

Ecuador
Papel Comercial
Calificación inicial

CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
1er Programa Papel Comercial	AA	NA	NA

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NA: No aplica

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2016 (diciembre)	2017 (octubre)
Activos	34.3	37.8
Ventas	28.3	28.6
Margen EBITDA (%)	7.03%	10.50%
ROE (%) *	2.74%	15.83%
Deuda / capitalización (%)	40.89%	45.66%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.92	-0.67
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.92	1.11
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	4.88	3.74
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	29.27	5.05

* Indicador anualizado para octubre-2017

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AA" al Programa de Primer Programa de Papel Comercial de CONDUIT DEL ECUADOR S.A., que se analiza en el presente informe. Esta 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.

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

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es un importante competidor local dentro del mercado de tuberías y tiene la ventaja competitiva de ser el único productor de tubos de acero inoxidable en la Costa del Pacífico Sur. Actualmente cuenta con una planta industrial en la ciudad de Quito. Observamos positivamente que a la fecha de corte, un 11% de sus ventas sean exportaciones y que dentro de sus expectativas a mediano plazo se encuentre impulsar las ventas en el exterior. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

Sinergias y vínculos importantes con su participada: La calificación incorpora las sinergias y vínculos administrativos, comerciales y estratégicos que mantiene con su empresa participada, que mitigan los riesgos individuales de la empresa relacionados con una operación más volátil y de menor tamaño.

Generación operativa volátil y sensible al precio del acero: En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a las variaciones del precio internacional del acero y los cambios en el entorno operativo, que tienen un impacto directo en su principal línea de negocio. Por otra parte, en 2017 se aprecia un crecimiento significativo de los ingresos operativos, impulsado en mayor proporción por la línea de acero inoxidable, que es más rentable. Se espera que dicha línea siga ganando participación dentro de la mezcla de ventas de la Compañía, lo cual mitigaría parcialmente la volatilidad de su principal materia prima.

Endeudamiento importante en relación a la generación con tendencia a disminuir: Gracias al importante crecimiento del EBITDA, el endeudamiento en relación a la generación ha disminuido de manera importante y muestra una tendencia a seguir bajando, lo que le permitiría manejar una mayor flexibilidad financiera que mitigue la volatilidad de la generación.

Liquidez volátil: Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación a la deuda de corto plazo. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras y el hecho de que el 60% de la deuda financiera vence en un plazo mayor a 1 año.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la disminución esperada de la deuda hasta 2018. La calificación podría verse afectada si es que debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara significativamente en relación a la generación.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Primer Programa de Papel Comercial	
Emisor:	CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
No. De Seguimiento	Calificación inicial
Monto Programa	10,000,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	70% para sustitución de pasivos bancarios de corto plazo, 30% para capital de trabajo
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	Analytica Securities C.A. Casa de Valores
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representativa S.A.

Las nuevas emisiones que se pongan en circulación, en uso de la revolvencia propia del programa de emisión de papel comercial, no estarán sujetas a las mismas características de la presente emisión, sino que dichas características serán propias de cada una de ellas y estarán descritas en el correspondiente anexo a la Circular de Oferta Pública conforme lo determina la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa vigente y aplicable.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2017 la última estimación del Banco Central es de una recuperación económica del orden de 1.5% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares crecería en términos constantes en 4.1%.

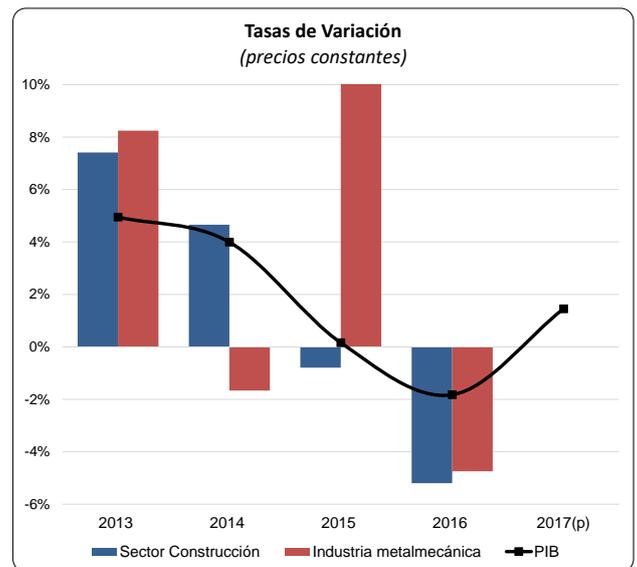
A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.71%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 0.2%, seguido de un modesto 0.6% para 2018. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. se dedica

principalmente a la fabricación, producción y comercialización de tubería de acero, ángulos, perfiles, tubos estructurales, y demás actividades complementarias y relacionadas con los aspectos de la industria siderúrgica y metalúrgica. En 2016 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmecánica, las cuales están relacionadas con las actividades del emisor.

Con base en información del Banco Central, en 2016 la industria metalmecánica representó el 6.3% del total del sector manufacturero. Esto hace de esta industria una de las más importantes dentro de dicho sector y en general de la economía ecuatoriana por su contribución como insumo con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo. En 2016 la industria metalmecánica tuvo una participación de 1.2% sobre el total del PIB en términos constantes.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El desarrollo del sector metalmecánico es parte de la meta gubernamental de cambio de la matriz productiva del país y sustitución de importaciones. Esta necesidad se enmarca en la dependencia de materias primas y producto terminado que existe en relación con el sector externo y que deriva en una balanza comercial deficitaria de este sector.

Las exportaciones en los últimos diez años son en promedio de USD 387 MM, por lo que existen oportunidades para potenciar esta industria, si se consolida el mercado nacional y se mejora la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales e



internacionales.¹

Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan más del 86% del mercado: IPAC, la alianza KUBIEC-CONDUIT, NOVACERO, FERROTORRE, DIPAC Y ROOFTEC. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima para el sector agrícola, constructor, alimenticio, hidroeléctrico, maderero y textil.

