INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

YAGLODVIAL S.A.

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

29 de mayo de 2020

Periodo de Evaluación

Al 30 de abril de 2020

Contenido

RESUMEN **2**
RACIONALIDAD **2**
DESCRIPCIÓN DE EMISOR **4**
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES **5**
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO 6
RIESGO SECTORIAL 10
RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE 12
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL 16
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA 17
RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO 21
ANEXOS **24**

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA	Actualización	AA+

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

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Primera Emisión de Obligaciones de la compañía YAGLODVIAL S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 5.000.000,00) para la Primera Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados e internos.

Se asigna la calificación de riesgo **"AA"** sin tendencia para la Primera Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

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

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

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 6% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y el deterioro del acceso a los mercados de capitales.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la crisis en la contracción del consumo y la recaudación tributaria, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de financiamiento externo.
- Tendencia del riesgo país es incremental, ubicándose en niveles máximos históricos por la caída significativa del precio del petróleo y el aumento de las necesidades de liquidez para solventar la crisis sanitaria. Encarecimiento del fondeo en el mercado de capitales.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- La contracción significativa de la demanda y las restricciones de movilidad a nivel mundial han deteriorado las actividades productivas y comerciales, por lo que este año se espera que la economía mundial en su conjunto decrezca.

Riesgo Sectorial: Bajo

- El sector de la construcción se caracteriza por ser intensivo en capital, requerir altas inversiones en maquinarias y economías de escala de las grandes empresas, lo que, a su vez, reduce el riesgo de nuevos competidores.
- YAGLODVIAL S.A. se especializa en la actividad de excavación, nivelación y movimiento de tierras. En este subsector existe menor concentración de competidores debido al grado de especialización que se necesita para desarrollar la actividad y la necesidad de la misma en la mayoría de proyectos del sector.
- Debido al ciclo de decrecimiento económico que atraviesa el país y contracción de la demanda agregada las el sector se ha visto en deterioro constante. Los efectos de la pandemia coronavirus configuran un panorama de lenta recuperación para el sector de la construcción.
- La construcción y actividades relacionadas se posicionan como un eje estratégico del país por su peso en el PIB y la tasa de empleo; por ello, consta como prioritario en el plan de reactivación nacional.

Riesgo Posición del Emisor y Garante: Bajo

- El emisor cuenta con 12 años de experiencia en el mercado en donde se desenvuelve, realizando proyectos con un grado de relevancia y especialización elevado. La empresa se posiciona dentro de las 14 principales empresas del ramo en el área demográfica donde se desenvuelve la misma.
- La diferenciación de la empresa se enfoca en la calidad y especialización del servicio.
- YAGLODVIAL S.A. mantiene 16 proyectos vigentes y 3 proyectos en fase de legalización de contratos.
- Se evidencia una concentración moderada de los clientes debido al mes de abril sus tres principales clientes concentran el 66,35% de la demanda. Por el giro del negocio la rotación de clientes tiende a ser alta.
- Las políticas de cuentas por cobrar y pagar varían de acuerdo a los términos y condiciones de cada contrato.
- La empresa ha enfocado su estrategia corporativa a incentivar los factores comerciales para mitigar el impacto negativo en mención. YAGLODVIAL S.A. espera retomar el nivel de ventas en enero del 2021.
- Analizando la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa se consideran distintos indicadores de rentabilidad. El indicador de Utilidad Neta/Ventas muestra una tendencia positiva favorable hasta abril de 2020 con un valor de 8,56%.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Moderado

- La empresa está encabezada por el presidente de la compañía (Johnny Segundo Azar Naranjo). La composición del rango administrativo se complementa con la gerencia general y la gerencia financiera.
- La empresa presenta una composición familiar. Se destaca la experiencia de la administración dentro del sector representando un factor positivo para la toma de decisiones oportunas y orientadas.
- La Política de la Administración, gestión y procesos se basa principalmente en reconocer cuales son las actividades que desarrolla cada persona del equipo de trabajo, para luego enfocarlas y direccionarlas hacia un mejor y mayor servicio para los clientes
- La empresa no cuenta con un plan de gobierno corporativo, pues no es una exigencia de sus estatutos. Sin embargo, la compañía cuenta con un comité gerencial que se encarga de la toma de decisiones, el cual está formado por: Accionistas, Presidencia, Gerencia General, Gerencia Financiera.
- El emisor mantiene un enfoque hacia el cambio generacional, con el objetivo de asegurar un crecimiento sostenible. Adicionalmente es prioridad de la empresa alcanzar un nivel de internacionalización y una mayor participación de mercado.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- Los activos de la empresa fueron de USD 21,5 millones en el 2019, esto significó un incremento representativo con respecto al 2018 (36,52%). Debido al giro de negocio existe una concentración importante del peso de estos en los activos no corrientes.
- La cartera vencida a más de 120 días presenta una concentración considerable y por ende un riesgo inherente, esta concentración se debe en gran parte a los atrasos en los pagos de los clientes producto de la contracción de a liquidez de los agentes económicos por la pandemia.
- En el estado de resultados se observa una tendencia creciente de la ganancia bruta hasta el 2018, debido a que en el 2019 decreció 33,78% a pesar de que los costos operativos representaron una proporción menor del ingreso.
- La empresa del análisis histórico de sus indicadores financieros fondea sus operaciones con financiamiento externo, las NOF / Ventas de su promedio histórico del año 2017 a 2019 fue de 30,18%.
- El indicador EBITDA/Gastos Financieros presenta estabilidad en los últimos 3 años. En abril de 2020 este indicador fue de 2,97 veces lo cual indica que la empresa mostró solvencia y holgura para cumplir con sus obligaciones financieras.

Riesgo de Liquidez, Solvencia y Garantías del Emisor y Valor: Bajo

- Se observa que se han realizado 07 transacciones durante el periodo enero de 2019 a marzo de 2020 en el mercado secundario para la Primera Emisión de Obligaciones de YAGLODVIAL S.A.
- El emisor presentó una solicitud de diferimiento del cupón 3, el cual se cancelará conjuntamente con el cupón 4 de la emisión teniendo en cuenta el valor del dinero en el tiempo y fue aprobado en Junta de Obligacionistas.
- La razón de liquidez promedio semestral de noviembre 2019 a abril 2020 fue de 2,23; mientras que los activos reales sobre pasivos exigibles fueron de 1,64 veces a abril 2020. YAGLODVIAL S.A. muestra indicadores de liquidez saludables y cumplió con los resguardos de ley
- La presente emisión de obligaciones cuenta con una garantía específica consistente en un contrato de Fianza Mercantil.
- Se consideran como riesgos previsibles la continuidad de proyectos y la recuperación de cartera dada la coyuntura que atraviesa el país.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

YAGLODVIAL S.A. es una constructora que se constituyó mediante escritura pública el 20 de febrero de 2008. Su actividad principal es la construcción de obras civiles, venta al por mayor y menor de materiales, piezas y accesorios de construcción; actividades de explotación de canteras, venta de maquinaria en general; compra, venta, alquiler y explotación de bienes muebles e inmuebles.

Es una empresa comprometida con el desarrollo y producción del país, mediante la preparación de suelos en zonas rurales y urbana; cuenta con un equipo de profesionales calificados que aseguran el cumplimiento de las normas técnicas y al cuidado del medio ambiente.

Hasta el 30 de abril de 2020, la empresa reportó un total de 63 empleados. Además, YAGLODVIAL S.A., hasta el 30 de abril de 2020 obtuvo ventas de más de USD 2,8 millones de dólares con un decrecimiento en la utilidad antes de impuestos de -50,56%. Estas afectaciones se deben principalmente a factores exógenos relacionados a la pandemia coronavirus.

Hechos relevantes

- Mediante resolución emitida por la Superintendencia de Compañías No. SCVS-INC-DNASD-SAS-2019-00007619 con fecha 9 de septiembre de 2019 se APRUEBA el aumento de capital de la compañía.

