incide en la dinámica y sustentabilidad de estas variables. En este contexto, la dotación y calidad de los servicios de infraestructura, así como la expansión y sustentabilidad de los recursos naturales y la recreación de los sistemas naturales y el medio ambiente, tienen un impacto significativo sobre el desarrollo productivo. El sector de la construcción comprende cuatro tipos de edificaciones: obra pública, obras sanitarias o municipales, vivienda, edificaciones y construcciones informales.

Si bien el sector de la construcción se ha constituido como uno de los más importantes en la economía del país (representando cerca del 8,8% del PIB en 2017), desde el tercer trimestre del 2015 se encuentra en una etapa de recesión, siguiendo el mismo ciclo de la economía; aunque con una contracción más intensiva.

El dinamismo de la construcción se vio afectado, pues tiene una relación directa con la inversión en obras públicas, así como en la oferta y demanda de vivienda, que se ha contraído por los bajos ingresos del Estado y la contracción en los ingresos de los hogares. De acuerdo a las cifras provistas por el Banco Central del Ecuador, este sector fue el de mayor reducción en 2017 (-4,8%). De acuerdo con la Cámara de la Industria de la

Construcción, la ley de Plusvalía es una de las causantes de la contracción en la actividad de la construcción⁴³. En el primer trimestre de 2018 llegó a -0,4, esto refleja una mejoría pese a que el crecimiento del sector sigue en negativo.⁴⁴

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DEL PIB DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la variación de precios de construcción (maquinaria, materiales, equipo y maquinaria), estos posiblemente sean más bajos, debido a una menor actividad económica. Durante el 2016, el índice presentó una tasa negativa del -3,91% periodo en el que se ven los efectos de la crisis mundial y mientras al cierre de 2018 tuvo una tasa de 1,49% (0,43% a diciembre 2017), es decir, una ligera recuperación. Por su parte para enero de 2018, este índice creció en 2,12%⁴⁵.

La actividad económica de la construcción registró una tasa de crecimiento de 1,2%, que se explica por el incremento del número de operaciones de crédito del Sector Financiero Privado y de la Economía Popular y Solidaria destinadas a Vivienda de Interés Público (VIP), que pasaron de 750 a 1.003, mostrando una tasa de variación de 33,7%, así como por mayores operaciones destinadas al crédito inmobiliario que alcanzaron 4.466, con una tasa de variación de 12,8%.⁴⁶

De acuerdo a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU) del INEC, la construcción es el quinto sector con mayor participación en el empleo total. Debido al entorno económico, se registra una contracción de 39.093 de empleos adecuados y un repunte de 48.357 empleos inadecuados. Lo que implica que si bien el empleo del sector de la construcción aumentó en el último año en alrededor de 9.300 plazas de empleo, estas se concentran en empleo inadecuado, el cual va en aumento desde el año 2013⁴⁷. Para el 2018, esta tendencia podría continuar en caso de que la economía mantenga bajos niveles de crecimiento.

Finalmente, entre las barreras de entrada que se puede identificar en la industria que se desenvuelve ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. se encuentra el valor monetario en la adquisición de materiales de construcción, los gastos de operación y mantenimiento que estos demandan, el factor reputacional y la experiencia en el industria que llegue a tener cada uno, ya que las empresas que solicitan estos servicios son altamente exigentes en la seguridad de cada obra y en las fechas de cumplimiento de las mismas. En lo que a barreras de salida se refiere se identifican la culminación de todas las obras iniciadas ya que gran parte de ellas se trabajan con anticipos de terceros.

Expectativas

En el año 2018, las expectativas fueron menos pesimistas, debido a la entrada a una etapa de recuperación económica, impulsada principalmente por un crecimiento en la inversión agregada. Aunque aún existen

⁴³ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/la-construccion-se-ha-mantenido-24-meses-en-decrecimiento>

⁴⁴ <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=11089>

⁴⁵ <http://www.ecuadorenefiras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion/>

⁴⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1144-ecuador-crecio-14-en-el-tercer-trimestre-de-2018>

⁴⁷ <http://www.mundoconstructor.com.ec/noticias/846-panorama-del-sector-de-la-construccion-c3%83n-en-el-2017.html>

oportunidades de mercado, acceder a ellas en el 2019 será más desafiante para el sector. El reto como participante del sector consiste en aprovechar el crecimiento de la economía en los próximos años.