Si bien las actividades de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. se registran dentro del sector de fabricación de metales y productos derivados del metal, su desempeño ha estado siempre ligado directamente al del sector de la construcción, por ser este su principal mercado.

En términos constantes, el sector de la construcción ha registrado contracción tanto en 2015 (-0.8%) como en 2016 (-5.2%), que contrastan con los elevados crecimientos presentados en años anteriores. De acuerdo a cifras provisionales del Banco Central de Ecuador, la construcción fue el sector de mayor reducción en términos de PIB en el 2016.

En este último año ocupó el tercer lugar en importancia (9.4% del PIB), luego de la manufacturera y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

El sector está expuesto a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el **gráfico 1**, y mantiene una correlación positiva frente al PIB.

La construcción se ha visto afectada no solo por la caída de los precios del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública. Además, tomando en cuenta la contracción en los ingresos de los hogares, la oferta y demanda de vivienda ha disminuido.

Además de la afectación que presenta la industria por la recesión de los últimos años, la misma ha sufrido una contracción importante tras la aprobación de la Ley para Evitar la Especulación de la Tierra (Ley de Plusvalía) aprobada por la Asamblea Nacional el 27 de diciembre del 2016, cuyo objetivo es desincentivar la especulación y regular los precios de bienes inmuebles mediante un impuesto del 75% a la ganancia extra que se genere en la segunda venta de inmuebles y

terrenos. Según datos del Banco Central, la construcción decrecerá un 10% en el 2017.²

Sin embargo, el Presidente Lenín Moreno ha propuesto la derogación de esta Ley dentro de las siete preguntas de la Consulta Popular a realizarse en el mes de febrero del 2018. Esto ha generado una perspectiva positiva para la reactivación del sector que irá de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. se constituye en el Ecuador en 1977, con el objeto de dedicarse a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de tubería de acero o de cualquier otro material, así como a la fabricación, producción, importación, exportación y comercialización de ángulos, perfiles, tubos estructurales, y a las actividades complementarias y relacionadas con los aspectos de la industria siderúrgica y metalúrgica y con la distribución al por mayor y al por menor de sus productos, tanto dentro como fuera del país.

Sus oficinas administrativas se encuentran en el sur de la ciudad de Quito, donde también funciona su planta de manufactura y procesamiento de tubería.

En el año 2010 nace la alianza KUBIEC-CONDUIT, pues las dos compañías producen y comercializan productos derivados del acero y vieron la oportunidad de juntos generar sinergias operativas. Las dos empresas comparten la gerencia general, las principales gerencias y algunas jefaturas, y están relacionadas accionarialmente. No obstante, las mismas manejan una estructura departamental y financiera independiente.

Dentro de la estructura departamental de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. colaboran 187 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios.

La Compañía a la fecha mantiene un Comité de Empresa conformado por 40 personas, con el que mantiene una relación sana. El Contrato Colectivo se revisa cada dos años y el mismo se encuentra a la fecha negociado e inscrito en el Ministerio de Relaciones Laborales.

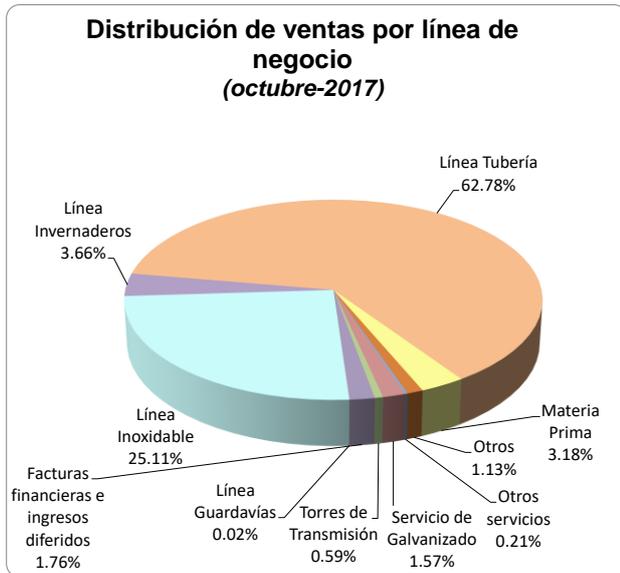
La empresa se caracteriza por tener pocas líneas de negocio de importancia, aunque con una alta participación de mercado y en algunos casos de liderazgo. CONDUIT produce y comercializa más de 26 diferentes artículos que se pueden agrupar según las líneas de negocio a continuación:

¹

<http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>

² <http://www.elcomercio.com/actualidad/ley-plusvalia-asamblea-ecuador-explicacion.html>

Gráfico 2



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

La línea de tubería constituye la línea de negocio más importante, esta consiste en fabricación y venta de tubería que es utilizada como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales. La Compañía ofrece tubos marca Fuji y neplos para la conducción de fluidos y tubos mueble ideales para carpintería metálica y estructura. De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte octubre-2017, la Compañía mantiene un 25% de participación de mercado, superado únicamente por IPAC quien mantiene un 26%. Otro competidor importante es Ferro Torre que mantiene un 15% de participación.

La segunda línea de negocio más importante para la Compañía es la de inoxidables. CONDUIT del Ecuador S.A. es la única compañía productora de tubos de acero inoxidable dentro de la Costa del Pacífico y mantiene un 60% de participación de mercado. Sus principales competidores son los importadores de este tipo de acero: Iván Bohman CA, IPAC y Duferco Group. Este negocio ha mantenido en los últimos años un crecimiento importante por las características que ofrece el producto pues es estético, higiénico, brinda máxima durabilidad, es totalmente inmune a la corrosión y el sarro, no necesita mantenimiento, tiene alta resistencia a movimientos telúricos y no puede ser atacado por fuego ni altas temperaturas.