- La empresa se vio obligada a detener la ejecución de proyectos en el mes de marzo y abril por el coronavirus.
- La Junta de Obligacionistas realizada el 08 de mayo de 2020 se aprobó el diferimiento del cupón 3 de la emisión en circulación.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones

YAGLODVIAL S.A.	
Primera Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado	Hasta USD 5.000.000
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2019-00005330
Saldo sin redimir abril 2020	USD 4.062.500
Junta de Accionistas	21-12-18
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo de la Emisión	Clase **A:** 1,440 días.
Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre LA EMISORA y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero). Se requerirá de la Resolución unánime de los Obligacionistas, tomada en Asamblea General. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	Clase **A:** 8,50% fija anual
Agente Colocador	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
Agente Estructurador y Legal	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General y Específica
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un cuarenta por ciento (40%) para sustitución de pasivos, y en un sesenta por ciento (60%), para financiar capital de trabajo.
Representante de Obligacionistas	Mobo Law Firm Cherrez & Proaño Cía. Ltda.
Garantías Adicionales	Sí

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

De acuerdo con la normativa vigente[1], los valores emitidos contaran con una Garantía General otorgada por YAGLODVIAL S.A.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La emisión de obligaciones está respaldada con garantía general por parte de YAGLODVIAL S.A., por esto se revisa la composición de los activos de la empresa. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación.

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

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fue de USD 11,98 millones (cupo de emisión); con el saldo en circulación más el monto aprobado, el nivel de cobertura es de 2,40 veces sobre el saldo de capital y el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación más el monto emitido es de 2,99 veces.

Procesos Legales Activos
La empresa mantiene dos procesos legales activos, relacionados a incumplimiento de contrato de rellenos. El actor demandado es "Fideicomiso Mercantil PIADY", la cuantía inicial por los procesos suma más de USD 1,63 millones.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

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

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

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

Standard & Poor´s luego del envió de "solicitud de consentimiento" a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de "CCC-/C" a "SD/SD", ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. La continua caída en el precio del petróleo (alcanzando niveles históricos mínimos) y el difícil acceso al mercado de capitales, dado que el riesgo país mensual promedio del Ecuador se encuentra por encima a los 3600 puntos configuran un panorama poco alentador.

Tabla 2 Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

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

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

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

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

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

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento mundiales y nacionales se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -5,7%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más significativo al ubicar la estimación en -7%. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario

reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -6% y -6,30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9,63% para el siguiente año. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexa a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales. La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los USD 821,68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49,6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

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

A febrero del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo positivo de USD 457,5 millones de dólares. A pesar de la variación anual de -4,4% de las exportaciones petroleras, la variación anual de todo el sector exportador en febrero fue de 13,2%. Este resultado se debe al aumento significativo de las exportaciones no petroleras (variación anual de 23,5%) principalmente en productos como el camarón, cacao, banano y madera. Estados Unidos se sigue posicionando como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 569 millones. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años; sin embargo, predomina la disminución paulatina del déficit de la balanza no petrolera y decrecimiento en las exportaciones petroleras (en términos monetarios).

La pandemia internacional no solo ha perjudicado el dinamismo del mercado petrolero, también afectó con intensidad a los principales destinos de exportación del país, frenando así el buen momento que atravesaba el sector. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. Considerando las variables externas más relevantes que influyen en la economía ecuatoriana se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos logre disminuir la caída del mercado bursátil y los efectos negativos sobre la economía que está generando el coronavirus. En general, se

prevé un mayor protagonismo de los bancos centrales más importantes del mundo. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 3 Precio del Barril de Petróleo

Fecha	Precio petróleo WTI ($)
Abril 2020	16,55
Marzo 2020	29,21
Febrero 2020	43,1
Enero 2020	57,7
Diciembre 2019	59,9
Noviembre 2019	57,0

Fuente: The Economic Times
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En febrero del 2020, la deuda agregada fue de USD 58,661 millones (53% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 13.037 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,500 billones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 18.814 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 11.943 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

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

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales[2] para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (USD 10.279 millones). El Fondo Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir financiamiento adicional por USD 2.000 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de USD 1.400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0,75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas. Adicionalmente se presentó el proyecto de "Ley Orgánica de Apoyo Humanitario Para Combatir La Crisis Sanitaria Derivada Del Covid-19", el cual busca fortalecer las finanzas públicas y generar recursos que permitan implantar mecanismos de apoyo para la ciudadanía en general. Esta ley propone, entre otros, una contribución temporal de las personas naturales de acuerdo con el

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

ingreso neto mensual, así como una contribución única el 5% a las sociedades que presenten utilidades por más de USD 1 millón de dólares. Se espera recaudar alrededor de USD 387 millones de dólares con esta medida.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 2.297 millones al 9 de abril del 2020, lo que significó un decrecimiento de 36,8% en comparación al mismo periodo del 2019 y un decrecimiento de 37,5% respecto a febrero del 2020, en donde las reservas fueron de USD 3,636 millones y USD 3,676 respectivamente. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras apenas es el 43% (de los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó), esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado largos periodos de bajas inflaciones, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020. La inflación anual en marzo 2020 fue de 0,18%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del "riesgo país" a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 3.639 puntos en marzo del 2020, situándose como el riesgo más alto de la región seguido por argentina con 3,376 puntos. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. La Reserva Federal de los Estados Unidos en su accionar para mitigar el shock negativo financiero anunció una rebaja en la tasa de interés, ubicándola en un rango entre 0 y 0,25% hasta que termine la crisis.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector de la construcción representa una pieza clave dentro de la economía local, actúa como un sector dinamizador de otros, aporta con alrededor del 8.6% del PIB y genera un significativo número de plazas de trabajo. Este mercado cuenta con tres grandes segmentos: las construcciones residenciales, las no residenciales y las obras civiles de infraestructura, siendo esta última más dependiente de los recursos públicos. El sector presentó un decrecimiento en el último trimestre del 2019 de -1,78.

Con respecto a las fuerzas competitivas[3]. El sector de la construcción se caracteriza por ser intensivo en capital, requerir altas inversiones en maquinarias y economías de escala de las grandes empresas, lo que, a su vez, reduce el riesgo de nuevos competidores. En segmentos que se encuentran más fragmentados como el residencial, en ese caso el riesgo de nuevos competidores puede ser mayor.

Es importante destacar que YAGLODVIAL S.A. se especializa en la actividad de excavación, nivelación y movimiento de tierras. En este subsector existe menor concentración de competidores debido al grado de especialización que se necesita para desarrollar la actividad.

Los materiales para la construcción se basan en productos poco diferenciados y de bajo costo como: cemento, ladrillos, accesorios eléctricos, tuberías y agregados, además de maquinaria, sin embargo,

[3] Las fuerzas competitivas de Porter es un modelo estratégico mundialmente conocido para evaluar el nivel de competencia dentro de una industria, se analiza: el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los clientes, la amenaza de productos sustitutos amenaza de nuevos competidores y rivalidad entre los competidores.

dado que estos productos vienen en gran parte del exterior, medidas tributarias que aumenten los impuestos arancelarios y un mercado de proveedores concentrado hacen que el poder de las empresas de construcción frente a los proveedores se vea debilitado.

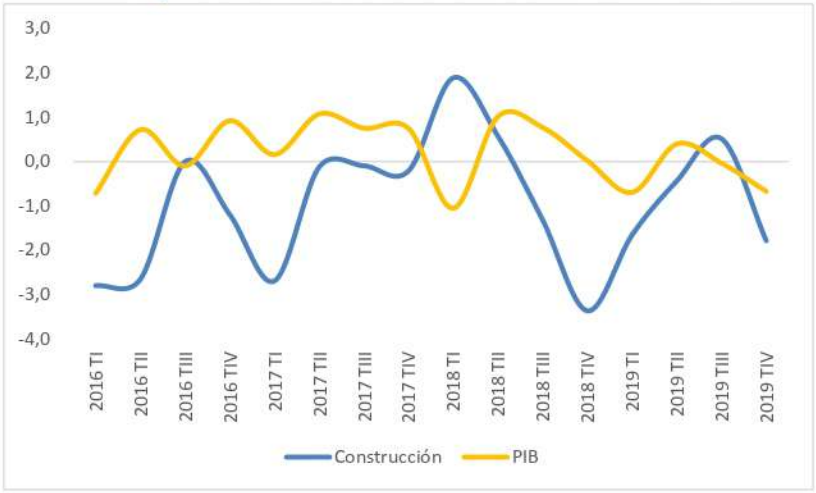
Con respecto a los compradores, en el sector de la construcción se encuentran desde Gobiernos hasta los pequeños consumidores de viviendas, siendo estos últimos los de menor poder de negociación. El grado de rivalidad entre los competidores se ve alentado por el nulo crecimiento presentado en estos últimos años en el mercado local y por los elevados costos para operar. Finalmente, el riesgo de sustitución de este sector es moderado, ya que algunos consumidores optarán por el alquiler o remodelación en lugar de una nueva construcción, con excepción de las obras de construcción civil donde el riesgo pasa a ser bajo debido a las escasas alternativas en este segmento.[4]

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

El sector de la construcción se caracteriza por tener un comportamiento cíclico, puesto que su desempeño es altamente dependiente de las fases del ciclo económico. Mientras que, en periodos expansivos, este sector presenta elevados crecimientos por las inversiones en infraestructura y el auge de los proyectos inmobiliarios, en periodos de recesión, el sector tiende a verse afectado de forma inmediata.

