

Ecuador  
Calificación Inicial

# Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar al Programa de Papel Comercial emitido por Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A., la calificación de "AA". 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, la cual 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:** KUBIEC es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Generación operativa en recuperación aunque volátil:** En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a las variaciones del precio internacional de su principal materia prima, que es el acero. Por otro parte, la empresa ha conseguido con éxito impulsar líneas de negocios más rentables como el de viguero, kutérmico y tuberías. Lo anterior ha sido posible gracias a la inversión en la nueva planta de Nobol y en nueva maquinaria que además les ha permitido tener una mayor diversificación de productos. Para el 2017 esperamos que las ventas incorporen el impulso que la empresa está dando a las exportaciones.

**Nivel elevado de endeudamiento con tendencia a reducirse:** En los últimos años, KUBIEC ha tenido un endeudamiento elevado con relación a su generación (EBITDA). Este hecho se da también por la inversión en la nueva planta en el Cantón Nobol. El indicador (Deuda financiera/EBITDA) llegó a su pico en 2015 en donde la deuda financiera representó 4.5 veces el EBITDA. Sin embargo la calificación incorpora la expectativa de que se mantenga la tendencia actual de reducción de endeudamiento, que en función de lo proyectado debería encontrarse por niveles de 3.2 veces para fines del 2017.

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido más bien estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado concentrada en mayor parte en el corto plazo. Dicho esto, los próximos años el emisor espera que sus inversiones de capital sean menores y no proyecta pagos de dividendos, por lo cual esperamos que este pueda generar flujos de caja libres positivos que le permitan reducir paulatinamente el endeudamiento, mitigando así el riesgo de refinanciamiento. Adicionalmente en este año la empresa ya ha cerrado dos créditos a largo plazo que mitigan este riesgo en el 2016.

**La perspectiva de la calificación es estable,** sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento tuviera una tendencia distinta a lo esperado. La perspectiva también podría cambiar en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre KUBIEC y su empresa participada que generaran una vinculación en su riesgo de crédito.

Tipo Instrumento	Calificación Inicial
Primer Programa de Papel Comercial	AA

## Resumen Financiero

(Millones USD)	2015 (diciembre)	2016 (JUNIO)
Activos	89,984	87,292
Ventas	74,112	34,517
Margen EBITDA (%)	8.6%	11.7%
ROE (%)*	11.6%	12.2%
Deuda /Capitalización (%)	45.6%	41.9%
CFO / Deuda Fin CP (x)	0.67	-0.03
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	0.64	-0.37
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	4.52	3.11
Deuda Financiera Total /FFO (x)	10.04	4.55

### Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrés F Crespo  
(5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto:acrespo@bwratings.com)

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión Papel Comercial	
<b>Emisor:</b>	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A
<b>Monto Total Programa:</b>	10,000.000
<b>Plazo del Programa:</b>	720 días
<b>Plazo de la emisión:</b>	359 días
<b>Cupón de Interés:</b>	Cupón Cero
<b>Pago de Capital:</b>	Al vencimiento del plazo de la emisión
<b>Garantía:</b>	General
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Analytica Securities C.A Casa de Valores
<b>Agente Pagador :</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Bondholder Representative S.A

El Programa de Papel Comercial constará de una primera emisión (Clase A) con un valor de USD 1 MM a 359 días. Esta se destinará en 70% a la sustitución de pasivos bancarios de corto plazo y en 30% para capital de trabajo.

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

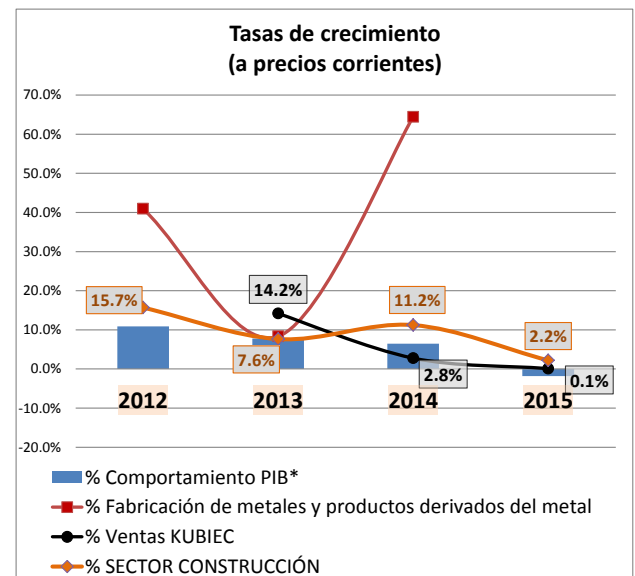
En 2015 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmecánica, las cuales están relacionadas con las actividades de KUBIEC S.A.

Por su parte, la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB de 4.5% para 2016 y de 4.3% para 2017. El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, la apreciación del tipo de cambio real y condiciones financieras restrictivas.

La industria metalmecánica tiene un peso considerable dentro del total de la manufactura (11.30% en 2014). Esto hace de esta industria la más importante dentro de dicho sector, luego de la agroindustria, que tiene una participación cercana al 36% del total. Con respecto al PIB la misma

representa 1.13%.