Otros ingresos provienen de la construcción de invernaderos, negocio en el cual la Compañía tiene más de quince años de experiencia en el diseño, fabricación, asesoría e instalación según las necesidades de sus clientes.

Por último, CONDUIT se dedica a la venta de materia prima, líneas guardavías, torres de transmisión y ofrece servicios de galvanizado,

corte, plegado, soldadura, barolado, granallado y perforado a otras compañías. Estas ventas son ocasionales y no han sido tomadas en cuenta en las proyecciones del presente informe.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (59%) y a empresas relacionadas (30%) pero también exporta sus productos a Colombia, Perú y Nicaragua. La empresa no maneja una fuerza de ventas propia, por lo que se apoyan en la perteneciente a KU-BIEC.

La comercialización de los productos de la marca se realizan principalmente a través de distribuidores a nivel nacional (68.6%). Un 28.7% se comercializa a través de KU-BIEC, quien mantiene oficinas de venta en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala, y un 2.69% corresponde a ventas directas de CONDUIT.

La capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta las principales líneas de negocio (tubería y acero inoxidable), es del 78%, por lo cual CONDUIT DEL ECUADOR S.A. posee todavía un potencial de crecimiento importante.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.

*Convertido a una tasa de 636,94 pesos chilenos por dólar

**Convertido a una tasa de 3.030,37 pesos colombianos por dólar

Información con corte octubre-2017

Elaboración: BWR.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. consolida balances con su participada Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. y sus dos subsidiarias internacionales. KU-BIEC S.A., es poseedora del 98.6% de las acciones de Cubiertas de Colombia KU-BIEC S.A.S., y del 99.97% de las acciones de la compañía Cubiertas de Chile KU-BIEC S.P.A.

La subsidiaria colombiana se dedica a la distribución y comercialización de cubiertas metálicas y otros productos relacionados para la construcción, con dos unidades comerciales en Cali y Bogotá. Por su parte, KU-BIEC Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero.

En cuanto a la relación de KUBIEC con CONDUIT, las dos empresas consolidan balances ya que instancias importantes de la administración se manejan de manera conjunta como se explicó en párrafos



anteriores.

KUBIEC no posee acciones en CONDUIT ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas en el ámbito financiero. La Compañía presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2016 elaborado por LEXTAX Servicios Tributarios Integrales S.A., mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. De esta manera consideramos que la capacidad de pago del emisor se debe evaluar de forma separada. Este criterio podría modificarse en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre estas dos compañías.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Avellán Arteta Felipe Javier	2,649,324	34.0%
Yandún Cárdenas Henry Javier	2,403,615	30.8%
Kohn Topfer Juan Daniel	599,439	7.7%
Otros	2,141,973	27.5%
TOTAL	7,794,351	100%

Con corte octubre 2017 el patrimonio de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es de USD 16.05 MM, y de este el 49% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades, la deuda financiera representa el 45.7% de la capitalización³ de la Compañía. Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

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

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A. es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, el Presidente, Vicepresidente, Gerente General y Sugerente General.

La Junta General de Accionistas es el organismo máximo de la Compañía. A este le corresponde la designación de cinco directores principales y tres suplentes que integraran el Directorio de la Compañía por un tiempo de dos años, así como la designación de comisarios y auditores externos.

Son atribuciones del Directorio la designación del Presidente, Vicepresidente, Gerente General y Subgerente General, conocer y aprobar el presupuesto anual, el nombramiento de los principales gerentes, la creación de comisiones internas para determinadas funciones, la ejecución de las resoluciones de la Junta General de Accionistas, entre otras.

El Directorio se reúne bimensualmente para revisar el cumplimiento del presupuesto y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo.

El Presidente de la Compañía tiene como facultades velar por el fiel cumplimiento de la Ley, del estatuto y de las resoluciones tomadas por la Junta General y del Directorio. Actualmente este puesto lo ocupa Juan Daniel Kohn, persona con extensa experiencia en la industria acerera y uno de los accionistas de la Compañía.

El Gerente General representa legalmente a la Compañía en toda clase de actos y contratos, recibe, mediante inventario, los bienes y valores sociales entregados a su cuidado, presenta a la Junta General a nombre del Directorio, un informe de sus labores, informa al Directorio sobre las operaciones realizadas y por realizar, entre otras. Este puesto lo ocupa Henry Yandún, quien tiene amplia experiencia en cuanto a temas de materiales de acabados para la construcción, además de una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad. Además mantiene sellos de calidad INEN para varios de sus productos.

La Compañía utiliza el software ERP Dynamics Ax que le permite administrar la gestión contable-financiera y de donde obtiene información para

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

controlar su producción y comercialización. Para la gestión de recursos humanos utiliza el sistema informático Nómina Hiper K.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

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

La Compañía maneja un plan estratégico con tres áreas de iniciativa que son el control operacional y eficiencia; posicionamiento y manejo de mercado, y relaciones con el cliente. A través de una herramienta tecnológica la gerencia realiza una supervisión regular de sus objetivos estratégicos.