Debido al ciclo de decrecimiento económico que atraviesa el país y contracción de la demanda agregada las el sector se ha visto en deterioro constante. Los efectos de la pandemia coronavirus configuran un panorama de lenta recuperación para el sector de la construcción, considerando además la importancia del gasto público para el crecimiento del mismo. El subsector en donde se desenvuelve el emisor presenta perspectivas de decrecimiento menos agudas; ya que si bien es cierto la cantidad de proyectos de construcción disminuirán, la mayoría de los que sí se efectúen necesitan la actividad especializada que ofrecen las empresas dedicadas a la excavación, nivelación y movimiento de tierras. En el siguiente gráfico se presenta la variación del valor agregado bruto del sector de la construcción en contraste con la tasa de variación del PIB.

Gráfico 1. Variación trimestral del VAB del Sector Constructor



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

[4] Construcción - diciembre 2017; MarketLine Indu Rep

Considerando las 10 empresas[5] que más ingresos generaron dentro de la misma operación principal de YAGLODVIAL[6], las ventas reales en el 2018 fueron de USD 15 millones de dólares, que representó un crecimiento del 22,98% con respecto al 2017. En el mismo periodo, la rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas indicó que el 1,79% de los ingresos por proyecto son ganancias netas antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización. La variación anual del ratio EBITDA/Ventas fue de 20,63% entre el 2017 y 2018. En consecuencia, el grado de ciclicidad de las ventas y la rentabilidad dentro del segmento de movimientos de tierra se evalúa como moderado.

Tabla 4. Indicadores Generales

Año	Ventas Millones de USD	Ventas Reales Millones de USD (Precios del 2007)	Δ% Ventas Reales	EBITDA/Ventas (%)	Δ% EBITDA/Ventas
2016	$ 12,30	$ 8,55		1,09%	
2017	$ 17,93	$ 12,19	42,94%	1,48%	35,37%
2018	$ 22,60	$ 15,00	22,98%	1,79%	20,63%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Análisis de las principales regulaciones del sector

La industria de la construcción contribuye significativamente a la economía en términos de inversión, producción, nivel de empleos e infraestructura física para otros sectores, por lo cual reducción en el gasto público, el plan anual de inversiones y reformas en el código de trabajo afectan al desempeño del sector.

De igual manera, se reactivará el "Fideicomiso vivienda para la prosperidad" en el año 2019 que colocará créditos a través del sistema financiero y cooperativo con una tasa del 4.99%. Por otro parte, la vigente ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal ofrece beneficios del impuesto a la renta para inversiones en construcción que utilicen materiales sustentables y devolución del IVA y tarifa cero para servicios solamente para proyectos de vivienda de interés social aprobados por el MIDUVI.

El 24 de abril del 2019 el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) aprobó una nueva reforma que se implementará a finales del mismo año en el cual contiene las nuevas condiciones para el crédito hipotecario. Condiciones que podría afectar negativamente a clientes y al flujo de caja de las constructoras, dado que las nuevas condiciones harán que el monto emitido por préstamo sea inferior, debido a los nuevos porcentajes permitidos sea por requerimiento de vivienda y sea por ingresos mensuales del solicitante.

La pandemia del coronavirus ha obligado la paralización de actividades comerciales distintas a las relacionadas con los sectores productivos esenciales; la reanudación de las mismas será paulatino y depende directamente de las decisiones de los Comités de Operaciones de Emergencia Cantonales y Nacional. No obstante, el Gobierno Nacional ha impulsado un "Plan Piloto" para la reactivación del sector de la construcción por su importancia en el mercado laboral ecuatoriano y el complicado momento que atraviesa el mismo. La reactivación está orientada hacia obra pública y privadas que tengan que ver con infraestructuras sanitarias, de salud y emergencia vial.

RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

Posición Competitiva del Emisor

El emisor cuenta con 12 años de experiencia en el mercado en donde se desenvuelve, realizando proyectos con un grado de relevancia y especialización elevado. YAGLODVIAL S.A. se posiciona

[5] Se consideraron las siguientes empresas: Yaglodvial S.A., Tractorepuestos Cia. Ltda., Constructora Superior Consuper S.A., FZ Construcciones S.A., Movimiento y Maquinarias S.A., Arlavan S.A., Falaroec S.A., Inmobiliaria Constructora Urbapro S.A., SH Ingenieros S.A., Constemaq Construcciones, Equipos y Maquinarias S.A.

[6] Se consideraron a competidores del sector de la construcción que realizan obras de movimiento de tierras: excavación, nivelación y ordenación de terrenos de construcción, excavación de zanjas, remoción de piedras, voladura, etcétera.

dentro de las 50 empresas más importantes de un sector competitivo como el de la construcción. Entre las ventajas comparativas y competitivas la empresa ha definido:

- Buena calidad en materiales de construcción extraídos en las minas que utilizan los servicios.
- La empresa cuenta con equipos de maquinarias nuevos con capacidad de carga elevada lo que permite optimizar costos.
- Personal calificado y con experiencia en el sector.
- Permisos de funcionamiento al día con los municipios, ministerio de ambiente, ministerio de minas, entre otros.

Es importante destacar que la empresa a la fecha de corte de la información consta con 16 proyectos en ejecución; que si bien es cierto se encuentran paralizados por la emergencia sanitaria, configuran un panorama alentador para la empresa a medida que se retomen las actividades en el sector. La empresa no ha sido notificada de la terminación de ninguno de los contratos relacionados a los mencionados proyectos. YAGLODVIAL S.A. se dedica principalmente a las siguientes líneas de negocios:

- Explotación minera de materiales de construcción y venta de material granular, piedras, rocas, material grueso, material mediano y material fino, y demás derivados.
- Movimiento de tierra y relleno compactado que incluye: desbroce, desalojo, limpieza del terreno, material pétreo transportado, hidratación, compactación y nivelación.
- Construcción de obra civil e hidráulica, proyectos de creación y mantenimiento vial, construcción y mantenimientos de canales y obras de drenaje, construcción y mantenimiento de plataformas y piscinas, construcción de relleno sanitario, impermeabilización de superficies de concreto y al alquiler de equipos camineros y mineros.
- Fabricación de tuberías de hormigón armado para la creación de canales, ductos sanitarios o cualquiera sea el fin requerido.
- Otros servicios en los que participa la empresa son: estudios, proyectos, dirección ejecutiva y ejecución de obras de ingeniería y arquitectura; explotación de patentes, licencias y sistema propios o de terceros y en general todo servicio o actividad vinculado directa o indirectamente con la construcción.

Principales Competidores

En el segmento especifico en el que se desenvuelve YAGLODVIAL S.A. existen varios oferentes del tipo de servicio en el que la empresa se ha especializado (explotación minera, movimiento de tierra, construcciones de obra civil, fabricación de tuberías).

De acuerdo con la información remitida por YAGLODVIAL S.A. obtenida de las fuentes públicas, dentro de las empresas en el sector global de la construcción en el ranking empresarial emitido por la superintendencia de compañías a nivel de sector construcción, la compañía YAGLODVIAL S.A. ocupa el puesto 47 de acuerdo con su nivel de utilidad, de acuerdo con resultados reales del 2018. Por otro lado, al tomar en consideración solo las empresas con residencia en la provincia del Guayas, la compañía ocupa el lugar 14. La empresa define como su competencia a empresas del sector de la construcción que ofrezcan servicios similares. Los principales competidores de acuerdo con su actividad específica se detallan a continuación:

- TRACTOREPUESTOS Cía. Ltda.
- Constructora Superior CONSUPER S.A.
- FZ Construcciones S.A.
- Movimiento y Maquinarias MOVIMAQ S.A.
- ARLAVAN S.A.
- FALAROEC S.A.
- Inmobiliaria Constructora URBAPRO S.A.
- SH Ingenieros S.A.
- CONSTEMAQ Construcciones Equipos y Maquinarias S.A.