Gráfico 1



Fuente: Kubicel Elaboración: BWR

El desarrollo del sector metalmeccánico 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 ciertas materias primas y productos terminados que existen en relación al sector externo.

Actualmente seis empresas controlan más del 86% del mercado de los principales productos que comercializa KUBIEC: IPAC, KUBIEC, NOVACERO, FERROTORRE, DIPAC Y ROOFTEC.

Si bien las actividades de KUBIEC 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.

El sector de la construcción ha pasado de crecer un 25% en 2011 a 2% en 2015. En este último año ocupó el segundo lugar en importancia (11.4% del PIB), luego de la manufacturera.

El comportamiento del sector de la construcción no ha mostrado resultados alentadores en 2016. En el primer trimestre del año fue una de las industrias con mayor desaceleración (-4.4%), según información del Banco Central del Ecuador. El sector se ha visto afectado 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 y la apreciación del dólar.

La construcción está expuesta a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el gráfico 1, y mantiene una correlación positiva

frente al PIB.

Además, este sector estuvo entre los sectores con más porcentaje de desvinculación laboral durante el 2015 con un 27,6%, según el reporte *Situación Económica del Ecuador y su Impacto en el Mercado Salarial y Laboral: Realidad, Análisis, Cambios, Estrategias y Perspectivas*, de la consultora Deloitte.

Otro factor a tomar en cuenta es que la construcción se ha visto afectada por el incremento de las cuentas por cobrar al Estado. El presidente de la Cámara de la Industria de la Construcción (Camicon), Silverio Durán, explicó en junio-2016 que “el Gobierno empezó a pagar algo, pero no lo que se esperaba”. Sus socios le han indicado que el problema ahora está centralizado en Finanzas.<sup>1</sup>

Por otro lado la falta de liquidez en la economía ha provocado que el sistema financiero nacional disminuya la colocación de créditos por lo que la demanda de bienes inmuebles también se ve afectada. Adicionalmente las salvaguardias, los proyectos de ley referente a las herencias y la plusvalía han creado incertidumbre en el sector por lo que varios proyectos se encuentran retenidos hasta tener una perspectiva más clara respecto al futuro inmediato.

Podemos decir que en cuanto a las salvaguardias se busca impulsar la capacidad de reemplazo de bienes importados por lo que algunos participantes locales pueden aprovechar estas medidas.

Se espera un año difícil para el sector inmobiliario y de la construcción, consideramos probable una contracción de estos sectores para finales del 2016.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se constituye en Quito, Ecuador en el año 1995 y se dedica a la fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y sus productos derivados para la construcción.

En Ecuador, KUBIEC se encuentra dentro las compañías productoras líderes en los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. Adicionalmente cuenta con diferentes sucursales u oficinas de ventas en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja y Machala.

Se espera que para el 2016 la compañía inicie sus operaciones en una nueva sucursal ubicada en Ibarra.

La empresa se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le da fortalezas frente a competidores sin esta característica. A la fecha de corte KUBIEC produce y comercializa más de 25 productos diferentes de acero y relacionados a la construcción. Los segmentos con alto valor agregado y consecuentemente con mejores márgenes son aquellos que se comercializan en el segmento vigas que es su principal producto.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (99%) pero también exporta producto terminado a países como Colombia, Perú y Bolivia.

A la fecha de corte 347 personas trabajan en la empresa, no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

Alrededor del 29% de las ventas de la empresa se consiguen a través del contacto directo del área comercial con las contrapartes de proyectos de infraestructura, mientras que las líneas masivas como perfilería se negocian generalmente a través de grandes distribuidores a nivel nacional.

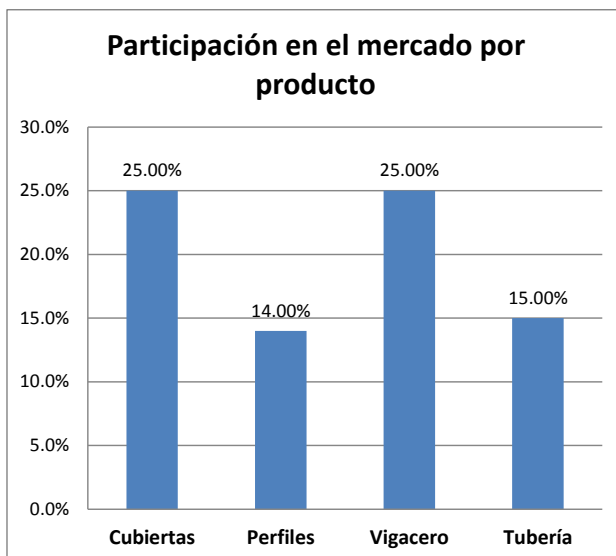
En cuanto a la comercialización, la empresa posee grandes distribuidores a los que les venden directamente el producto. Además en otras líneas de negocio como Vigacero trabajan más por proyectos concretos. Se estima que aproximadamente el 52% de las ventas son por distribución y 29% por proyectos específicos y el restante 19% principalmente por relacionadas y en puntos de venta

La capacidad instalada de KUBIEC en su planta de Quito (es de 1.6 mil toneladas al año y actualmente tienen cerca de un 56% de utilización. Por su lado las plantas de Guayaquil y Nobol tienen una capacidad instalada de 4.4 mil toneladas y 13.5 mil toneladas respectivamente. Ambas tienen un 60% de utilización.