Algunas estrategias importantes de la empresa a corto y mediano plazo son las siguientes:

- Optimización de sus niveles de inventario.
- Adquisición de maquinaria para mejorar la velocidad de la producción en tres veces frente a la actual.
- Comercialización de productos con mayor valor agregado.
- Crecimiento en exportaciones impulsadas por las certificaciones internacionales que manejan y la calidad de sus productos.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., y los estados financieros individuales de CONDUIT, auditados por la firma Baker Tilly Ecuador para el 2013, y por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. para el 2014, 2015 y 2016. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte octubre-2017.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2017, 2018 y 2019, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario,

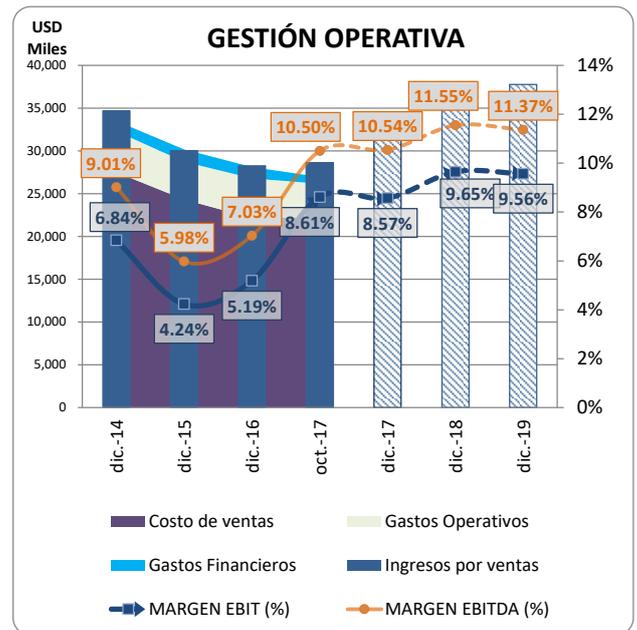
las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor.

Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos de CONDUIT DEL ECUADOR S.A. mantienen una vinculación con la dinámica del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos importantes en la última década aunque como se mencionó anteriormente, ha venido desacelerándose en los últimos años.

La principal línea de negocio de la Compañía es la de tubería, y sus ingresos se encuentran directamente relacionados con el precio del acero. En 2015 las ventas del emisor decrecieron en dólares un 13%, sin embargo, las ventas en toneladas mostraron una contracción de apenas el 3%. Esta situación fue reflejo de la fuerte contracción del precio del acero que pasó de USD 68,39 por tonelada en dic-14 a USD 40,5 en dic-2015.

Gráfico 3



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
 *crecimiento de octubre-2017 es anual.
 Elaboración: BWR.
 Proyecciones ajustadas por BWR.

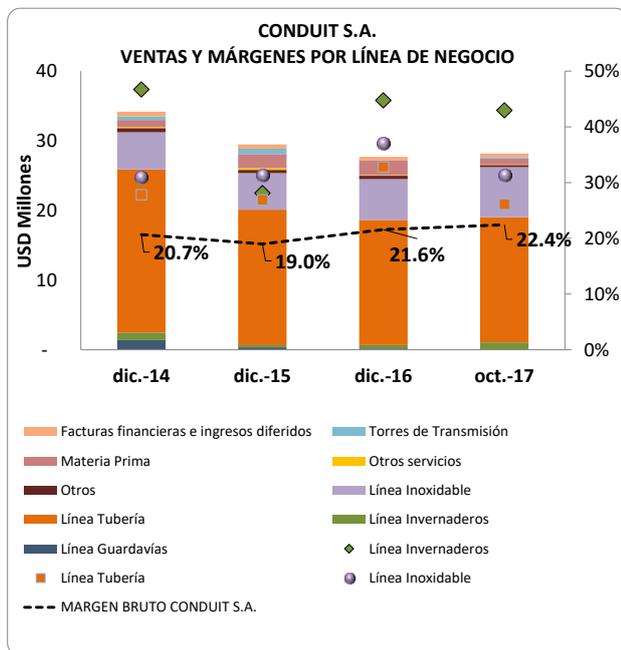
En 2016 se observa una contracción en ventas en dólares del 5.83% mientras que en toneladas existe un incremento del 5.1%. Este año el precio del acero se mostró volátil con una tendencia al alza especialmente desde el segundo semestre del año.

A la fecha de corte (octubre-2017) observamos un crecimiento anual de los ingresos operativos en dólares de 21.40%, derivado de un precio del acero más alto, mayores ventas en toneladas en sus principales líneas de negocio y a un cambio en el mix de ventas de la Compañía. La línea de

inoxidable, que tiene un mejor margen, presenta a la fecha una participación del 25.1% dentro de los ingresos operativos mientras que con corte octubre-2016 esta línea representaba el 20.8%. Nuestra proyección del 2017 supone un crecimiento anual de 22.3% con un nivel de ingresos estimado en USD 34.6 MM, en línea con las proyecciones del cliente.

Para finales del 2018 de manera conservadora esperamos un crecimiento de 3.4% en los ingresos totales influenciado principalmente por mayores ventas en sus principales líneas de negocio, principalmente en la línea de acero inoxidable.

Gráfico 4

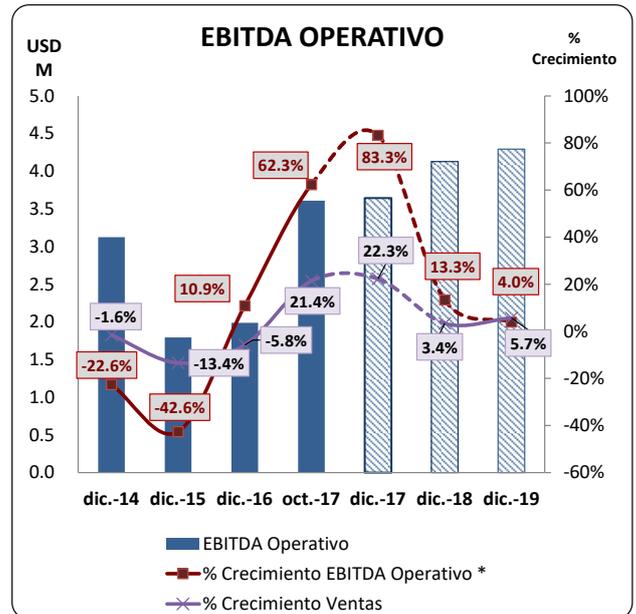


Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.
*Margen de las líneas de negocio no incluye otros costos (variación del costo estándar, fletes, participación a trabajadores y otros) que no han sido repartidas mediante un sistema de costeo.