Principales Clientes

Analizando los clientes de la empresa es menester destacar que la empresa direcciona sus servicios hacia el sector privado. PACIFICTRANSPORT S.A. (empresa relacionada) es su principal cliente con un 36,34% de la participación. Se evidencia una concentración moderada de los clientes debido al mes de abril sus tres principales clientes concentran el 66,35% de la demanda. Por el giro del negocio la rotación de clientes tiende a ser alta. La política de crédito varía de acuerdo a las condiciones de cada proyecto. Al ser un servicio lo que oferta la empresa, el pago de los valores pactados tiende a ser posterior a la culminación de las obras. Los 10 principales clientes en el mes de abril del 2020 y su participación en las ventas son:

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación
PACIFICTRANSPORT S.A.	36,34%
CONSTRUCTORA TRAMO S.A.	21,52%
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	8,49%
FIDEICOMISO MERCANTIL NOVOPARC	7,93%
SERVICIO DE ADMINISTRACIÓN DE BIENES DIBIENS S.A.	7,06%
METRICA DEL PACIFICO	6,78%
SAENZ ALAVA CRISTHIAN ENRIQUE	5,89%
HIDALGO E HIDALGO S.A.	1,74%
FIDEICOMISO INTEGRAL VILANOVA	0,88%
OTROS	3,38%

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

Principales Proveedores

En cuanto a proveedores, de acuerdo con la información remitida por la empresa YAGLODVIAL S.A. la política de pagos y sus modalidades se encuentra definida siguiendo las directrices de justificación de pagos mediante un documento de soporte y las condiciones varían de acuerdo al mecanismo de pago. Debido a que la empresa no necesita insumos especializados para sus actividades operativas el poder de negociación de los proveedores es baja. Al mes de abril del 2020 no se evidencia una concentración de los proveedores. Los principales proveedores son:

Tabla 6. Principales Proveedores

Proveedor	% Participación
VELASCO QUIJANO XAVIER BERNARDO	18,15%
CASA DE VALORES SMARTCAPITAL S.A.	12,70%
TRACTO DIESEL CIA. LTDA. TRACDI	10,80%
TALLERES PARA MAQUINARIA INDUSTRIAL AGRI	5,17%
PRODUFUENTE S.A.	4,94%
PIZARRO CANDO WALTER FREDY	3,97%
AMERICAN LOGISTIC S.A.	3,87%
ESPINOZA Y ESPINOZA TRANESPIN CIA. LTDA.	2,42%
INDUCTROC S.A.	2,27%
OTROS	35,69%

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

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

La empresa presentó un decrecimiento de sus ventas en los resultados acumulados del 2019 con respecto a 2018 (-15,28%); YAGLODVIAL S.A. presentó ingresos por USD 11,11 millones en este periodo. Este decrecimiento responde ciclo de contracción del sector constructor. El pico de ingresos se registró en el mes de agosto. En el 2020 la empresa presentó un incremento sustancial de sus ventas en febrero con respecto al mismo mes del año anterior. Hasta marzo, la empresa facturó USD 3,71 millones. Cabe destacar que la empresa tiene adjudicados y en proceso de legalización de contratos los proyectos: Fideicomiso mercantil Icon Bay, Métrica del Pacífico y Construdipro.

Dadas las condiciones del entorno, se estima un decrecimiento de los ingresos del 22,62% para el año 2020. La empresa ha enfocado su estrategia corporativa a incentivar los factores comerciales para mitigar el impacto negativo en mención. YAGLODVIAL S.A. espera retomar el nivel de ventas en enero del 2021. Hasta marzo de 2020 la línea de negocio más representativa fue la de relleno compactado seguida por material pétreo; siguiendo la estructura del 2019. Debido a la renovación de maquinaria y equipo, la venta de activos fijos representó un ingreso importante para la empresa en febrero de 2020 (USD $800 mil).

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 7. Eficiencia y rentabilidad del Negocio.

Indicador		Promedio Competidores		YAGLODVIAL S.A.			
		2017	2018	2017	2018	2019	abr-20*
Días de cartera	D	113	133	65	117	246	257
Días de inventario	D	0	0	0	0	0	0,00
Días de proveedores	D	44	41	140	243	219	166
Ciclo de conversión de efectivo	D	69	92	-75	-126	27	92
Utilidad/Ventas	%	5,13%	1,60%	0,09%	4,72%	4,72%	8,56%
Ventas/Activos	%	ND	ND	97,46%	83,33%	50,34%	13,43%
Margen Bruto/Ventas	%	ND	ND	35,68%	58,62%	47,07%	60,21%
ROA	%	9,90%	6,98%	0,09%	3,94%	2,38%	1,10%
ROE	%	35,68%	31,31%	0,19%	8,36%	6,45%	2,81%

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

La empresa presenta a abril de 2020 un leve deterioro en los días de recuperación de cartera, este deterioro se explica principalmente por afectaciones propias del inicio de la emergencia sanitaria. Cabe recalcar que la empresa se encuentra por debajo de los márgenes históricos del sector en este indicador; sin embargo, las expectativas configuran un panorama en donde se deteriorará la capacidad de recuperación de cartera por la paralización de actividades de construcción. La política de cuentas no es rígida, esta varía acorde a los términos de cada contrato a realizar.

Con respecto a los días de cuenta por pagar estos muestran una tendencia creciente hasta el año 2018 y un decrecimiento hasta abril del 2020 ubicándose en 166 días en este mes; en este aspecto la empresa se encuentra en una posición favorable frente a sus competidores. Debido al giro del negocio, la empresa no registra inventarios.

Analizando la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa se consideran distintos indicadores de rentabilidad. El indicador de Utilidad Neta/Ventas muestra una tendencia positiva favorable hasta abril de 2020 con un valor de 8,56%. Los proyectos vigentes de la empresa representaron ingresos importantes para la empresa hasta el mes de abril, a diferencia de mayo en donde el sector ya sintió el shock negativo generado por la emergencia sanitaria. En el periodo se destaca además una optimización de los gastos operativos.

El rendimiento sobre activos de la empresa fue de 1,1% a abril del 2020 reflejando un deterioro con respecto a diciembre del 2019. Este decrecimiento del ROA se explica principalmente por el

decrecimiento de los ingresos reportados en el estado de resultados de abril del 2020. El rendimiento sobre el patrimonio de igual manera se deterioró cerrando el mes de abril con un valor de 2,81; adicional al deterioró de los ingresos el aumento del patrimonio afecta este indicador.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

YAGLODVIAL S.A., cuenta con un capital suscrito y pagado de US$ 300,000 donde la participación se divide igualitariamente entre Azar Amat María Elena y Azar Mantilla Yamel. Por su parte, la parte administrativa de la empresa está encabezada por el presidente de la compañía (Johnny Segundo Azar Naranjo). La composición del rango administrativo se complementa con la gerencia general y la gerencia financiera.

Es menester resaltar que dentro de los administradores también se encuentra la accionista Yamel Azar Mantilla, ello representa un posible riesgo por la inherencia que puede tener los accionistas en la administración de la empresa. La empresa presenta una composición familiar. Se destaca la experiencia de la administración dentro del sector representando un factor positivo para la toma de decisiones oportunas y orientadas.
Las estrategias de la empresa son planteadas con base en el plan de negocios guiado por la misión y visión de la empresa a corto, mediano y largo plazo. YAGLODVIAL se enfoca en obtener resultados rápidos y efectivos enfocados en objetivos medibles y alcanzables con el objetivo de diferenciarse de la competencia y brindar un servicio completo a los clientes.

Gobierno de la Corporación

La Política de la Administración, gestión y procesos se basa principalmente en reconocer cuales son las actividades que desarrolla cada persona del equipo de trabajo, para luego enfocarlas y direccionarlas hacia un mejor y mayor servicio para los clientes. Por medio del seguimiento, medición y mejora de los procesos se faculta a las personas para que se involucren cada vez en una gestión de mejora continua e innovación constante. Al crear equipos de procesos, se analizan las actividades, se fijan objetivos de rendimientos para las maquinarias y los procesos administrativos contables.