El comportamiento del sector el siguiente año será un indicador de lo que puede venir en el siguiente quinquenio. Sin embargo, el desarrollo de éste también dependerá de las políticas que irá implementando el Gobierno para la reactivación económica. Además, es decisivo reconstruir la confianza perdida para los inversionistas locales e internacionales, así como dar énfasis a la obra pública, entre otros factores. Esperamos que 2019 nos muestre que el sector constructor se está estabilizando para que en los años posteriores alcance la recuperación.⁴⁸

Resulta clave dinamizar este sector y promover mayor actividad. Históricamente, ha sido un pilar fundamental en el desarrollo de la economía. Se requiere de la estabilización del empleo e ingresos en la economía para retomar la senda de crecimiento. Para esto es importante que el ajuste fiscal no sacrifique la inversión pública, clave para impulsar el desarrollo de este sector y de la economía.⁴⁹

El plan “Casa para Todos” para construir 325.000 viviendas, propuesto por el Presidente actual, podría ser una especie de tabla de salvación para el sector para que no siga decreciendo, más que por un crecimiento natural del sector. Esto junto con la derogación que se debe hacer de la “Ley de Plusvalía” después del resultado de la Consulta Popular, podría tener un mejor efecto en general, potenciando el sector a ser nuevamente el más relevante de la macroeconomía y, con ello, ayudar al total del PIB a marcar su rumbo de ascenso.⁵⁰

Posición Competitiva de la Empresa

Desde el año 2009 hasta el año 2015, ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., ha venido ubicándose en el mercado de la construcción como una empresa líder en temas de agua potable con facturación anual entre los USD 30 y USD 40 millones. En el último semestre del 2016 la compañía conformó nuevos consorcios con los que se incursionó en obras civiles como por ejemplo la construcción de Puertos Artesanales en la ciudad de Manabí y la reconstrucción de algunas vías en Manabí. Además, dispone de un amplio inventario de maquinaria y equipo de construcción que le permite emprender diferentes proyectos y asegurar resultados exitosos en calidad y tiempo.

Algunas de las empresas más conocidas y que realizan actividades similares a la de ECUATORIANA DE SERVICIOS INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., aun cuando no fuera específicamente en la construcción especializada en obras de ingeniería hidráulica son: la Constructora ALVARADO-ORTIZ CONSTRUCTORES CIA. LTDA., HIDALGO E HIDALGO, Consorcio CONSTANTI, entre otras. A continuación se ilustra la participación en el mercado de las principales empresas por licitación:

GRÁFICO 9: MERCADO DE CONSTRUCCIÓN POR LICITACIÓN



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

48 <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=11090>

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

50 <https://perspectiva.ide.edu.ec/investiga/2018/02/20/impacto-del-sector-de-la-construccion-en-el-ecuador/>

La compañía opera bajo una estrategia de Enfoque de Diferenciación, es decir que busca segmentos de mercado en los que las empresas competidoras no puedan satisfacer la necesidad de sus clientes y para ello ofrece un servicio orientado hacia el cliente. Además, posee una buena reputación, nunca ha sido calificada como proveedor incumplido con el estado, cuenta con un equipo profesional altamente calificado y ha trabajado en obras de complejidad que han sido culminadas con éxito.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 19: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Recurso humano altamente capacitado y experimentado.	Déficit de servicios básicos AAPP; AASS y riego en el país
Recurso humano comprometido con los objetivos de la empresa y motivado para su horizonte de desarrollo profesional en la empresa y el sistema de remuneraciones e incentivos.	Apoyo gubernamental para el desarrollo de proyectos de infraestructura sanitaria, sistemas de agua potable y riego a través de los gobiernos seccionales
Capacidad de acceso a financiamiento.	
Maquinaria y equipo especializado en cantidad suficiente y calidad apropiada para las labores de la empresa.	Política estatal orientada a la generación de energía renovables para re conformar la matriz energética del país, apoyando a proyectos privados de generación eléctrica, tanto hidráulica, eólica como fotovoltaica
Experiencia en la planificación y ejecución de proyectos de gran envergadura.	
Fidelidad y preferencia de sus proveedores.	
Procedimientos actualizados y acordes a las operaciones de la empresa.	Dinamización de la economía para la inversión estatal en los últimos años
Eficiencia en la ejecución de los proyectos.	Estabilidad y moderación de las tasas de interés
Respecto y cumplimiento de las normas laborales, impositivas y medio ambientales.	Acceso a diversas fuentes de financiamiento
Credibilidad y confianza de sus clientes.	Créditos del BID para desarrollo de zonas deprimidas y carentes de infraestructura
Conocimiento del país y de las zonas de intervención de la empresa.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
Falta de automatización del proceso de generación de planillas de obra.	Poca diversificación en la cartera de clientes
No ha contemplado la implementación de su sistema de administración de riesgos del trabajo SART.	Incertidumbre en las condiciones de licitación de proyectos
Debilidad en la gestión de cobro en los proyectos.	
Débil control de ejecución de obras por el lado del gasto.	Mayores y cambiantes exigencias medioambientales y de seguridad industrial

Fuente / Elaboración: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a vulnerabilidades asociadas con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, entre otros.