La participación de mercado de KUBIEC varía dependiendo del segmento y en su principal producto (varios tipos de cubiertas), posee una penetración del 25%. Dichos productos representan el 30.2% del total de las ventas de la compañía. A junio-2016 la línea de vigas representó el 13% del total de ventas y a su vez posee el 25% de participación en este mercado. Las participaciones de otros productos principales se presentan a continuación.

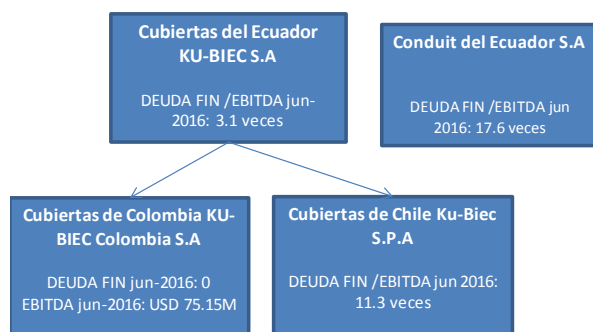
1. <http://www.eluniverso.com/noticias/2016/07/17/nota/5693436/estado-debe-sus-proveedores-937-millones-segun-finanzas>

Gráfico 2



Fuente: Kubicec Elaboración: BWR

## ESTRUCTURA DEL GRUPO



KUBIEC consolida balance con dos subsidiarias internacionales y una participada (CONDUIT). En cuanto a las subsidiarias la empresa es poseedora del 82% de las acciones de Cubiertas de Colombia S.A Ku-Biec, y el 99.5% 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 sus productos derivados para la construcción, con dos unidades comerciales en Cali y Bogotá. Por su parte, Kubicec Chile se dedica a la importación y comercialización de productos de acero.

Por su lado, en cuanto a la relación de KUBIEC con CONDUIT, las dos empresas financieramente se manejan de manera independiente. No obstante estas consolidan balances ya que ciertas instancias de la administración se manejan de manera conjunta.

KUBIEC no posee acciones en CONDUIT ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas fuera del ámbito comercial. A la fecha de corte (junio-2016), KUBIEC mantiene una cuenta

por pagar a CONDUIT por USD 3.1 MM y de acuerdo a la administración únicamente se transfieren flujos para pago de proveedores con un costo financiero. 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

KUBIEC es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, como indica el siguiente cuadro:

Accionistas	No ACCIONES	PARTICIPACION %
FELIPE XAVIER AVELLAN ARTETA	8,244,195	34.77%
HENRY JAVIER YANDUN CARDENAS	7,859,912	33.16%
JUAN DANIEL KOHN TOPFER	1,823,040	7.69%
SATIFER LLC	1,440,467	6.08%
ORELLANA PROMOTORA DE INVERSIONES	1,085,932	4.58%
OTROS MENORES AL 3.1%	3,248,517	13.72%

A junio 2016

El patrimonio de KUBIEC suma USD 35.02 MM al 30 de junio de 2016, el 67.7% corresponde a capital social.

Los accionistas soportan la operación mediante la capitalización de los resultados, en distintos porcentajes dependiendo de las necesidades de flujo de la empresa. En 2014 se repartió el 42% del resultado anterior, en 2015 se reinvertió el 100% y de este porcentaje USD 2 MM se capitalizaron. Por otro lado hasta junio-2016 se han repartido el 39% del resultado anterior equivalente a USD 1.5 MM.

## ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La administración de KUBIEC está conformada por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y operativa en la industria metalmeccánica es amplia.

La empresa no cuenta con un Directorio formal sin embargo el Directorio de la empresa Conduit, relacionada por accionariado con quien mantiene una alianza estratégica, interviene informalmente para analizar y evaluar el desempeño de KUBIEC. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con dos accionistas, tres familiares de los accionistas y tres suplentes. Los dos principales accionistas completan la mayoría requerida para tomar las decisiones estratégicas de la empresa.

El Gerente General es a su vez el socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en el sector.

Adicionalmente, la empresa cuenta con la certificación de calidad ISO 9001.2008, además de



cumplir con las normas locales requeridas. La compañía se encuentra en la segunda fase para obtener la certificación ISO9001-2015 y está en trámite la certificación OHSAS 18001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional para la ciudad de Quito.

En marzo del presente año KUBIEC ha establecido una nueva misión y visión orientada a ampliar la gama de negocios manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.

Como estrategia la nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, les ha permitido ampliar su gama de productos de cubiertas además de aumentar la capacidad de producción. Se espera que en el mediano plazo la planta de Guayaquil se traslade a Nobol con el fin de optimizar recursos, ser más eficientes en los procesos productivos y gestión administrativa.

Por otro lado la plana gerencial de la compañía se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros pues una parte importante lleva 5 años o más en la empresa.

De acuerdo al Informe de Auditoría la empresa ha constituido las provisiones para las prestaciones laborales de acuerdo a lo establecido por ley.