Al igual que las ventas, el margen bruto de la Compañía se ve influenciado por el precio de la materia prima, que se muestra volátil. La Compañía cerró el 2016 con un margen bruto de 21.6% y a la fecha de corte el mismo se ubica en 22.4%, producto del cambio en el mix de ventas explicado en el párrafo anterior.

Para 2017 esperamos que el margen se mantenga en los niveles actuales y para el 2018 podría mejorar en 0.7 p.p. pues la Compañía espera mayores ventas en su línea de inoxidable.

Gráfico 5



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
*crecimiento de octubre-2017 es anual.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

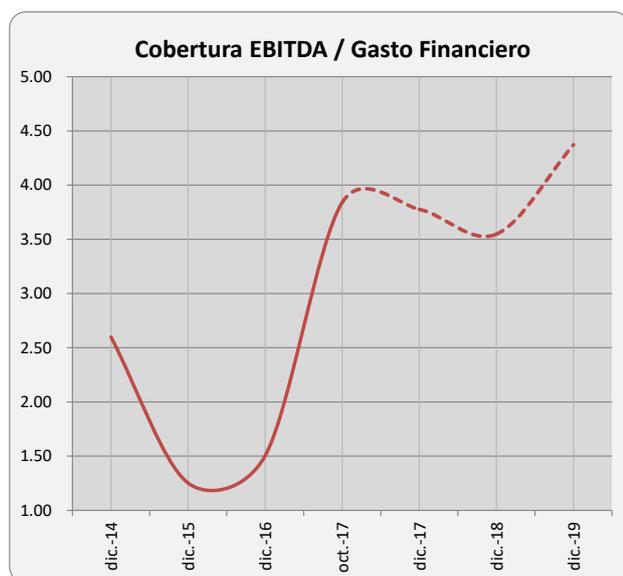
El desempeño del EBITDA se muestra volátil en los últimos años y con tendencia a contraerse en 2014 y 2015 como consecuencia del comportamiento menos expansivo en ventas, a la variación del precio del acero y una economía ecuatoriana en desaceleración.

En 2016, a pesar de la contracción de ventas y la volatilidad del precio de la materia prima se observa un crecimiento del EBITDA en 10.9% que se debe principalmente a la mejora del margen bruto en 2.6 p.p.

CONDUIT DEL ECUADOR S.A., estaría en capacidad de generar en 2017 un EBITDA de USD 3.6 MM frente a los USD 1.9 MM del 2016 (USD 1.7 MM en 2015), considerando el importante crecimiento en la generación operativa de la Compañía hasta la fecha. Por su lado en el 2018 proyectamos un crecimiento del EBITDA gracias al crecimiento de los ingresos totales de la Compañía y al mejor margen esperado.

Es importante tomar en cuenta que por ser una empresa industrial, el componente fijo de la Compañía es relativamente importante por lo cual un crecimiento en ventas permite diluir el gasto y mejorar la eficiencia. Por este motivo esperamos que ante la mayores ventas proyectadas de 2017, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 16.4% en dic-2016 a 13.7% en dic-2017.

Gráfico 6



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se aprecia en el gráfico anterior, la cobertura del gasto financiero muestra una volatilidad importante, y registró valores presionados en 2015 y 2016. Sin embargo, a la fecha de corte la mayor generación de la Compañía y niveles de gasto financiero menores a los históricamente presentados ha permitido que esta relación se mejore a 3.84 veces. Esperamos que para fines del 2017 y 2018 dicha relación se mantenga sobre las 3.78 y 3.5 veces respectivamente.

Se debe mencionar que la carga tributaria por impuesto a la renta es elevada porque legalmente el anticipo de impuesto a la renta se convierte en el impuesto mínimo aun cuando la empresa mantenga menores ingresos. Este fue el caso desde el año 2014. Si se cumplen las expectativas de crecimiento y rentabilidad de la empresa, en 2017 y 2018 el impuesto a la renta efectivo debería regularizarse a niveles más cercanos al 22%. Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de inversión firmado con el Estado mediante el cual a cambio de inversiones que la empresa ya ha sido realizado, podría mantener una tasa constante del 22% hasta el 2030, a pesar de reformas tributarias que se den en un futuro.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-12	dic-14	dic-15	dic-16	oct-17
Total Activo Corriente	69%	63%	63%	59%	61%
Fondos Disponibles		1%	1%	1%	0%
Inversiones corto plazo		0%	0%	0%	1%
CxC Comerciales		12%	11%	15%	12%
Inventarios Neto		47%	43%	37%	38%
Otras cuentas por cobrar		0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados		7%	5%	4%	9%
Otros activos corrientes		1%	2%	2%	0%
Total Activo No Corriente	31%	37%	37%	41%	39%
Propiedad, planta y equipo		28%	28%	31%	29%
Inventarios no corrientes		0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión		4%	9%	10%	10%
Activo Financiero no Corriente		0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.		0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos		0%	0%	0%	1%
Otros activos		0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	oct-17
Total Pasivo Corriente	41%	46%	46%	30%
Deuda Financiera CP	20%	31%	21%	14%
Deuda Comercial	19%	13%	23%	13%
Otros Pasivos CP	2%	2%	2%	3%
Total Pasivo LP	22%	17%	13%	27%
Deuda Financiera LP	18%	12%	8%	21%
Otros pasivos LP	5%	5%	6%	6%
PATRIMONIO	37%	37%	41%	43%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha sido positiva, este se muestra bastante volátil al igual que el flujo de caja operativo (CFO).