Alguno de los riesgos a los que se expone la empresa por la naturaleza de su actividad, comprende riesgos por accidentes de trabajo, riesgo de daños o pérdidas de activos y riesgos de daños contra terceros. Respecto a los riesgos por accidentes de trabajo, es importante señalar que la compañía labora con personal calificado y de experiencia en el ramo, quienes conocen y promueve el cumplimiento de normas de seguridad en los proyectos de trabajo, de manera que se eviten al máximo los accidentes que pudieran sufrir principalmente los trabajadores de campo. Por otro lado, en lo que concierne a las pérdidas de maquinaria y equipo, siendo estos fundamentales para el trabajo y el desarrollo de proyectos de infraestructura, lógicamente la empresa mantiene y opera con maquinaria de primera, en buen estado y a la cual se realizan todos los mantenimientos de rigor. Actualmente, uno de los objetivos generales de la compañía es reducir el tiempo de paralización de la maquinaria por concepto de mantenimientos correctivos, por lo que se espera fortalecer los talleres mecánicos en los proyectos y un programa de mantenimiento preventivo de la maquinaria.

Asimismo, en lo que relacionado con daños a terceros, la compañía trabaja de manera que no se produzcan tales eventos en proyectos que si bien no son diseñados por ellos (en el sector público quien diseña no puede ser el mismo que ejecute un proyecto), son obviamente evaluados de manera previa, determinando que no exista el potencial daño mencionado. En cuanto a la ejecución de los proyectos con el sector público, debe resaltarse que

el riesgo se mitiga toda vez que para cada uno de ellos existen fiscalizadores, quienes velan por el desarrollo de la obra acorde a las especificaciones del diseño y planificación técnica.

Otro factor de riesgo para la compañía es que siendo los Gobiernos Seccionales sus principales clientes, ésta relación podría verse afectada por factores de orden político que afectaren sus contratos, influyendo en retrasos en los pagos efectuados. De igual forma, la presencia de fenómenos climáticos adversos podría comprometer el normal desarrollo de las obras que se encuentren en curso y por lo tanto retrasar las entregas de las mismas, lo que de cierto modo afectaría los flujos de la compañía. Lejos de lo anterior se encontraría fuertes descensos en el nivel de inversiones que hasta ahora el Gobierno ha venido realizando y planea realizar en relación a infraestructura de agua potable y saneamiento como ya se mencionó anteriormente.

En cuanto a proveedores, debe indicarse que la empresa por su actividad no depende de un solo proveedor o de un proveedor principal, pues al contrario tiene una gama de proveedores muy amplia de los diversos materiales e insumos que utiliza para la construcción de los proyectos, entre los que se encuentran proveedores de tubería de PVC, de materiales pétreos, cemento, acero, maquinaria y equipos, material de ferretería, entre otros. Prácticamente todos los proveedores con los que trabaja la compañía se encuentran en el mercado local; sin embargo, la empresa también realiza importaciones directas justificadas por volumen (sobre todo en el caso del acero y del hierro dúctil) o por especificaciones técnicas de los clientes.

Asimismo, para protegerse y compartir algunos de los riesgos a los que anteriormente se hizo mención, la compañía, cuenta también con pólizas de seguro vigentes en los siguientes ramos: vehículos, incendio y líneas aliadas, robo y asalto, responsabilidad civil extracontractual, equipo y maquinaria, accidentes personales, y especialmente todo riesgo contratista para las obras que se encuentren en construcción, contratados con reconocidas aseguradoras a nivel nacional. Las pólizas tendrán una vigencia hasta mayo de 2019.

Finalmente, en cuanto al manejo y respaldos de la información de la compañía, su administración señala que dentro de sus políticas informáticas se encuentra: la realización de un respaldo diario del sistema contable a través de una herramienta proactiva de respaldos incremental y la realización de un respaldo de los computadores una vez cada 15 días. Además, la empresa cuenta con un servidor principal en el que se encuentra instalada la máquina virtual Linux del sistema contable Bones, y otro servidor para el sistema de Activos con Oracle. La compañía tiene identificadas actividades relacionadas a un plan de contingencia para recuperar la operatividad de los equipos, servidores e incluso de los sistemas contables y de activos.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.**, se realizó en base a los informes auditados de los años 2015,2016 y 2017, junto a los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados cortados 31 de diciembre de 2018, 31 de enero de 2018, al y al 31 de enero de 2019.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de obra de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., presentaron un comportamiento creciente durante el periodo 2015-2017 pasando de USD 36,24 millones a USD 66,55 millones, pues le fueron adjudicadas importantes obras a través de contratos directos y consorcios con el Estado (ruta del SPONDYLUS, el Viaducto de Manta, entre otros), no obstante, para diciembre de 2018 se presentó una reducción considerable (-50,53%) en relación a diciembre 2017, arrojando USD 32,92 millones, debido a que varios proyectos fueron culminados en el año 2017.