Consideramos que la información ha sido presentada de forma transparente, clara y suficiente.

## PERFIL FINANCIERO

### Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros tanto individuales como consolidados de KUBIEC; auditados del período 2013 por la firma Baker Tilly Ecuador. Los estados financieros del período 2014 y 2015 fueron auditados por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 30 de junio de 2015 y junio de 2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por KUBIEC y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

Salvo que se indique lo contrario, las cifras presentadas a lo largo del informe corresponden a los estados financieros individuales de KUBIEC.

### Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos de KUBIEC mantienen una vinculación importante 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.

Para 2014 la empresa consiguió un crecimiento en las ventas totales de 2.78%, sin embargo en 2015 los ingresos del emisor crecen en apenas un 0.1%. En el 2016 se aprecia una profundización de esta tendencia; a junio-2016 las ventas acumuladas son menores en 10.4% al mismo período del año anterior. La caída va en línea con la contracción económica actual y del sector de la construcción (-4.4% en términos constantes).

No obstante, es importante tomar en cuenta que las ventas en toneladas de la empresa se han incrementado. A la fecha de corte (junio-2016) existe un crecimiento anual de 6.3% en los ingresos por toneladas métricas. De esta manera se evidencia que la caída responde a un menor precio promedio, por la disminución en el precio del acero a nivel internacional.

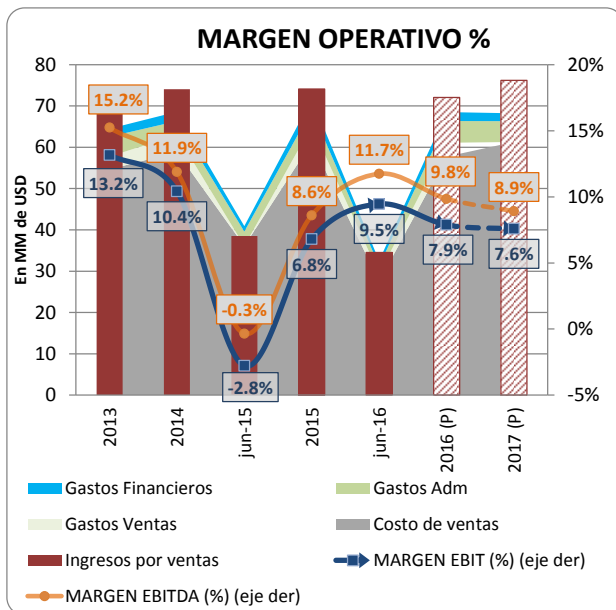
KUBIEC ha logrado contrarrestar la tendencia contractiva del sector en el país con las nuevas líneas de negocio que ha incorporado como resultado de las importantes inversiones de capital realizadas hasta 2015, y la innovación de productos desarrollada adicionalmente para optimizar la utilización de su inventario.

Para el segundo semestre del 2016 la administración de la compañía espera un mejor comportamiento en las ventas principalmente por nuevos proyectos ya negociados y el avance de obra de construcciones en curso. Por ejemplo, el proceso de construcción de distintas soluciones habitacionales para damnificados del terremoto avanza en varios sectores de Manabí. Estas obras que se trabajan conjuntamente con el Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda están a cargo de la compañía KUBIEC.

Para el cierre del 2016 KUBIEC espera reducir la caída de las ventas en dólares al -2.8% anual, que estimamos factible en función de lo indicado anteriormente.

Por su lado, en 2017 esperamos un crecimiento del total de ingresos de 5.8%, el cual está sustentado principalmente en el crecimiento y cierre de proyectos de exportación que la empresa posee actualmente. Si bien las ventas al exterior no representan un porcentaje importante actualmente, estas han crecido de manera importante en los últimos meses.

**Gráfico 3**



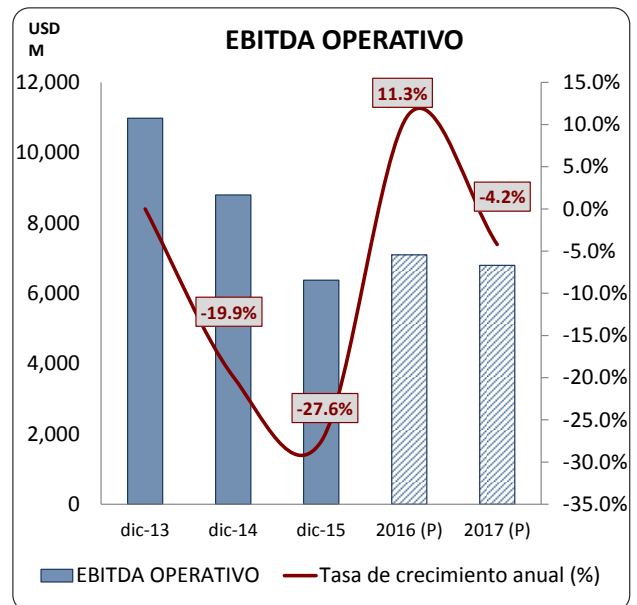
Fuente: Kubic. Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

El margen bruto en 2015 fue de 17.4%, porcentaje significativamente menor a años anteriores. Esto se dio porque si bien en 2015 el precio del acero tendió a la baja desde inicios de año, todo el acero contratado a finales de 2014 llegó en el transcurso del primer semestre de 2015 por lo que se realizaban ventas con un precio menor al de 2014 y con un costo alto.