La empresa no cuenta con un plan de gobierno corporativo, pues no es una exigencia de sus estatutos. Sin embargo, la compañía cuenta con un comité gerencial que se encarga de la toma de decisiones, el cual está formado por: Accionistas, Presidencia, Gerencia General, Gerencia Financiera. La empresa cuenta con políticas de precios, financiera, dividendos y de inversión cuyo cumplimiento es responsabilidad de este comité. Las reuniones se realizan anualmente y cada vez que sean convocadas por el Gerente General acorde a las necesidades y propósitos de la empresa.

La empresa registra procesos legales activos y registró glosas con entidades como la Contraloría General del Estado y el Servicio de Rentas Internas. Al cierre del período de abril del 2020, la compañía consta con un total de 63 trabajadores, de los cuales 8 pertenecen al área Administrativa conformada por 6 mujeres y 2 hombres; y 55 al área Operativa. YAGLODVIAL S.A. muestra baja rotación y estabilidad en su nómina.

Política y Estrategia Corporativa

En lo que respecta a estrategia corporativa la empresa no cumplió con el plan estratégico establecido para el 2019; este incumplimiento se da en los objetivos relacionado a meta de ventas y alianzas estratégicas. El factor fundamental que obstaculizó dicho cumplimiento fue el paro nacional de octubre del 2019. Para el presente año la estrategia de negocio que empleará la empresa será la siguiente:

- Suscribir a la brevedad posible los contratos de obra, una vez terminada la emergencia.

- Flexibilización temporal a clientes que se encuentren en situación de creación de estructuras legales o fideicomisos, para que, con órdenes de compra, se dé inicio a la ejecución de las obras.
- Restringir o limitar la recepción de activos o bienes inmuebles por parte de pago.
- Otorgar beneficios de precios al pronto pago de contado o con recursos en líquidos.
- Incentivar a los clientes potenciales a cerrar negociaciones que estén en curso.
- Promocionar la venta de activos en especie que ha recibo la empresa como canje.

El emisor mantiene un enfoque hacia el cambio generacional, con el objetivo de asegurar un crecimiento sostenible. Adicionalmente es prioridad de la empresa alcanzar un nivel de internacionalización y una mayor participación de mercado. La empresa busca diversificar las líneas de negocio con el objetivo de mitigar el riesgo, sin embargo, dada la coyuntura actual, las directrices de la empresa se enfrentan a un escenario adverso.

En el contexto de la emergencia sanitaria el Departamento de Talento Humano mantiene un programa de Seguridad y Salud Ocupacional donde se revisa periódicamente el estado de salud de cada trabajador, se mantiene campañas de vacunación de acuerdo con la temporalidad, y capacitaciones mensuales de prevención de riesgos. Cabe indicar que la empresa provee a todo el personal incluido al personal de los subcontratistas el Equipo de Protección Personal adecuado para la actividad que realiza y se supervisa periódicamente el uso obligatorio del mismo.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por el auditor independiente CPA. Héctor Suárez González para el año 2015 y por el auditor independiente MBA. Daniel Medina en el 2017 y 2018. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa YAGLODVIAL S.A. con corte al 30 de abril de 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 8. Resumen Financiero

	2016	2017	2018	2019	Promedio
Activos Totales	$ 6.934.618	$ 10.906.905	$ 15.749.919	$ 21.501.794	$ 13.773.309
Pasivos Totales	$ 3.133.307	$ 5.795.897	$ 8.334.042	$ 13.575.578	$ 7.709.706
Patrimonio Neto	$ 3.801.311	$ 5.111.008	$ 7.415.877	$ 7.926.216	$ 6.063.603
Venta de Bienes	$ 3.494.692	$ 10.630.183	$ 13.124.017	$ 10.824.127	$ 9.518.255
Margen Operativo	15,09%	7,40%	17,57%	21,81%	15,47%
EBITDA	$ 527.376	$ 786.907	$ 2.305.575	$ 2.361.231	$ 1.495.272
EBIT	$ 228.481	$ 350.747	$ 1.497.960	$ 1.386.310	$ 865.874
Utilidad	$ 94.446	$ 9.686	$ 619.784	$ 511.138	$ 308.763
Utilidad/Ventas	2,70%	0,09%	4,72%	4,72%	3,06%
Ventas/Total de Activos	50,39%	97,46%	83,33%	50,34%	70,38%
ROA	1,36%	0,09%	3,94%	2,38%	1,94%
Activos/Patrimonio	182,43%	213,40%	212,38%	271,27%	2,20
ROE	2,48%	0,19%	8,36%	6,45%	4,37%
NOF/Ventas	-0,01	0,08	0,24	0,58	0,22
FM/NOF	-1,02	-1,62	-0,49	-0,03	-0,79
Pasivo con costo/Activos	0,36	0,27	0,25	0,42	0,32
EBITDA/Gastos Financieros	9,61	5,14	4,92	5,33	6,25
Deuda/EBITDA	5,94	7,37	3,61	5,75	5,67

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

Estructura Financiera

Los activos de la empresa fueron de USD 21,5 millones en el 2019, esto significó un incremento representativo con respecto al 2018 (36,52%). Debido al giro de negocio existe una concentración importante del peso de estos en los activos no corrientes, específicamente en propiedad, planta y equipo. Los activos corrientes fueron de USD 8,24 millones, significando el 38,36% del total de activos; con respecto al año 2018 estos crecieron en 60,84%, el incremento se explica por las cuentas y documentos por cobrar no relacionados. Los activos financieros a abril del 2020 fueron de USD 7,42 millones. Por su parte los activos no corrientes fueron de USD 12,84 millones, todos concentrados en propiedad, planta y equipo.

La cartera vencida a más de 120 días presenta una concentración considerable y por ende un riesgo inherente, esta concentración se debe en gran parte a los atrasos en los pagos de los clientes producto de la contracción de a liquidez de los agentes económicos por la pandemia. La empresa se encuentra en un panorama de incertidumbre y a la fecha no ha recibido ofrecimientos formales de pago o reestructuración.

Los pasivos de la empresa fueron de USD 13,57 millones a diciembre del 2019 mientras que a abril del presente año fueron de USD 12,73 millones. La estructura de fondeo de la empresa se concentra en el largo plazo, los pasivos corrientes representan apenas el 38,15% del total de pasivos. En los pasivos corrientes sobresalen por su peso las obligaciones con instituciones financieras. Por su parte, los pasivos no corrientes fueron de USD 8,24 millones. Las obligaciones a largo plazo con las instituciones financieras fueron de USD 3,57 millones y las obligaciones por valores emitidos de USD 3,06 millones.

Se realiza un análisis de origen y aplicación de fondos para los años 2018-2019 del Patrimonio de YAGLODVIAL S.A. al 31 de diciembre de 2018 el saldo fue de USD 7,41 millones representando el 47,09% del total del Pasivo + Patrimonio. Este saldo presentó un crecimiento de 6,88% para el 2019 con un saldo al 31 de diciembre de USD 7,92 millones.

Estado de Resultados

En el estado de resultados se observa una tendencia creciente de la ganancia bruta hasta el 2018, debido a que en el 2019 esta decreció 33,78% a pesar de que los costos operativos representaron una proporción menor del ingreso. En lo que respecta a la proporción que representan los gastos financieros del ingreso se presenta una tendencia decreciente, posicionándose en abril del 2020 en el 16,55%.

La utilidad neta en el 2019 fue de USD 511.138. En lo que respecta a la utilidad antes de impuestos y depreciación los valores no presentaron variaciones significativas entre los años en mención debido a una disminución considerable de los gastos operativos en el 2019.

Realizando un análisis comparativo de los resultados de abril del 2020 con respecto al mismo mes del 2019 la utilidad neta disminuyó en un 53,97%. Adicional al deterioro de los ingresos, los gastos financieros aumentaron significativamente en abril del 2020, esto afecta directamente la utilidad antes de impuestos.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2019 estás se ubicaron en USD 7,27 millones y fueron superiores al promedio de años anteriores originado por el incremento de las cuentas por cobrar.

Para el año 2020 el monto de las necesidades operativas de fondeo se proyecta en USD 5,63 millones y la variación respecto al año anterior es un decrecimiento del 22,67%. Estos resultados son por el decrecimiento de la cuenta clientes principalmente.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2019 se ubicaron con un valor negativo de USD 168.964 Para presente año, bajo las perspectivas de decrecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un valor negativo de USD 7,09 millones.