A enero de 2019, los ingresos de la compañía registraron USD 1,44 millones, mostrando una contracción significativa de 47,75% respecto a enero de 2018 (USD 2,75 millones), lo que obedeció a una participación menor en los proyectos y a la contracción del sector de la construcción, especialmente en el sector público.

Es importante mencionar que los ingresos de obra de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., comprenden los ingresos por planillas normales y de reajuste, así como también a

ingresos por el alquiler de maquinaria. Además, se debe indicar que los ingresos por obra de la empresa, son registrados en base al avance de las obras, de acuerdo a los contratos previamente firmados, estableciéndolos en las correspondientes planillas de las obras que emite el departamento técnico de la empresa a nombre de la institución contratante.

Dentro de los costos directos de obra de la compañía, están los materiales, la mano de obra, el mantenimiento, las depreciaciones, alquiler de equipos, costo de transporte y seguros relacionados con la ejecución de los diferentes proyectos contratados. Con respecto a su tendencia se debe indicar que estos se mantuvieron relativamente constantes, pues de 74,12% de los ingresos en 2016 pasaron a 75,53% al cierre de 2018 (76,68% en 2017), lo que evidencia un manejo adecuado de los mismos a lo largo de los años, reflejando además cierta estabilidad también en su margen bruto.

A enero de 2019, los costos de obra representaron el 60,34% de los ingresos, mostrando un decrecimiento frente a lo registrado en enero de 2018 cuando significaron un 65,28%, gracias a que muchos de los costos han disminuido debido a que en las fases finales de ejecución se están desarrollando obras civiles que no implican la utilización o colocación de equipos especializados que normalmente incrementa los costos y disminuyen los márgenes de rentabilidad. Estos resultados le permitieron mejorar su margen bruto, el mismo que pasó de representar un 34,72% de los ingresos en enero de 2018 a un 39,66% en enero de 2019.

Por su parte, los gastos de operación de la empresa, que incluye rubros como: sueldos, aportes, beneficios sociales, honorarios, arrendamiento operativo, transporte, servicios básicos, entre otros; durante el periodo 2015 -2017 tuvieron un comportamiento decreciente al pasar de 25,89% respecto a los ingresos en 2015 a 19,17% al cierre del 2017, no obstante, en diciembre 2018 presentaron un ligero crecimiento a 20,37% de los ingresos.

Para enero de 2019, los gastos operacionales significaron un 34,33% de los ingresos (26,68% de los ingresos a enero de 2018).

A partir del año 2016, la utilidad operacional se mantuvo dentro del rango del 4,00% sobre los ingresos (4,36% en 2016, 4,15% en 2017 y 4,10% en 2018), lo que evidencia un manejo adecuado tanto de sus costos como de sus gastos.

A enero de 2019, el margen operativo fue inferior al presentado en el mismo periodo del año 2018, al significar 5,33% de los ingresos (8,03% a enero de 2018), como consecuencia del crecimiento en la participación de los gastos operacionales sobre las ventas.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros mantuvieron un comportamiento relativamente estable entre 2015 – 2017, significando en promedio el 1,73% de los ingresos, sin embargo a diciembre 2018 la participación se incrementó a 4,51% (5,25% a enero de 2019), mismos que están derivados del incremento de sus obligaciones con costo.

Después de descontar otros ingresos y egresos, además de los gastos financieros, impuestos y participaciones de trabajadores, la compañía generó una utilidad neta con un comportamiento creciente en términos monetarios entre los años 2015-2017, que pasó de USD 57,37 mil (0,16% de los ingresos) a USD 1,41 millones (2,12% de los ingresos), no obstante, para el año 2018 disminuye de manera importante hasta registrar USD 0,60 millones (1,82% de los ingresos), lo que estuvo atado a la reducción de sus ventas.

Al 31 de enero de 2019, la utilidad antes de impuestos y participación de trabajadores llegó a representar el 2,97% de los ingresos, inferior a lo registrado en enero de 2018 cuando significó el 6,06% de los ingresos, esta diferencia en términos porcentuales se debe a los importantes proyectos y contratos que mantuvo vigentes y su avance durante 2018. Esto refleja que el comportamiento de los ingresos y por tanto de la utilidad, obedecen a un carácter cíclico de contratación de proyectos (sobre todo en el sector público).

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE), presentaron una tendencia creciente entre los años 2015 – 2017, producto del comportamiento al alza de su utilidad neta, no obstante a diciembre 2018 se presentó una notable reducción, debido a la contracción demostrada en su resultado final, demostrando similar comportamiento para los periodos interanuales.