Por su lado a la fecha de corte el margen bruto se ha recuperado prácticamente a niveles del 2014, e incorpora el esfuerzo de la empresa en participar en proyectos que involucran un mix de productos más rentables como los de vigacero. Actualmente esta línea de negocio tiene una participación del 29.6% sobre las ventas versus un 24.8% a finales del 2015.

Tomando en cuenta la incertidumbre de los precios de la materia prima y el hecho de que podría existir en el mercado una presión de los precios del producto terminado esperamos una ligera disminución del margen bruto para finales del 2016 (margen bruto: 19.9%), porcentaje alineado con las proyecciones del emisor. Además se proyectan mayores gastos de depreciación por las activaciones de la construcción de la planta de Nobol, de los cuales una parte se consideran dentro del costo de ventas.

**Gráfico 4**



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

\*Crecimiento a junio-2016 se compara con EBITDA de junio-2015

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2014 ha sido menos expansivo, así como a la variación de precios del acero, que es su principal materia prima. La caída del margen bruto previamente explicada provocó en 2015 un decrecimiento del EBITDA del 27.6% con respecto a diciembre-2014. Por el mismo motivo el margen EBITDA desmejora significativamente de 10.4% en 2014 a 6.8% en 2015. Cabe mencionar que el margen de KUBIEC en 2015 fue el más bajo de los cierres de año analizados.

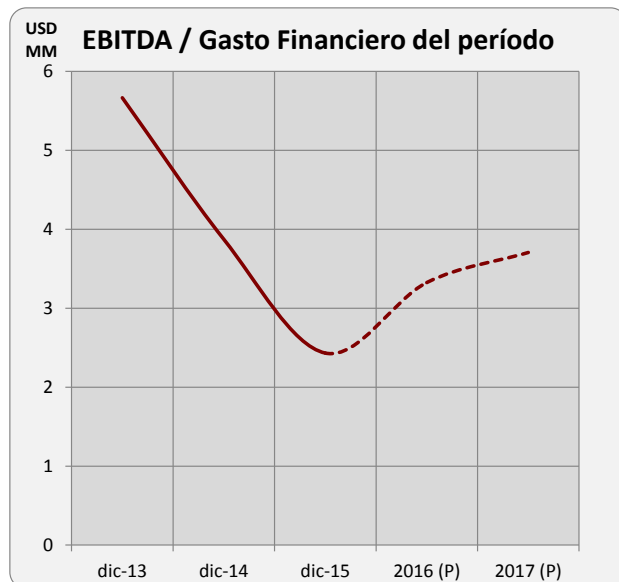
Para 2016 y debido a los cambios en el mix de ventas y precios de la materia prima relativamente bajos proyectamos que el EBITDA llegue a aproximadamente a USD 7 MM, 11.3% superior al del 2015.

Es importante tomar en cuenta que por ser una industria, el componente fijo de KUBIEC representa aproximadamente el 85% de los gastos operativos, lo cual hace que la compañía sea menos flexible operativamente ante una menor generación. Adicionalmente se proyecta un incremento en gastos de administración y ventas por revisiones salariales anuales, la apertura de dos nuevas sucursales Machala e Ibarra, e incrementos en depreciación anteriormente mencionados. Es por esto que esperamos que el peso de los egresos operativos sobre ventas suban a aproximadamente 12% en 2016 y 2017, cuando históricamente se encontraban en promedio en 10.6%.

KUBIEC posee flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que

históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 3 veces. Se espera que este indicador se mantenga al menos en niveles similares en los próximos años como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Gráfico 5



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

### Estructura del Balance

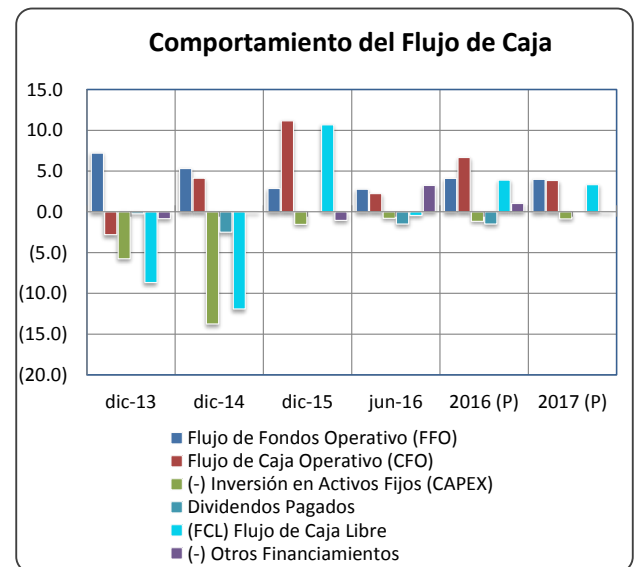
	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
<b>Total Activo Corriente</b>	72%	72%	58%	55%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	6%	6%	1%	0%
CxC Comerciales	18%	20%	18%	24%
Inventarios Neto	36%	37%	34%	23%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	0%	0%
Gastos anticipados y otros	11%	8%	5%	7%
<b>Total Activo No Corriente</b>	28%	28%	42%	46%
Propiedades	27%	28%	39%	43%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	1%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
<b>Total Pasivo Corriente</b>	50%	47%	49%	45%
Deuda Financiera CP	22%	26%	22%	18%
Deuda Comercial	17%	13%	20%	12%
Otros Pasivos CP	12%	8%	7%	15%
<b>Total Pasivo LP</b>	16%	18%	12%	15%
<b>PATRIMONIO</b>	34%	34%	38%	40%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR

### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Tanto en 2014 como en 2015 KUBIEC ha generado flujos de caja operativos (CFO- luego de las variaciones de capital de trabajo) positivos. No obstante en 2013 fue negativo por una acumulación elevada de inventario.

En 2015 la empresa se enfocó en negociar mejores plazos con proveedores por lo que existió una importante liberación de capital de trabajo por este concepto. Adicionalmente la administración consiguió tener un manejo más eficiente del nivel de inventario y ha realizado esfuerzos en la gestión de recuperación de cartera. De esta manera el CFO fue de USD 11.2 MM, valor más alto que el de todos los años analizados.

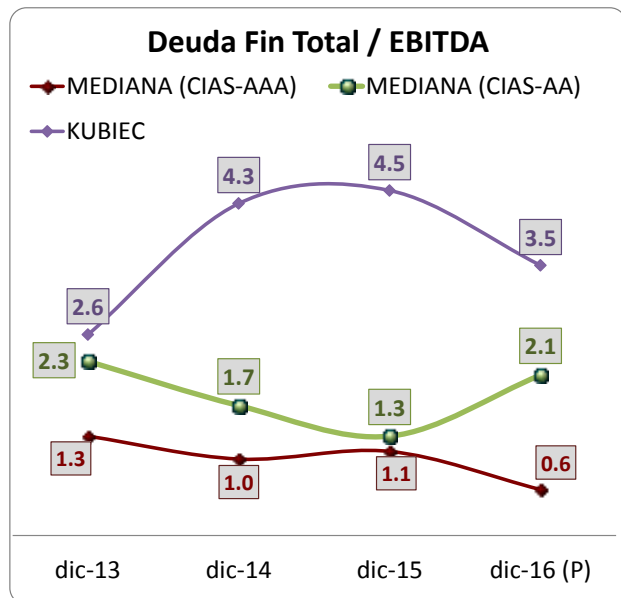
Tomando en cuenta dicha liberación y un nivel de inversiones de capital sustancialmente menor a las del 2014 (USD 1.5MM en 2015), la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL) de USD 10.7 MM, que le permitió reducir la deuda financiera en USD 9.4 MM.

Para finales de este año se esperan mayores niveles de generación operativa (FFO), además de que esperamos que exista una liberación de capital de trabajo aproximada de USD 2.6 MM. Adicionalmente Kubiec considera inversiones de USD 1.2 MM las cuales mantienen financiamiento de los proveedores y se pagarían en cuotas hasta el año 2022. También existe un pago de dividendos ya realizado a junio-2016 de USD 1.5 MM y de esta manera el FCL será positivo por aproximadamente 3.9MM.

Si bien existe incertidumbre respecto a la evolución del entorno operativo para 2017,

considerando el supuesto de crecimiento de las ventas del 2017 y un menor nivel de inversión que en otros años, esperamos que en 2017 se dé un FCL positivo de aproximadamente USD 3.3MM.

Gráfico 7

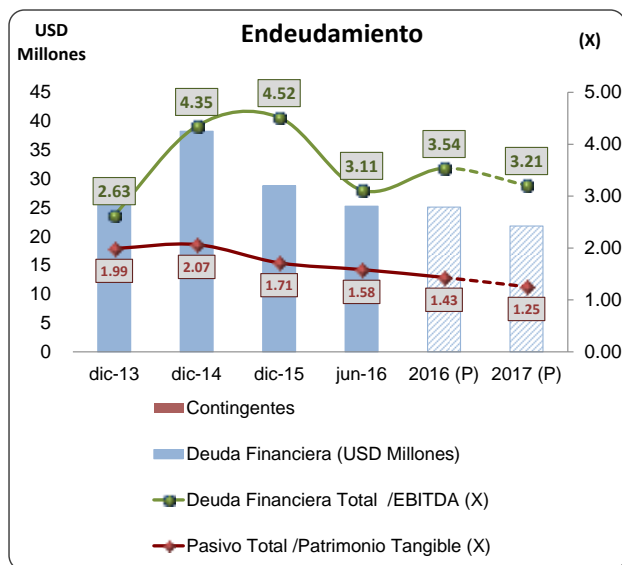


Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

En los dos últimos años (2014 y 2015) KUBIEC tuvo un endeudamiento elevado con relación a su generación (EBITDA). Este indicador llegó a su pico en 2015 en donde la deuda financiera representó 4.5 veces el EBITDA. Si bien para este año la deuda se redujo en aproximadamente en USD 10 MM, el EBITDA decreció en mayor proporción (-27.6%)

Como se explicó en la sección de gestión operativa, esperamos que en 2016 el EBITDA sea mayor al del 2015. Adicionalmente, consideramos que el nivel de deuda se podría reducir en aproximadamente USD 3.7 MM para finales de este año y en USD 3.2 MM en 2017. Por esta razón prevemos que la cobertura de deuda con el EBITDA disminuya a 3.5 veces en 2016, y a 3.2 veces para el 2017.