La empresa del análisis histórico de sus indicadores financieros fondea sus operaciones con financiamiento externo, las NOF / Ventas de su promedio histórico del año 2017 a 2019 fue de 30,18%. Para el año 2020 YAGLODVIAL S.A. requiere recursos externos en el corto plazo para continuar con sus operaciones. La solvencia de la compañía radica de manera fundamental en la capacidad que tenga la empresa para recuperar cartera vencida.

Apalancamiento Financiero

El indicador EBITDA/Gastos Financieros presenta estabilidad en los últimos 3 años. En abril de 2020 este indicador fue de 2,97 veces lo cual indica que la empresa mostró solvencia y holgura para cumplir con sus obligaciones financieras hasta la fecha.

El ratio deuda/activo mostró una tendencia creciente hasta abril del 2020 ubicándose muy por encima del promedio de la industria. La cobertura del gasto financiero medido por la utilidad antes de impuestos se deterioró en abril del presente año, como se mencionó esto se debe a un incremento sustancia de los gastos financieros. El apalancamiento a largo plazo con respecto al patrimonio se encuentra deteriorado y muy por debajo de e promedio de la industria.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la a continuación, que toma en consideración la proyección de decrecimiento económico y el manejo de las finanzas operativas de la institución.

Tabla 9. Supuesto de Proyecciones Financieras

SUPUESTOS						
ESCENARIO	**AÑO**	**Crecmiento en Ventas**	**Días de Cobro**	**Días de Inventario**	**Días de Proveedores**	**EBITDA / Ventas**
MODERADO	2020	-12%	244	0	25	21,81%
	2021	4%	244	0	25	21,81%
	2022	4%	244	0	25	21,81%
	2023	10%	244	0	25	21,81%
	2024	10%	244	0	25	21,81%
PESIMISTA I	2020	-15%	246	0	23	20,81%
	2021	3%	246	0	23	20,81%
	2022	3%	246	0	23	20,81%
	2023	8%	246	0	23	20,81%
	2024	8%	246	0	23	20,81%
PESIMISTA II	2020	-18%	248	0	21	19,81%
	2021	2%	248	0	21	19,81%
	2022	2%	248	0	21	19,81%
	2023	5%	248	0	21	19,81%
	2024	5%	248	0	21	19,81%

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

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo negativo para el presente año, adicionalmente, es importante mencionar la empresa tendría dificultades para cubrir sus gastos financieros. La empresa no cuenta con capacidad de pago en el corto para atender sus operaciones.

Tabla 10. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar

	2020*	2021*	2022*	2023*
Crecimiento Ventas %	-12,00%	4,00%	4,00%	10,00%
Ingresos por Ventas	$ 8.376.064	$ 9.898.985	$ 10.294.944	$ 11.324.439
Ciclo de Conversión de Efectivo	219	219	219	219
Margen Bruto / Ventas	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%
EBITDA / Ventas	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-463.415	2.495.129	1.857.334	2.488.207
FCL/Gastos Financieros	-0,46	10,35	15,54	124,90
Deuda/FCL	-16,73	4,39	7,61	6,96

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

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre negativo de USD 525.522 y cobertura de gastos financieros de -0,52 veces. El emisor en este escenario no tiene capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.

Tabla 11. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Pesimista I

	2020*	2021*	2022*	2023*	Promedio
Crecimiento Ventas %	-15,00%	3,00%	3,00%	8,00%	-0,25%
Ingresos por Ventas	$ 8.090.516	$ 9.803.802	$ 10.097.916	$ 10.905.750	$ 9.724.496
Ciclo de Conversión de Efectivo	223	223	223	223	223
Margen Bruto / Ventas	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%
EBITDA / Ventas	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-525.522	2.611.082	1.751.526	2.261.532	1.524.655
FCL/Gastos Financieros	-0,52	10,83	14,65	113,52	34,62
Deuda/FCL	-14,75	4,19	8,07	7,66	1,29

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

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre negativo de USD 587.629 y cobertura de -0,58. La empresa no cuenta con recursos para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Pesimista II

	2020*	2021*	2022*	2023*	Promedio
Crecimiento Ventas %	-18,00%	2,00%	2,00%	5,00%	-2,25%
Ingresos por Ventas	$ 7.804.969	$ 9.708.620	$ 9.902.792	$ 10.397.932	$ 9.453.578
Ciclo de Conversión de Efectivo	227	227	227	227	227
Margen Bruto / Ventas	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%
EBITDA / Ventas	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-587.629	2.730.229	1.645.678	1.951.750	1.435.007
FCL/Gastos Financieros	-0,58	11,32	13,77	97,97	30,62
Deuda/FCL	-13,19	4,01	8,59	8,88	2,07

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

Una vez analizado los tres escenarios propuestos se evidencia las dificultades de la empresa en el corto plazo para cubrir sus obligaciones y operatividad. Pese a ello, muestra recuperación significativa en el mediano y largo plazo.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

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

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

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

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de diciembre de 2019 muestra que se negociaron de enero a diciembre de 2019 un total de US$ 11,796,778,802, correspondientes a la suma de US$ 11,701,937,119 de valores en renta fija y US$ 94,841,682 de valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta el mes de diciembre de 2019, en renta fija el 6% de los valores corresponden a papel comercial y el 7% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 324 emisores inscritos, de los cuales 169 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos fueron el 31% del sector comercial, un 27% del sector industrial y 14% de servicios.

Al 31 de marzo 2020 muestra que se negociaron de enero a marzo de 2020 un total de US$ 2.075.689.810, correspondientes a la suma de US$ 2.066.338.184 de valores en renta fija y US$ 9.351.626 de valores en renta variable.

Liquidez de los valores

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

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado secundario para la Primera Emisión de obligaciones de YAGLODVIAL S.A. se puede observar que se han realizado 07 transacciones durante el periodo enero de 2019 a marzo de 2020. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el

mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.[7]

Es importante mencionar que el emisor presentó una solicitud de diferimiento del cupón 3, el cual se cancelará conjuntamente con el cupón 4 de la emisión teniendo en cuenta el valor del dinero en el tiempo.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil. Analizando el capital de trabajo de la empresa se evidencia una tendencia creciente en el mismo ubicándose en abril del 2020 por un valor de USD 4,17 millones, valor muy por encima del promedio de la industria. La liquidez mejoró al mes de abril del presente año con 2,07. Se puede concluir que YAGLODVIAL S.A. muestra indicadores de liquidez saludables y cumplió con los resguardos de ley. La razón de liquidez promedio semestral fue de 2,23; mientras que los activos reales sobre pasivos exigibles fueron de 1,64.

Límite de Endeudamiento

El emisor se compromete a mantener como nivel de endeudamiento el compromiso de mantener semestralmente un indicador promedio de pasivo/patrimonio no mayor a 2.5 veces a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Tabla 13. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		2017	2018	2019	Mar-20*
1	Liquidez Corriente	1,03	1,34	1,55	2,07
2	Endeudamiento Patrimonial	1,13	1,12	1,71	1,56
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información					
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen			45,84%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral			2,23
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos , entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo			1,64
Cumple	Limite de Endeudamiento	Semestralmente la relación pasivos afectos al pago de intereses total sobre patrimonio menor o igual a 2.5 veces			0,61

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

Garantía Específica

La presente emisión de obligaciones cuenta con una garantía específica consistente en un contrato de Fianza Mercantil, que respaldará el pago de capital e interés del monto en circulación de la Primera Emisión de Obligaciones de YAGLDOVIAL S.A.

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

[7] Indicador de presencia bursátil: permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.
No de días negociados en el mes / No de ruedas en el mes.

Los activos que respaldan la emisión corresponden a la cuenta de propiedad, planta y equipo cuyo valor en libros en abril de 2020 se ubicó en USD 12.84 millones.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, respecto a la propiedad, planta y equipo es que podría verse afectados por una obsolescencia o depreciación acelerada ocasionados por daños o desastres naturales. Este riesgo es mitigado con un permanente control y mantenimiento.

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

- Es importante señalar que YAGLODVIAL S.A. hasta el 30 de abril de 2020 posee cuentas por cobrar relacionadas de USD 4.652.000 y representa el 20.26% del total de activos de la empresa. El principal riesgo asociado a esta cuenta es el crecimiento de la morosidad de cartera.