CUADRO 20, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2015	2016	2017	2018
ROA	0,15%	1,84%	2,67%	1,31%
ROE	0,58%	8,87%	12,17%	4,90%

Indicador	ene-18	ene-19
ROA	0,32%	0,09%
ROE	1,53%	0,35%



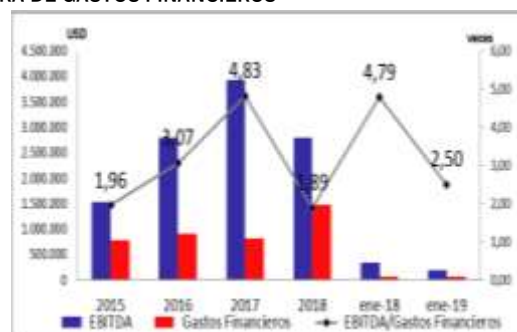
Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado), presentó un comportamiento variado sobre los ingresos, pues luego de significar un 6,74% en 2016, pasó a 5,90% en 2017 y un 8,52% al cierre de 2018 (13,13% en enero de 2019). A pesar de dichas fluctuaciones el flujo propio se mostró aceptable para cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 21, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Concepto	2015	2016	2017	2018
EBITDA (acumulado) (miles USD)	1.537	2.793	3.927	2.804
Gastos Financieros (miles USD)	785	909	814	1.483
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros (veces)	1,96	3,07	4,83	1,89

Concepto	ene-18	ene-19
EBITDA (acumulado) (miles USD)	340	189
Gastos Financieros (miles USD)	71	75
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros (veces)	4,79	2,50



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. mostraron un crecimiento constante durante 2015 - 2017, pasando de USD 38,16 millones a USD 52,85 millones, como efecto de mayores documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados, propiedad, planta y equipo principalmente.

A partir del año 2018, los activos totales disminuyen a USD 45,77 millones y USD 45,15 millones en enero de 2019, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar clientes no relacionadas y relacionadas, así como en su propiedad, planta y equipo e inversiones en subsidiarias.

La estructura de los activos estuvo conformada principalmente por activos corrientes, mismos que en promedio (2015-2018) representaron el 61,35% del total de activos, y el restante 38,65% por activos no corrientes.

Dentro de los activos corrientes su rubro más importante a diciembre 2018 fue: cuentas por cobrar relacionados y no relacionados que representaron en conjunto un 28,26% de los activos (27,07% a enero de 2019), otras cuentas por cobrar 14,49% (21,65% a enero de 2019⁵¹) y los inventarios suministros o materiales 11,84% (12,43% a enero de 2019).

En cuanto a los activos no corrientes se destacan la propiedad planta y equipo neto, que ha variado durante los últimos años conforme la operación de la empresa lo ha requerido, significando en promedio (2015-2018) el 19,40% de los activos totales (25,10% a enero de 2019). Las inversiones registradas al largo plazo, en promedio representaron el 19,09% durante los años 2015-2018 (10,67% a enero de 2019) mismas que estuvieron constituidas por inversiones en Consermin y Valsolar Ecuador S.A. La disminución en esta cuenta se debe a que se vendió los Derechos Fiduciarios de San Patricio un activo que representaba USD 4,8 millones.

Pasivos

Los pasivos totales, al igual que los activos, experimentaron en términos monetarios un incremento entre los años 2015 – 2017, pues pasaron de USD 28,22 millones (73,94% de los activos) a USD 41,27 millones (78,07% de los activos).

Para diciembre 2018 el pasivo decreció a USD 33,58 millones (73,37% de los activos), mientras que a enero de 2019 lo hizo a USD 32,92 millones (72,90% de los activos), lo cual estuvo sustentado por la reducción en otras obligaciones corrientes, anticipo de clientes, entre otras.

La estructura de los pasivos totales reflejó un mayor fondeo de parte de los pasivos de largo plazo con un promedio entre los años 2015-2018 del 50,65% (49,81% a enero 2019), donde las cuentas que financian en mayor proporción al activo en promedio fueron anticipo clientes 26,56% (12,04% a enero 2019), seguido de obligaciones con instituciones financieras 15,83% (28,53% a enero 2019).

Por su parte los activos corrientes financiaron en promedio (2015-2018) al activo en un 25,50% (23,10% a enero 2019), siendo las cuentas más representativas en promedio las cuentas y documentos por pagar (proveedores) 12,15% (13,47%), seguido de obligaciones con instituciones financieras 7,50% (6,03% a enero 2019).