Gráfico 8

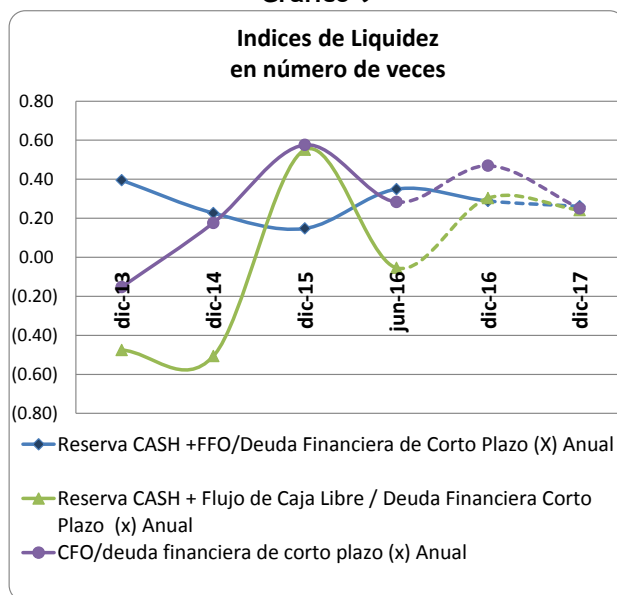


Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

A junio-2016 existe una concentración del 63% de la deuda financiera en el corto plazo. Según las conversaciones con el emisor se indica como hecho subsecuente que en julio-2016 la empresa logró el desembolso de un nuevo crédito local de largo plazo por USD 4.3 millones, que les permitirá reestructurar una parte de su deuda de corto plazo. Estimamos que para fines de año dicha concentración sea del 57% en el corto plazo.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido más bien estrecha, la generación ha sido limitada para pagar una deuda elevada que ha estado



concentrada en mayor parte en el corto plazo. Adicionalmente, las necesidades para pago de interés e impuestos reducen el flujo disponible para cubrir las variaciones de capital de trabajo que en 2013 y 2014 fueron negativas. Por otro lado la distribución de dividendos y las inversiones en CAPEX han utilizado el flujo generado requiriendo de refinanciamiento de la deuda financiera en estos dos periodos.

El gráfico 9 muestra que los indicadores de liquidez se recuperan en el 2015. El desempeño esperado para el 2016 será menor ya que si bien esperamos que haya mayor generación (EBITDA), la liberación de capital de trabajo sería sustancialmente menor. Cabe recalcar que en 2015 existió una liberación de capital de trabajo de USD 8.3 MM frente a los USD 2.6 M esperados hacia fines de 2016.

En el 2015 la empresa refinanció aproximadamente un 53% de su deuda financiera y en 2016 tendría que refinanciar la mayoría de esta según las proyecciones. No obstante, el flujo de caja libre positivo (USD 3.9 MM) y los flujos adicionales ya recibidos por la venta de sus instalaciones en Amaguaña le permitirán terminar el 2016 con una deuda financiera menor al año anterior.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, su relación con instituciones financieras.

### 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

Fecha de corte	jun-16
Activo Líquido (USD M)	217.50
Activo Ajustado (USD M)	85,264.96
Activo Total (USD M)	87,292.19

jun-16					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*	3,249	3,249	0.07	26.25
2nda	Deudas con garantía específica de	25,651	28,899	0.01	2.95
3era	Deuda sin garantía	23,374	52,274	0.00	1.63
<b>TOTAL</b>		<b>52,274</b>	<b>52,274</b>	<b>0.00</b>	<b>1.63</b>

Fuente: KUBIEC  
Elaboración: BWR

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 la tercera prelación, con una cobertura de 1.63 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado activos que por su naturaleza podrían no

ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

De acuerdo al 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.

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. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y esperamos que se mantengan en niveles adecuados, aunque podrían darse nuevos deterioros en las cuentas por cobrar comerciales, dependiendo de la evolución del sector de la construcción y el cumplimiento de los pagos a contratistas por parte del Gobierno.

Un 47% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 13% y luego inventarios con 20% (neto de lo provisionado por obsolescencia). El 53% restante representa casi en su totalidad el activo fijo. La capacidad del activo fijo de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

### Resguardos del Papel Comercial

- 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 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 el artículo 2 de la Sección I del Capítulo IV del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones

expedidas por el Consejo Nacional de Valores o la normativa que fuere aplicable

Debe notarse que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los seis últimos meses calculada por el emisor:

Saldos contables en dólares						
	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16
Activo corriente	44.561.874,37	45.813.657,83	46.183.541,54	44.924.015,19	42.271.550,57	47.048.241,87
Pasivo corriente	37.472.594,07	39.100.307,68	39.444.435,03	39.442.846,26	37.430.765,74	39.151.505,26
Indicador Liquidez Corriente	1,19	1,17	1,17	1,14	1,13	1,20

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

A la fecha de corte de este análisis, KUBIEC no mantiene emisiones en el mercado de valores.