En 2016 las menores ventas de la compañía permitieron una importante liberación de capital de trabajo explicada principalmente por la venta de inventario acumulado; además la empresa logró negociar mejores plazos con proveedores. Lo anterior, sumado a un mayor nivel de ingresos provocó una importante liberación de capital de trabajo. Otro factor clave que contribuyó a un mayor CFO fue un crecimiento del EBITDA en 11%, ya que el menor nivel de ingresos fue compensado con un margen sustancialmente mejor al del 2015. De esta manera la empresa obtuvo en 2016 un CFO (Flujo de Caja Operativo) de USD 6.5 MM.

Tomando en cuenta dicha liberación, un nivel de inversiones de capital relativamente bajas (USD 525 M), y que no se pagaron de dividendos, la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL)

que le permitió reducir la deuda financiera en USD 6.5 MM respecto al 2015.

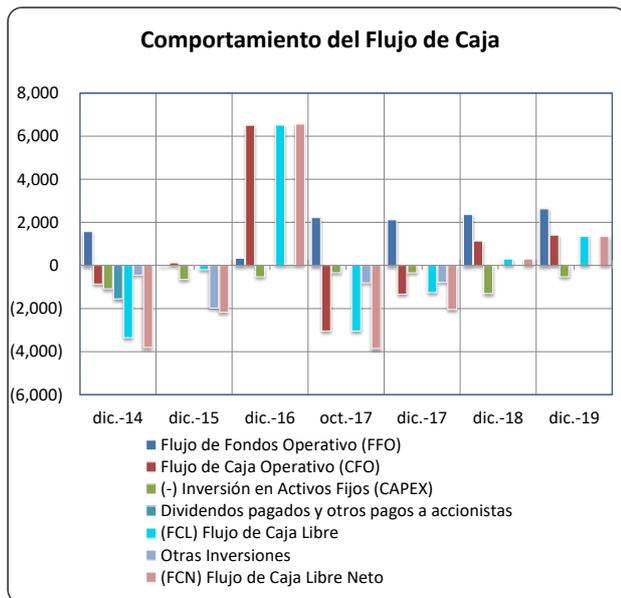
No obstante, con corte octubre del 2017 la Compañía ha tenido necesidades importantes de capital de trabajo (inventarios y proveedores) por USD 5.2 MM. Dicho requerimiento se ha dado principalmente por el fuerte crecimiento del negocio. Pese a tener un flujo de fondos operativos (FFO) positivo de 2.2 MM, el CFO termina en UDS -3 MM. Hacia fines de año esperamos que esta situación mejore, pues la Compañía ha conseguido un mejor financiamiento de sus proveedores y esperamos un CFO de USD -1.3 MM.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), observamos que la principal inversión se realizó en 2014 por un monto de USD 1 MM para la ampliación de su planta en el sur de Quito. En los dos últimos años la empresa ha invertido en promedio USD 589 M anualmente, principalmente para la mejora de su capacidad instalada.

En función del comportamiento de las inversiones de capital hasta el mes de octubre, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 336 M, relacionado principalmente a compra de maquinaria y adecuaciones de su planta.

En 2018 CONDUIT DEL ECUADOR S.A. espera realizar inversiones en CAPEX de aproximadamente USD 1.3 MM orientadas principalmente a la adquisición de nueva maquinaria que le permitirá mejorar su capacidad instalada para la línea de tubería.

Gráfico 7



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

La política de cobro generalmente se adapta al cliente y se ubica en 45 días para clientes relacionados, 33 días para clientes locales y 45

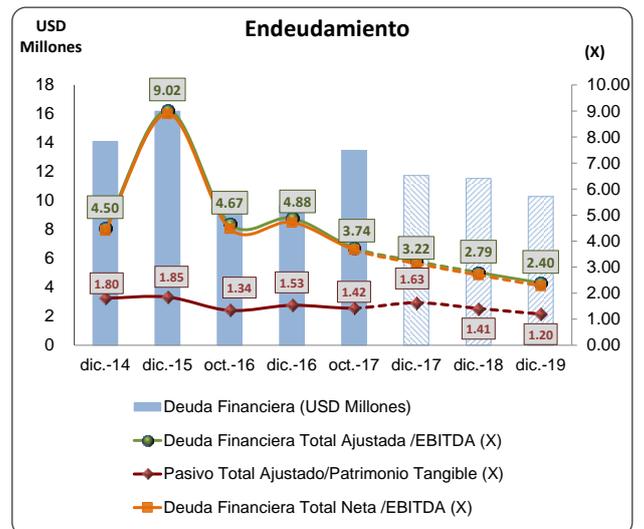
para clientes del exterior, e históricamente se ha ubicado cerca de los 67 días a finales del año.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 180 días de ventas, aunque en los últimos 4 años se ha ubicado en promedio en 222 días. Es por esto que proyectamos que los días de inventario para finales del 2017 sean cercanos a 212 días.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales están en 150 días para las importaciones y entre 30 y 45 días para las compras locales. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio en 128 días aproximadamente.

Con respecto al pago de dividendos a los accionistas, este ha sido conservador en los años analizados. En 2014 se pagó USD 1.5 MM por este concepto y tanto en 2015 como en 2016 no se repartieron. Para el año 2017 y 2018 no se encuentra programado el pago de dividendos, aunque esta decisión se define cada año.

Gráfico 8



* Indicador de octubre-2017 calculado con EBITDA anualizado
Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a su pico en 2015, año en el que la deuda financiera representó 9.02 veces el EBITDA, como consecuencia de la contracción de la generación operativa y el requerimiento de nueva deuda por USD 1.9 MM que se utilizó en propiedades de inversión que a la fecha generan ingresos no operativos por el alquiler de las mismas a su participada.