Es importante manifestar que en el trascurso del último año las obligaciones financieras han ido ganando protagonismo, debido a que normalmente la empresa trabaja con los anticipos recibidos por los clientes y éstos han sido amortizados casi en su totalidad, por lo tanto, la compañía ha requerido apalancamiento financiero mediante créditos bancarios y mercado de valores para culminar las obras dentro de los plazos establecidos y no esperar al cobro de planillas para el avance de obra.

⁵¹ Otras cuentas por cobrar (garantías por cobrar, préstamos empleados y anticipos proveedores)

Patrimonio

El financiamiento de los activos por parte del patrimonio fue ligeramente creciente, ya que pasó de 20,77% en el 2016 a 26,63% en diciembre de 2018 y 27,10% en enero de 2019, lo que estuvo ligado a mayores resultados acumulados. En lo que respecta a su estructura, se debe indicar que el capital social en promedio (2015-2018) financió el 12,32% de los activos (12,44% en enero de 2019) y desde el 2015 se ha mantenido sin variaciones por un valor de USD 5,61 millones. Le sigue en importancia el superávit por revaluación, que en promedio financió el 8,82% (8,60% en enero de 2019).

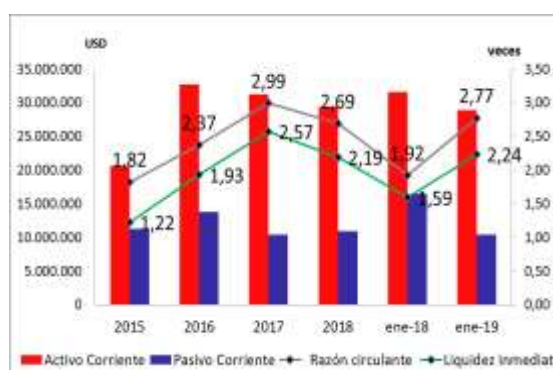
Flexibilidad Financiera

La compañía cuenta con suficientes recursos líquidos para hacer frente a sus pasivos de más corto vencimiento, lo que se refleja en sus indicadores de razón circulante y liquidez inmediata, pues superan la unidad en cada uno de los periodos analizados, resultados que arrojaron además un capital de trabajo, mismo que a diciembre de 2018 significó el 40,36% de los activos y el 40,96% en enero de 2019.

CUADRO 22, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (miles USD)

Cuenta / Indicador	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	20.614	32.693	31.237	29.419
Pasivo Corriente	11.306	13.795	10.445	10.946
Razón circulante (veces)	1,82	2,37	2,99	2,69
Liquidez inmediata (veces)	1,22	1,93	2,57	2,19

Cuenta / Indicador	ene-18	ene-19
Activo Corriente	31.606	28.922
Pasivo Corriente	16.463	10.428
Razón circulante (veces)	1,92	2,77
Liquidez inmediata (veces)	1,59	2,24



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

En cuanto a los indicadores de eficiencia, específicamente periodo de cobro, durante el período comprendido entre el año 2015 y 2018 se determinó que el tiempo promedio en el cual la compañía tarda en hacer efectiva la cobranza de sus facturas fue fluctuante, pasando de 65 días a 143 días (87 días a diciembre 2017). El plazo promedio creció al cierre del período 2018 debido a que existió una demora en los pagos por parte de las empresas públicas, además el nivel de ejecución disminuye por el cierre de ciertos proyectos; estos dos factores afectan directamente en el aumento de días de rotación de la cartera. La administración informó que la Presidencia y la Gerencia General de la Compañía se encuentran constantemente efectuando gestiones con las más altas autoridades de estas instituciones con la finalidad de que se dé prioridad al pago y manifiesta que se ha visto ya resultados positivos desde el primer trimestre del período 2019.

Por otro lado, al referirnos al indicador que mide el período de pago a proveedores, se pudo evidenciar un plazo promedio de 96 días a diciembre 2018 superior a los 34 días obtenidos a diciembre 2017, comportamiento que se presentó por el retraso en el pago por parte de sus clientes que no permitió cancelar oportunamente las obligaciones con proveedores; sin embargo, es importante indicar que hay flexibilidad por parte de ellos lo que permite seguir con la relación comercial y por ende con el movimiento normal de compras de bienes y servicios. Además comentó la administración que durante el trimestre del 2019 han logrado ir cerrando algunas obligaciones que al 31 de diciembre no fue posible hacerlo