Atentamente,  
  
 Patricio Baus  
 Gerente General

<b>KUBIEC</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>Dic-13</b>	<b>Dic-14</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Jun-16</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	72,041	74,040	74,112	34,517
% crecimiento	14.2%	2.8%	0.1%	-10.4%
MARGEN BRUTO (%)	24.1%	20.5%	17.4%	20.3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,800	6,375	4,053
MARGEN EBITDA (%)	15.2%	11.9%	8.6%	11.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,981	8,800	6,375	4,053
MARGEN EBITDAR (%)	15.2%	11.9%	8.6%	11.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,486	7,712	5,049	3,266
MARGEN EBIT (%)	13.2%	10.4%	6.8%	9.5%
Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-1,278
Impuestos a la renta	-1,825	-1,196	-886	0
UTILIDAD NETA	6,002	4,734	3,777	2,125
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	5,013	741	937	218
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,277	15,690	15,016	20,028
Inventarios	30,202	30,500	28,810	20,696
Cuentas por Pagar Proveedores	14,015	11,362	18,388	10,116
Deuda Financiera Total	28,867	38,245	28,785	25,253
Otros Pasivos	12,699	9,354	8,419	16,906
Patrimonio	28,501	30,541	34,393	35,018
Patrimonio Tangible	27,933	28,535	32,435	32,991
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	10,981	8,800	6,375	4,053
(-) Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-1,278
(-) Impuesto a la renta del período	-1,825	-1,196	-886	0
(-) 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)	7,218	5,332	2,868	2,775
(-) Variación Capital de Trabajo	-10,006	-1,190	8,311	-526
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,787	4,142	11,179	2,249
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	160	519	2,116	138
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-222	-2,502	0	-1,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5,761	-13,754	-1,541	-779
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-74	-325	-1,057	-539
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,685	-11,920	10,695	-431
Margen de Flujo de Caja Libre %	-12.1%	-16.1%	14.4%	-1.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	13,062	9,377	-9,460	-3,532
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-829	-62	-1,039	3,247
OTRAS INVERSIONES NETO	-1	-1,668	0	-4
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	3,547	-4,272	197	-720
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,465	5,013	741	937
<b>Indicadores</b>				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.72	3.35	2.09	3.17
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.67	3.87	2.43	3.17
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.67	3.87	2.43	3.17
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.63	4.35	4.52	3.11
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.17	4.26	4.37	3.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	56%	46%	42%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.39	0.23	0.15	0.35
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.15)	0.18	0.58	0.28
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.48)	(0.51)	0.55	(0.05)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.48)	(0.51)	0.55	(0.05)

<b>KUBIEC CONSOLIDADO</b>			
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>
<b>Resumen de Resultados</b>			
Ventas	96,913	100,617	98,630
% crecimiento	8.1%	3.8%	-2.0%
MARGEN BRUTO (%)	24.9%	20.4%	17.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,012	11,394	7,614
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	11.3%	7.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,013	11,394	7,614
MARGEN EBITDAR (%)	15.5%	11.3%	7.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,601	9,693	6,181
MARGEN EBIT (%)	13.0%	9.6%	6.3%
Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088
Impuestos a la renta	-2,386	-1,549	-1,066
UTILIDAD NETA	7,532	5,102	3,196
<b>Resumen Balance</b>			
Caja y Equivalentes de Caja	7,380	1,124	1,282
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,521	20,794	19,892
Inventarios	45,685	47,522	45,377
Cuentas por Pagar Proveedores	19,425	19,006	24,290
Deuda Financiera Total	41,151	52,316	44,969
Otros Pasivos	17,307	12,319	11,004
Patrimonio	42,881	43,497	46,938
Patrimonio Tangible	41,978	43,079	46,617
<b>Resumen Flujo de Caja</b>			
EBITDA OPERATIVO	15,012	11,394	7,614
(-) Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088
(-) Impuesto a la renta del período	-2,386	-1,549	-1,066
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,841	6,405	2,460
(-) Variación Capital de Trabajo	-11,186	-4,051	11,325
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,345	2,354	13,784
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-3	730	2,494
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-279	-325
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,679	-4,293	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,617	-14,866	-2,088
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-88	-584	-2,616
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10,732	-16,939	11,249
Margen de Flujo de Caja Libre %	-11.1%	-16.8%	11.4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	15,841	11,166	-7,348
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-56	-482	-3,636
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-1	41
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,052	-6,256	306
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,327	7,380	1,124
<b>Indicadores</b>			
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.54	2.86	1.60
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.39	3.31	1.86
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.39	3.31	1.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.97	4.59	5.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.44	4.49	5.74
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	55%	49%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.21	0.08
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.05)	0.08	0.44
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.55)	0.36
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





La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2016.