Riesgos Previsibles en el Futuro

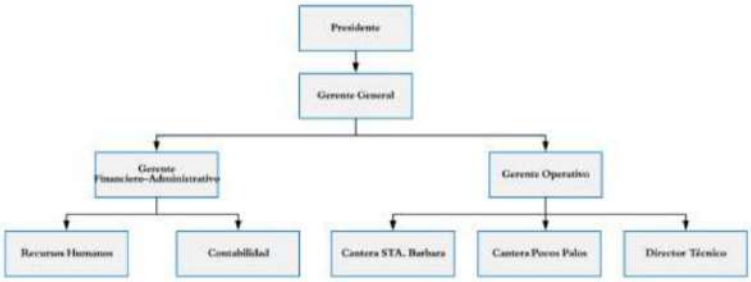
- Cambios dentro de las normativas tributarias, laborales y regulación medio ambiental, pueden perjudicar el desenvolvimiento normal de la compañía.
- Pérdidas operativas, pueden presentarse en los contratos donde no existan ajustes de precios en caso de inflación o alza a los combustibles, que es un elemento primordial para el trabajo.
- Contracciones en las ofertas de crédito de la banca para proyectos de construcción y vivienda.
- Incertidumbre sobre la continuidad de proyectos, actualmente paralizados por la emergencia sanitaria que atraviesa el país.
- Incertidumbre sobre la recuperación de cartera frente al no pronunciamiento de los clientes sobre las directrices para cancelar los valores adeudados.
- Contagio de covid-19 en el personal de la empresa.
- Expectativas deterioradas en el ramo de la construcción de proyectos inmobiliarios y residenciales por la desaceleración económica que atraviesa el país.

Ing. Natalia Cortez **Gerente General**		Econ. Mario Zambrano **Analista**

ANEXOS

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

Gráfico 2. Organigrama General de EMISOR



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

Tabla 14. Estado Situación Financiera

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA							ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Mar-19	Mar-20	2016	2017	2018	2019	Mar-20	2016 - 2017	2017-2018	2018 - 2019	mar19 - mar20
TOTAL ACTIVOS	**6.934.618**	**10.906.905**	**15.749.919**	**21.501.794**	**16.050.130**	**20.898.900**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**57,28%**	**44,40%**	**36,52%**	**30,21%**
ACTIVO CORRIENTE	**975.162**	**2.730.840**	**5.128.254**	**8.248.342**	**4.941.763**	**8.055.052**	**14,06%**	**25,04%**	**32,56%**	**38,36%**	**38,54%**	**180,04%**	**87,79%**	**60,84%**	**63,00%**
Efectivo	68.648	290.561	352.230	272.175	85.650	696	0,99%	2,66%	2,24%	1,27%	0,00%	323,26%	21,22%	-22,73%	-99,19%
Clientes	418.348	1.923.012	4.256.482	7.393.303	4.232.914	7.424.381	6,03%	17,64%	27,03%	34,38%	35,53%	359,88%	121,24%	73,70%	75,40%
Inventarios	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
Otros Activos Corrientes	488.166	516.367	519.542	582.864	623.199	629.976	7,04%	4,73%	3,30%	2,71%	3,01%	5,78%	0,61%	12,19%	1,09%
ACTIVO NO CORRIENTE	**5.959.456**	**8.176.065**	**10.621.665**	**13.253.453**	**11.108.367**	**12.843.848**	**85,94%**	**74,96%**	**67,44%**	**61,64%**	**61,46%**	**37,19%**	**29,91%**	**24,78%**	**15,62%**
Activos Tangibles	5.959.456	8.176.065	10.621.665	13.253.453	11.108.367	12.843.848	85,94%	74,96%	67,44%	61,64%	61,46%	37,19%	29,91%	24,78%	15,62%
Activos Intangibles	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%			#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
Otros Activos No Corrientes	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
TOTAL PASIVOS	**3.133.307**	**5.795.897**	**8.334.042**	**13.575.578**	**8.112.082**	**12.732.321**	**45,18%**	**53,14%**	**52,91%**	**63,14%**	**60,92%**	**84,98%**	**43,79%**	**62,89%**	**56,96%**
PASIVO CORRIENTE	**927.908**	**2.661.952**	**3.838.226**	**5.328.515**	**3.094.929**	**3.887.671**	**13,38%**	**24,41%**	**24,37%**	**24,78%**	**18,60%**	**186,88%**	**44,19%**	**38,83%**	**25,61%**
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	429.897	1.131.739	810.835	390.073	240.319	340.842	6,20%	10,38%	5,15%	1,81%	1,63%	163,26%	-28,35%	-51,89%	41,83%
Pasivo con Costo CP (Bancarias +Obligaciones)	324.643	1.379.766	2.241.644	3.828.806	1.679.545	2.238.724	4,68%	11,73%	14,23%	17,81%	10,71%	294,21%	75,16%	70,80%	33,29%
Provisiones CP	70.092	64.957	189.082	80.965	64.375	205.230	1,01%	0,60%	1,20%	0,38%	0,98%	-7,33%	191,09%	-57,18%	218,80%
Otros Pasivos sin Costo CP	103.276	185.490	596.665	1.028.671	1.110.691	1.102.876	1,49%	1,70%	3,79%	4,78%	5,28%	79,61%	221,67%	72,40%	-0,70%
PASIVO NO CORRIENTE	**2.205.399**	**3.133.945**	**4.495.816**	**8.247.064**	**5.017.152**	**8.844.650**	**31,80%**	**28,73%**	**28,55%**	**38,36%**	**42,32%**	**42,10%**	**43,46%**	**83,44%**	**76,29%**
Pasivo sin Costo LP	46.842	1.523.028	2.850.747	3.088.791	2.850.747	2.197.791	0,68%	13,96%	18,10%	14,37%	10,52%		87,18%	8,35%	-22,90%
Pasivo con Costo LP (Bancarias+Obligaciones)	2.158.557	1.610.917	1.645.069	5.158.273	2.166.405	6.646.858	31,13%	14,77%	10,44%	23,99%	31,80%	-25,37%	2,12%	213,56%	206,82%
Otros Pasivos con Costo LP	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%			#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
Provisiones LP	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
PATRIMONIO NETO	**3.801.311**	**5.111.008**	**7.415.877**	**7.926.216**	**7.938.049**	**8.166.580**	**54,82%**	**46,86%**	**47,09%**	**36,86%**	**39,08%**	**34,45%**	**45,10%**	**6,88%**	**2,88%**
Capital	14.000	300.000	300.000	2.800.000	300.000	2.800.000	0,20%	2,75%	1,90%	13,02%	13,40%	2042,86%	0,00%	833,33%	833,33%
Reserva	5.752	5.752	6.721	6.722	6.722	57.835	0,08%	0,05%	0,04%	0,03%	0,28%	0,00%	16,85%	0,01%	760,42%
Otros resultados Integrales	984.961	1.998.962	2.483.578	3.608.318	5.550.513	3.608.318	14,20%	18,33%	15,77%	16,78%	17,27%	102,95%		45,29%	-34,99%
Resultados Acumulados	929.163	938.859	1.558.643	1.000.039	1.558.643	1.460.062	13,40%	8,61%	9,90%	4,65%	6,99%	1,04%	66,01%	-35,84%	-6,32%
Resultados del Ejercicio	1.867.435	1.867.435	3.066.935	511.138	522.171	240.364	26,93%	17,12%	19,47%	2,38%	1,15%				-53,97%