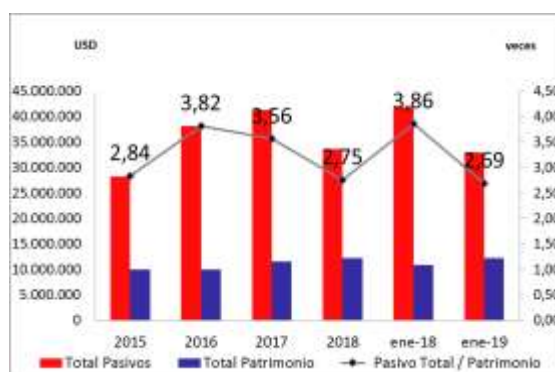
El indicador que mide la duración de existencias por su parte, presentó una tendencia decreciente durante el período 2015-2017, pasó de 94 a 31 días, no obstante, con corte a diciembre de 2018 se ubicó en 80 días. Los inventarios corresponden básicamente a materiales como tubería, bombas y todo tipo de accesorios para la instalación de líneas de conducción de agua potable y manejo de aguas residuales; de acuerdo a la planificación

de ejecución de los proyectos que se desarrollan en las provincias de Manabí y Guayas estos se colocarán en el período 2019 por lo que la empresa indicó que la razón de rotación de los inventarios mejorará en forma importante.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

A lo largo de los periodos analizados, la compañía financió sus actividades en mayor proporción con pasivos, siendo los anticipos a clientes y cuentas por pagar a proveedores los más representativos hasta el año 2017, en adelante se evidenció mayor endeudamiento en obligaciones financieras.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (anualizado) logró cubrir en rangos razonables su deuda financiera, pues al 31 de diciembre de 2018 el indicador reflejó que la deuda podría ser rescindida en un lapso aproximado de 5,94 años y de 6,23 años en enero de 2019.

El indicador Pasivos Totales/EBITDA (anualizado), demostró que la compañía podría cancelar todos sus compromisos en 11,97 años en diciembre de 2018 y 12,41 años en enero de 2019.

Contingentes

Al 31 de enero de 2019, la compañía no registró operaciones como garante ni como codeudor.

Liquidez de los instrumentos

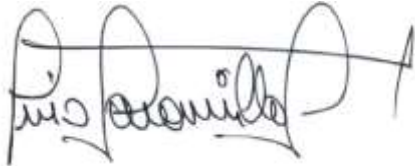
Situación del Mercado Bursátil⁵²

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

⁵² <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

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

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Andrea Salazar
Analista

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	282.757	2.857.310	692.370	138.352	2.741.227	243.964
Doc. y cuentas por cobrar clientes	6.492.013	13.307.072	15.838.025	15.133.801	12.936.047	12.223.648
Inventarios, suministros o materiales	6.773.229	6.058.984	4.358.794	5.384.071	5.420.567	5.613.805
Otros activos corrientes	7.065.822	10.469.375	10.347.379	10.949.909	8.321.302	10.840.690
ACTIVO CORRIENTE	20.613.821	32.692.741	31.236.568	31.606.133	29.419.143	28.922.108
Propiedad planta y equipo neto	6.755.508	5.438.538	12.452.395	12.149.482	11.456.896	11.333.225
Otros activos no corrientes	10.790.942	9.948.480	9.165.977	8.927.774	4.894.941	4.894.941
ACTIVO NO CORRIENTE	17.546.449	15.387.019	21.618.372	21.077.256	16.351.837	16.228.166
TOTAL ACTIVOS	38.160.270	48.079.759	52.854.940	52.683.389	45.770.980	45.150.274
PASIVOS						
Cuentas y documentos por pagar	3.839.157	7.276.906	4.821.411	10.795.679	6.540.586	6.081.882
Obligaciones instituciones financieras	5.414.418	2.867.855	2.121.499	2.362.023	2.672.469	2.722.450
Otros Pasivos Corrientes	2.052.706	3.650.546	3.501.676	3.305.679	1.732.515	1.623.554
PASIVOS CORRIENTES	11.306.281	13.795.307	10.444.587	16.463.380	10.945.570	10.427.886
Obligaciones Instituciones Financieras y emisión de obligaciones	4.284.957	5.156.063	6.785.639	8.144.841	13.057.465	12.882.495
Anticipos clientes	10.805.380	17.476.151	15.753.203	15.230.954	5.388.006	5.436.838
Otros pasivos no corrientes	1.818.637	1.668.041	8.282.649	1.996.435	4.188.905	4.169.300
PASIVOS NO CORRIENTE	16.908.973	24.300.256	30.821.490	25.372.231	22.634.376	22.488.633
Deuda Financiera	9.878.216	8.088.917	9.567.738	11.204.395	16.661.980	16.520.002
Deuda Financiera C/P	5.414.418	2.867.855	2.121.499	2.362.023	2.672.469	2.722.450
Deuda Financiera L/P	4.463.798	5.221.061	7.446.239	8.842.372	13.989.511	13.797.551
TOTAL PASIVOS	28.215.254	38.095.563	41.266.077	41.835.611	33.579.945	32.916.519
PATRIMONIO						
Capital social	5.614.600	5.614.600	5.614.600	5.614.600	5.614.600	5.614.600
Aportes futura capitalización	11.000	11.000	0	11.000	0	0
Reservas	165.110	165.110	443.205	165.110	584.275	584.275
Superávit por revaluación	4.515.954	3.669.382	3.874.351	3.647.277	3.884.770	3.884.770
NIIF 1era vez	-1.155.162	-1.155.162	-1.155.162	-1.155.162	-1.155.162	-1.155.162
Resultados acumulados	736.200	793.514	1.401.172	2.398.475	2.664.965	3.262.552
Resultado ejercicio	57.314	885.751	1.410.698	166.478	597.588	42.720
TOTAL PATRIMONIO	9.945.016	9.984.196	11.588.863	10.847.778	12.191.035	12.233.755