En 2016 el indicador se reduce a la mitad gracias a un menor endeudamiento en dólares y a mayores ingresos operativos que los presentados en 2015 provenientes principalmente de liberación de

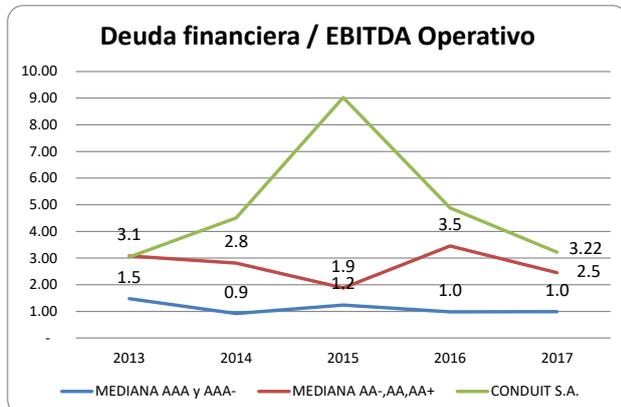
capital de trabajo.

En 2017 la empresa ha requerido incrementar su deuda financiera en USD 3.1 MM frente a octubre del año anterior para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas, sin embargo, esperamos que la generación operativa hasta fines de año será capaz de cubrir USD 1.7 MM de este incremento. Es por ello, que para finales del 2017, esperamos que el indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubique en 3.22 veces como se observa en el **gráfico 8**.

La proyección de los años 2018 y 2019 incorporan la expectativa de que el endeudamiento mantenga la tendencia a decrecer. Es importante indicar que con base en las fechas de vencimiento esperadas del papel comercial, las proyecciones del emisor consideran que a finales de cada año se reflejarán los saldos de papel comercial dentro de la deuda de corto plazo pero al mismo tiempo habrá una caja extraordinariamente alta que le permitirá cubrir el pago al siguiente mes. Consideramos que este supuesto no modifica la percepción de riesgo financiero del emisor.

El emisor mantiene un nivel de deuda importante en relación a su generación, y lo ubica cercano a con otros emisores con calificaciones en el rango de AA, aunque con una importante volatilidad en los últimos años.

Gráfico 9



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR
Elaboración: BWR

Capacidad de Pago y Liquidez

Los requerimientos de liquidez del emisor han estado altamente influenciados históricamente por las variaciones de capital de trabajo. En 2014 estos demandaron recursos significativos, mientras que en 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

Hasta octubre-2017 la liquidez ha sido estrecha debido a que el emisor ha requerido financiar el incremento del capital de trabajo derivado del

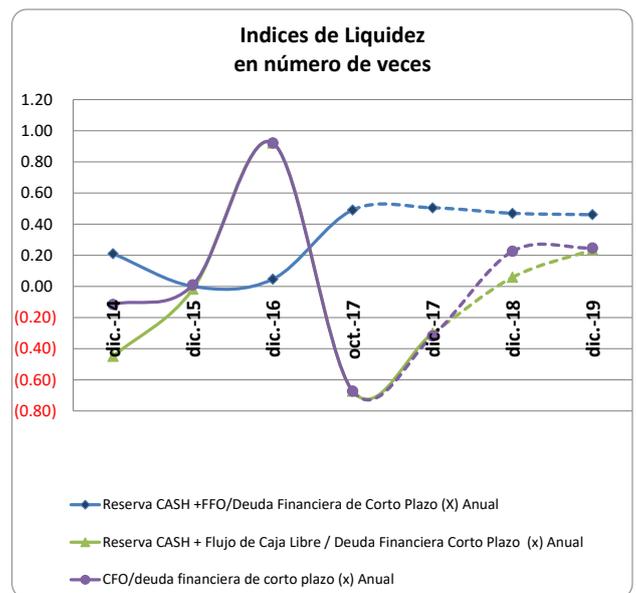
fuerte crecimiento de las ventas.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada por acreedores bancarios nacionales. Actualmente CONDUIT DEL ECUADOR S.A. mantiene un 40.3% de su deuda en plazos inferiores a un año, estructura que se considera una fortaleza en un entorno local con incertidumbre. El 40% restante se encuentra repartido en vencimientos comprendidos entre 2 y 5 años.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras y el hecho de que el 60% de la deuda financiera vence en un plazo mayor a un año.

La estructura de plazos de la Compañía mejora, con un 40.3% en el corto plazo frente a un 72.9% que mantenían a diciembre-2016. A futuro se espera que el emisor obtenga financiamiento de largo plazo del exterior para la importación de maquinarias que requiera.

Gráfico 10



Fuente: CONDUIT DEL ECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.



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

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

Activo Líquido (USD M)	247
Activo Ajustado (USD M)	36,938
Activo Total (USD M)	37,751

oct-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,805	2,805	13.17
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	13,481	16,286	2.27
3era	Deuda sin garantía específica de balance	5,417	21,703	1.70
TOTAL		21,703	21,703	1.70

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.70 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

El papel comercial tiene garantía general, por tanto está garantizado con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

En la declaración juramentada suscrita por el emisor este se compromete a mantener la relación anterior dentro del límite legal, para lo cual se compromete a mantener cuentas por cobrar e inventarios libres de gravamen por el monto requerido. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados

en el balance del emisor para ser liquidados, el 60.6% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 39.4% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad de ser liquidados así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

A continuación se encuentra un cuadro de liquidez o circulante de los últimos seis meses:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
may-17	22,778,615	15,300,540	1.49
jun-17	24,510,314	13,056,127	1.88
jul-17	25,718,775	14,294,080	1.80
ago-17	25,031,709	13,668,488	1.83
sep-17	25,018,880	13,618,513	1.84
oct-17	22,869,127	11,489,189	1.99
Promedio semestral			1.80

RESGUARDOS

Resguardos Programa de Papel Comercial

Para el papel comercial calificado, el Emisor se obliga a:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 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 exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 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 del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

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

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

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

A la fecha de corte de este análisis, CONDUIT DEL ECUADOR S.A. no mantiene emisiones en el mercado de valores, además del que se analiza en el presente informe.