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

Tabla 15. Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS EMISOR							ANALISIS VERTICAL					ANALISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Mar-19	Mar-20	2016	2017	2018	2019	Mar-20	2016 - 2017	2017 -2018	2018 - 2019	mar 19 - mar 20
INGRESOS	**$ 3.494.692**	**$10.630.183**	**$13.124.017**	**$ 10.824.127**	**$ 3.247.790**	**$ 2.807.372**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**204,18%**	**23,46%**	**-17,52%**	**-13,56%**
COSTO VENTA	$ 2.418.699	$ 6.836.820	$ 5.430.433	$ 5.729.556	$ 1.317.137	$ 1.117.164	69,21%	64,32%	41,38%	52,93%	39,79%	182,67%	-20,57%	5,51%	-15,18%
GANANCIA BRUTA	**$ 1.075.993**	**$ 3.793.363**	**$ 7.693.584**	**$ 5.094.571**	**$ 1.930.653**	**$ 1.690.208**	**30,79%**	**35,68%**	**58,62%**	**47,07%**	**60,21%**	**252,55%**	**102,82%**	**-33,78%**	**-12,45%**
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	$ 548.617	$ 3.006.456	$ 5.388.009	$ 2.733.340	$ 644.574	$ 464.672	15,70%	28,28%	41,05%	25,25%	16,59%	448,01%	79,21%	-49,27%	-27,91%
EBITDA	**$ 527.376**	**$ 786.907**	**$ 2.305.575**	**$ 2.361.231**	**$ 1.286.080**	**$ 1.225.536**	**15,09%**	**7,40%**	**17,57%**	**21,81%**	**43,65%**	**49,21%**	**192,99%**	**2,41%**	**-4,71%**
DEPRECIACIONES (dep)	$ 298.895	$ 436.160	$ 807.615	$ 974.922	$ 307.227	$ 386.309	8,55%	4,10%	6,15%	9,01%	13,76%	45,92%	85,16%	20,72%	25,74%
EBIT	**$ 228.481**	**$ 350.747**	**$ 1.497.960**	**$ 1.386.310**	**$ 978.853**	**$ 839.227**	**6,54%**	**3,30%**	**11,41%**	**12,81%**	**29,89%**	**53,51%**	**327,08%**	**-7,45%**	**-14,26%**
GASTOS FINANCIEROS	**$ 54.888**	**$ 153.048**	**$ 468.931**	**$ 443.400**	**$ 114.572**	**$ 411.963**	**1,57%**	**1,44%**	**3,57%**	**4,10%**	**14,67%**	**178,84%**	**206,39%**	**-5,44%**	**259,57%**
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	**$ 173.593**	**$ 197.699**	**$ 1.029.029**	**$ 942.909**	**$ 864.281**	**$ 427.264**	**4,97%**	**1,86%**	**7,84%**	**8,71%**	**15,22%**	**13,89%**	**420,50%**	**-8,37%**	**-50,56%**
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	$ 26.039	$ 29.656	$ 154.354	$ 141.436	$ 129.642	$ 64.090	0,75%	0,28%	1,18%	1,31%	2,28%	13,89%	420,48%		-50,56%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	$ 53.108	$ 158.357	$ 254.891	$ 290.335	$ 212.468	$ 122.811	1,52%	1,49%	1,94%	2,68%	4,37%	198,18%	60,96%	13,91%	-42,20%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	**$ 94.446**	**$ 9.686**	**$ 619.784**	**$ 511.138**	**$ 522.171**	**$ 240.364**	**2,70%**	**0,09%**	**4,72%**	**4,72%**	**8,56%**	**-89,74%**	**6298,76%**	**-17,53%**	**-53,97%**
OTRO RESULTADO INTEGRAL	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	**$ 94.446**	**$ 9.686**	**$ 619.784**	**$ 511.138**	**$ 522.171**	**$ 240.364**	**2,70%**	**0,09%**	**4,72%**	**4,72%**	**8,56%**	**-89,74%**	**6298,76%**	**-17,53%**	**-53,97%**

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

Tabla 16. de Amortización Primera Emisión de Obligaciones -Reestructurada

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
16-11-19	$ 232.187,50	$ 78.943,75	$ 311.131,25
16-02-20	$ 279.062,50	$ 88.951,19	$ 368.013,69
16-05-20			$ -
16-08-20	$ 312.500,00	$ 172.402,25	$ 484.902,25
16-11-20	$ 312.500,00	$ 79.569,46	$ 392.069,46
16-02-21	$ 312.500,00	$ 72.938,99	$ 385.438,99
16-05-21	$ 312.500,00	$ 66.308,17	$ 378.808,17
16-08-21	$ 312.500,00	$ 59.677,36	$ 372.177,36
16-11-21	$ 312.500,00	$ 53.046,54	$ 365.546,54
16-02-22	$ 312.500,00	$ 46.415,72	$ 358.915,72
16-05-22	$ 312.500,00	$ 39.784,90	$ 352.284,90
16-08-22	$ 312.500,00	$ 33.154,09	$ 345.654,09
16-11-22	$ 312.500,00	$ 26.523,27	$ 339.023,27
16-02-23	$ 312.500,00	$ 19.892,45	$ 332.392,45
16-05-23	$ 312.500,00	$ 13.261,63	$ 325.761,63
16-08-23	$ 312.500,00	$ 6.630,82	$ 319.130,82
TOTAL	**$4.573.750,00**	**$ 857.500,59**	**$ 5.431.250,59**

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

Tabla 17. Descripción del fideicomiso

Contrato de Fianza Mercantil	
Emisor o Deudor Principal	YAGLODVIAL S.A.
Fiador Solidario/ Garante Principal	PACIFICTRANSPORT S.A.
Obligaciones a largo plazo	Son los títulos emitidos por el Emisor como parte de la Primera Emisión de Obligaciones.
Obligacionistas	Son el o los titulares de las Obligaciones De Largo Plazo emitidas a su favor por el emisor, como parte de la Emisión de Obligaciones.
Representante de los obligacionistas	Estudio Jurídico Mobo Law Firm Cherrez & Proaño Cía. Ltda.

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

Tabla 18. Estado de Resultados Proyectado

	2020*	2021*	2022*	2023*
INGRESOS	**$ 8.376.064**	**$ 9.898.985**	**$10.294.944**	**$11.324.439**
COSTO VENTA	$ 4.271.793	$ 5.048.482	$ 5.250.422	$ 5.775.464
GANANCIA BRUTA	**$ 4.104.271**	**$ 4.850.503**	**$ 5.044.523**	**$ 5.548.975**
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	$ 1.675.213	$ 1.979.797	$ 2.058.989	$ 2.264.888
EBITDA	**$ 2.429.059**	**$ 2.870.706**	**$ 2.985.534**	**$ 3.284.087**
DEPRECIACIONES (dep)	$ 636.166	$ 636.166	$ 636.166	$ 636.166
EBIT	**$ 1.792.893**	**$ 2.234.540**	**$ 2.349.368**	**$ 2.647.921**
GASTOS FINANCIEROS	**$ 1.016.381**	**$ 241.184**	**$ 119.531**	**$ 19.922**
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	$ -	$ -	$ -	$ -
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	**$ 776.512**	**$ 1.993.356**	**$ 2.229.837**	**$ 2.628.000**
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	$ 116.477	$ 299.003	$ 334.476	$ 394.200
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	$ 194.128	$ 498.339	$ 557.459	$ 657.000
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PER	**$ 465.907**	**$ 1.196.014**	**$ 1.337.902**	**$ 1.576.800**
OTRO RESULTADO INTEGRAL				
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	**$ 465.907**	**$ 1.196.014**	**$ 1.337.902**	**$ 1.576.800**

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

Tabla 19. Necesidades Operativas de Fondos

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA						
			2019	2020	2021	2022
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	272.175	245.903	245.903	245.903
		+ Clientes	7.393.303	5.677.110	6.709.312	6.977.684
		+ Inventarios	-	-	-	-
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	390.073	296.652	350.589	364.613
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	7.275.405	5.626.361	6.604.626	6.858.975
FINANCIACIÓN		Incremento/Disminución NOF		-22,67%	17,39%	3,85%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	7.926.216	4.470.198	4.936.105	6.132.118
		+ Deudas largo plazo	5.158.273	4.338.525	6.033.847	7.729.168
		- Activos Inmovilizados	13.253.453	15.904.143	15.904.143	15.904.143
	F.M.	= Fondo de Maniobra	-168.964	-7.095.421	-4.934.192	-2.042.857
	NOF-FM		7.444.369	12.721.782	11.538.819	8.901.832

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

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

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

Tabla 20. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

YAGLODVIAL S.A.

abr-20

(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)

TOTAL ACTIVOS	**20.898.900,38**
(-) Activos gravados	4.404.973,00
Subtotal Activos libres de gravamen	**16.493.927,38**
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	173.013,60
(-) Activos en Litigio*	1.350.000,00
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	-
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciaros que garanticen obligaciones propias o de terceros	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en ciculación.	4.062.500,00
(-) Cuentas por cobrar con personas juridicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	
Activos menos deducciones	**10.908.413,78**
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	**8.726.731,02**
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	**2,40**
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	**2,99**

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

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