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
Ingresos de Obra	36.242.502	41.471.761	66.551.828	2.749.004	32.921.231	1.436.243
Costo de obra	26.374.401	30.737.039	51.031.021	1.794.679	24.865.988	866.682
UTILIDAD BRUTA	9.868.101	10.734.722	15.520.807	954.325	8.055.244	569.562
TOTAL GASTOS	9.381.588	8.925.449	12.755.836	733.535	6.705.475	493.043
UTILIDAD OPERACIONAL	486.512	1.809.273	2.764.971	220.790	1.349.769	76.519
Otros ingresos	494.357	658.820	507.372	16.697	1.247.948	41.565
Gastos financieros	785.346	909.793	813.711	71.009	1.483.380	75.363
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	195.524	1.558.300	2.458.632	166.478	1.114.337	42.720
Impuesto a la Renta	108.881	438.804	679.139	0	347.959	0
Participación trabajadores	29.329	233.745	368.795	0	168.791	0
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL EJERCICIO	57.314	885.751	1.410.698	166.478	597.588	42.720

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
Gastos Operacionales / Ingresos	25,89%	21,52%	19,17%	26,68%	20,37%	34,33%
Utilidad Operacional / Ingresos	1,34%	4,36%	4,15%	8,03%	4,10%	5,33%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,16%	2,14%	2,12%	6,06%	1,82%	2,97%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	848,85%	204,26%	196,00%	132,62%	225,87%	179,12%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1370,24%	102,71%	57,68%	42,65%	248,23%	176,41%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,58%	8,87%	12,17%	1,53%	4,90%	0,35%
Rentabilidad sobre Activos	0,15%	1,84%	2,67%	0,32%	1,31%	0,09%
Liquidez						
Razón circulante	1,82	2,37	2,99	1,92	2,69	2,77
Liquidez inmediata	1,22	1,93	2,57	1,59	2,19	2,24
Capital de Trabajo	9.307.540	18.897.433	20.791.982	15.142.753	18.473.573	18.494.222
Capital de Trabajo/Activos Totales	24,39%	39,30%	39,34%	28,74%	40,36%	40,96%
Cobertura						
EBITDA	1.537.436	2.793.375	3.926.723	340.073	2.804.497	188.616
EBITDA (anualizado)	1.537.436	2.793.375	3.926.723	2.178.149	2.804.497	2.653.040
Ingresos	36.242.502	41.471.761	66.551.828	2.749.004	32.921.231	1.436.243
Gastos Financieros	785.346	909.793	813.711	71.009	1.483.380	75.363
EBITDA / Ingresos	4,24%	6,74%	5,90%	12,37%	8,52%	13,13%
EBITDA/Gastos Financieros	1,96	3,07	4,83	4,79	1,89	2,50
Utilidad Operativa/Deuda Financiera	0,05	0,22	0,29	0,02	0,08	0,00
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,24	5,98	0,48	91,38	7,21	1.685,89
Gastos de Capital / Depreciación	0,65	0,47	7,05	0,20	0,27	0,01
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,84	3,82	3,56	3,86	2,75	2,69
Pasivo Total / Capital Social	5,03	6,79	7,35	7,45	5,98	5,86
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	6,43	2,90	2,44	5,14	5,94	6,23
Pasivo Total / EBITDA anualizado	18,35	13,64	10,51	19,21	11,97	12,41
Deuda Financiera / Pasivo	35,01%	21,23%	23,19%	26,78%	49,62%	50,19%
Pasivo Total / Activo Total	73,94%	79,23%	78,07%	79,41%	73,37%	72,90%
Capital Social / Activo Total	14,71%	11,68%	10,62%	10,66%	12,27%	12,44%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	26,06%	20,77%	21,93%	20,59%	26,63%	27,10%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	65	117	87	171	143	264
Duración de Existencias (días)	94	72	31	93	80	201
Plazo de Proveedores (días)	53	86	34	186	96	218

Fuente: ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. / Elaboración: Class International Rating