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

CONDUIT DEL ECUADOR S.A.					
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	oct-17
Resumen de Resultados					
Ventas	35,224	34,673	30,013	28,263	28,631
% crecimiento	9.2%	-1.6%	-13.4%	-5.8%	21.4%
MARGEN BRUTO (%)	24.9%	20.7%	19.0%	21.6%	22.4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,043	3,126	1,793	1,988	3,007
MARGEN EBITDA (%)	11.5%	9.0%	6.0%	7.0%	10.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,043	3,126	1,793	1,988	3,007
MARGEN EBITDAR (%)	11.5%	9.0%	6.0%	7.0%	10.5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,164	2,373	1,272	1,467	2,467
MARGEN EBIT (%)	9.0%	6.8%	4.2%	5.2%	8.6%
Gasto Financiero del período	-909	-1,203	-1,433	-1,322	-783
Impuestos a la renta	-558	-351	-355	-335	0
UTILIDAD NETA	1,718	936	(88)	382	2,030
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	2,318	300	233	314	247
Cuentas por Cobrar Comerciales	4,006	4,671	4,162	5,053	4,451
Inventarios	14,307	17,769	16,173	12,857	14,528
Cuentas por Pagar Proveedores	4,837	7,098	5,001	7,860	5,019
Deuda Financiera Total	12,283	14,072	16,183	9,698	13,481
Otros Pasivos	3,098	2,635	2,369	2,740	3,202
Patrimonio	14,395	13,788	13,871	14,018	16,047
Patrimonio Tangible	13,148	13,201	12,735	13,236	15,235
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	4,043	3,126	1,793	1,988	3,007
(-) Gasto Financiero del período	-909	-1,203	-1,433	-1,322	-783
(-) Impuesto a la renta del período	-558	-351	-355	-335	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,577	1,572	5	331	2,224
(-) Variación Capital de Trabajo	-961	-2,435	114	6,180	-5,269
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,615	-863	119	6,511	-3,045
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	98	274	435	576	346
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-41	-8	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	18	-111	-61	-23	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,278	-1,547	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,828	-1,083	-653	-525	-337
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-8	-25	-1	-19	-9
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,382	-3,354	-202	6,513	-3,045
Margen de Flujo de Caja Libre %	-3.9%	-9.7%	-0.7%	23.0%	-10.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,779	1,789	2,112	-6,486	3,784
OTRAS INVERSIONES NETO	130	-457	-1,996	-188	-806
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,527	-2,019	-66	81	-67
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	791	2,318	300	233	314
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.84	2.31	1.00	1.25	3.84
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.45	2.60	1.25	1.50	3.84
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.45	2.60	1.25	1.50	3.84
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.04	4.50	9.02	4.88	3.74
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.46	4.41	8.89	4.72	3.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	46%	51%	54%	41%	46%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.57	0.21	0.00	0.05	0.49
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.36	(0.12)	0.01	0.92	(0.67)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.31)	(0.45)	(0.02)	0.92	(0.67)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.28)	(0.51)	(0.19)	0.93	(0.85)



KUBIEC CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Resumen de Resultados				
Ventas	96,913	100,617	98,630	81,824
% crecimiento	8.1%	3.8%	-2.0%	10.4%
MARGEN BRUTO (%)	24.9%	20.4%	17.7%	19.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,012	11,394	7,614	8,502
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	11.3%	7.7%	10.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,013	11,394	7,614	8,503
MARGEN EBITDAR (%)	15.5%	11.3%	7.7%	10.4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,601	9,693	6,181	7,192
MARGEN EBIT (%)	13.0%	9.6%	6.3%	8.8%
Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-2,364
Impuestos a la renta	-2,386	-1,549	-1,242	-941
UTILIDAD NETA	7,532	5,102	3,196	4,272
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	7,380	1,124	1,282	753
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,521	20,794	19,892	21,139
Inventarios	45,685	47,522	45,377	27,908
Cuentas por Pagar Proveedores	19,425	19,006	24,290	20,423
Deuda Financiera Total	41,151	52,316	44,969	22,739
Otros Pasivos	17,307	12,319	11,004	17,981
Patrimonio	42,881	43,497	46,938	35,670
Patrimonio Tangible	41,978	43,079	46,617	33,687
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	15,012	11,394	7,614	8,502
(-) Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-2,364
(-) Impuesto a la renta del período	-2,386	-1,549	-1,242	-941
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,841	6,405	2,285	5,197
(-) Variación Capital de Trabajo	-11,186	-4,051	11,352	5,094
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,345	2,354	13,637	10,291
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-3	730	2,494	425
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-279	-325	-21
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,679	-4,293	0	-2,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,617	-14,866	-2,088	-2,806
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-88	-584	-2,616	-24
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10,732	-16,939	11,102	5,365
Margen de Flujo de Caja Libre %	-11.1%	-16.8%	11.3%	6.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	15,841	11,166	-7,348	-6,046
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-56	-482	-3,636	496
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-1	41	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,052	-6,256	159	-185
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,327	7,380	1,124	937
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.54	2.86	1.56	3.20
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.39	3.31	1.86	3.60
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.39	3.31	1.86	3.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.97	4.59	5.91	2.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.44	4.49	5.74	2.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	55%	49%	39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.21	0.07	0.40
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.05)	0.08	0.44	0.79
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.55)	0.36	0.41
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.43)	(0.55)	0.36	0.41



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS : Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría , los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2017.