

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 242/2017, del 15 de septiembre de 2017

Información Financiera cortada al 31 de julio de 2017

Analista: Ing. Mayra Guaman

mayra.guaman@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

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

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión 242/2017 del 15 de septiembre de 2017, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., por un monto de hasta cuatro millones de dólares (USD 4.000.000,00).

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

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

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

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

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

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

Sobre el Emisor:

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

- La compañía es líder en el mercado ecuatoriano en lo referente a proyectos de infraestructura hidráulica tales como obras para agua potable, alcantarillado pluvial y sanitario, y obras de infraestructura de riego, y más actividades relacionadas, cumpliendo con los más altos estándares de calidad, protección ambiental y seguridad, contribuyendo al desarrollo de la población.
- Sus principales clientes son los Gobiernos Autónomos descentralizados seccionales, pues a través de ellos se ejecutan las políticas de salubridad gubernamentales, orientadas a dotar de sistema de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas a la población a nivel nacional.
- La compañía ha sido parte de importantes proyectos tales como: el Sistema Carrizal Chone II Etapa, las Estaciones de Bombeo V1 y EB XII del Sector los Vergeles en la ciudad de Guayaquil, la Construcción de la línea de Conducción, Impulsión, Estación de Bombeo y Tanque de Reserva Azua Colorado, y las Estaciones de Bombeo y Plata de Tratamiento del Alcantarillado de Quevedo I etapa, entre otros.
- El comportamiento histórico de los ingresos por obra evidencian fluctuaciones para cada periodo, registrando en el 2014 un valor de USD 37,93 millones, mientras que para el 2015, reflejaron una reducción del 4,46% (USD 36,24 millones), debido a que el país entró en una coyuntura económica de país en desaceleración, determinando que uno de los sectores más afectados fue el de la construcción, lo que repercutió sobre el nivel de ingresos de la compañía. No obstante, para diciembre de 2016 los ingresos de la compañía mejoran (+14,43%) a USD 41,47 millones, producto de una adecuada planificación por parte de sus ejecutivos, misma que fue enfocada a mejorar sus resultados. Para julio de 2017, los ingresos de la compañía totalizaron USD 41,28 millones¹, valor significativamente superior a lo registrado en julio de 2016 (USD 13,41 millones), lo que obedece a los importantes proyectos (ruta del SPONDYLUS, el Viaducto de Manta, entre otros) en los cuales está incursionado la compañía, así como también su especialización en el tratamiento de aguas residuales, lo cual se convierte en una ventaja competitiva.
- Los ingresos alcanzados le permitieron históricamente a la compañía cubrir adecuadamente sus costos y gastos de operación, no obstante, debido a las fluctuaciones registradas en estos rubros, la utilidad operacional se mostró decreciente hasta el año 2015, es así que tras reflejar en el año 2013 un margen operacional de 5,23%, para el cierre del año 2015 se redujo a 1,34% de los ingresos, debido al incremento monetario de los gastos de operación. Sin embargo, para el cierre del 2016, el margen operativo se incrementó hasta ubicarse en 4,36% de los ingresos, producto de la recuperación de sus ingresos y un control más eficiente de sus costos de operación. Para julio de 2017, el margen operativo descendió nuevamente frente a lo reportado en julio de 2016, debido al registro de mayores costos (que determinaron que la empresa reduzca su margen bruto) y gastos. En función de ello la compañía se encuentra desarrollando varias estrategias orientadas a arrendamientos de maquinaria más barata, implementación de políticas de control de gastos en remuneraciones, implementación de políticas para la obtención de mejores condiciones en contratos.
- Luego de las deducciones correspondientes a gastos financieros, impuestos, participaciones y las afectaciones correspondientes por otros ingresos y egresos, la compañía generó una utilidad neta descendente hasta el año 2015, pasando de representar el 1,76% de los ingresos por obra en el año 2013 a un ínfimo 0,16% al cierre de 2015, debido al incremento de los gastos de operación, así como las fluctuaciones reportadas en sus ingresos. Al 31 de diciembre de 2016, la utilidad de la compañía se recupera hasta significar el 2,14% de los ingresos por obra, como efecto del incremento de los ingresos, así como un manejo más eficiente de los gastos operativos. Al 31 de julio de 2017, la utilidad antes de impuestos y participación a trabajadores llegó a representar el 3,66% de los ingresos de obra, porcentaje superior al registrado en julio de 2016 (USD 0,34 millones que significó el 9,35% de los ingresos), producto de los importantes proyectos en los que ha incursionado la compañía, y gracias a su especialización en el tratamiento de aguas residuales.
- En lo que respecta al EBITDA (acumulado) de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., se debe indicar que entre los años 2013 y 2015, presentó una tendencia decreciente, lo cual estuvo ligado precisamente al comportamiento de su utilidad operacional, es así que su representación sobre los ingresos pasó de 8,01% a un 4,24%, no obstante, para diciembre de 2016, gracias a la recuperación de sus ingresos y consecuentemente de su utilidad operacional este se incrementó a 6,74% de los ingresos por obra (5,29% de los ingresos a julio de 2017). A pesar de las fluctuaciones registradas en el EBITDA (acumulado), demuestra una positiva generación de flujos propios para hacer frente a sus obligaciones.

¹ Para este periodo casi alcanzan el nivel de ingresos del ejercicio económico del 2016.

- Los activos de la compañía muestran un constante crecimiento durante el periodo bajo análisis, es así que pasaron de USD 31,78 millones en el año 2013 a USD 48,08 millones al cierre de 2016 y USD 58,78 millones en julio de 2017, lo que obedece al registro de mayores activos corrientes, específicamente cuentas por cobrar a relacionadas, sustentado en incremento de obras adjudicadas, para este último periodo, también los inventarios suministros y materiales reflejaron un crecimiento sustancial, como efecto del significativo crecimiento de las ventas.
- La compañía concentra un importante porcentaje como cartera vencida, es así que al 31 de diciembre de 2016, ésta representó el 27,23% del total de la cartera, mientras que al 31 de julio de 2017, la partición de la cartera vencida se incrementó a 33,89%, determinando de esta manera que la compañía debe hacer énfasis en mejorar sus políticas y gestión de cobro.
- Los pasivos totales de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., al igual que los activos, experimentaron un incremento a lo largo de todos los periodos analizados, pues luego de haber financiado el 57,06% de los activos en el año 2013 pasaron a un importante 79,23% al cierre de 2016, finalizando con un 80,43% de los activos totales en julio de 2017, lo cual estuvo sustentado en un incremento de las obligaciones con proveedores así como de los anticipos recibidos por contratos.
- El patrimonio de la empresa viene perdiendo progresivamente participación en el financiamiento de los activos totales, pasando de financiar un importante 42,94% en el año 2013, a un aceptable 20,77% en el 2016 (25,68% en el 2015) y luego al 19,57% para julio de 2017.
- La compañía cuenta con suficientes recursos líquidos para hacer frente a sus pasivos de más corto vencimiento, lo que se refleja en sus indicadores de razón circulante y liquidez inmediata, pues superan la unidad en cada uno de los periodos analizados.
- A lo largo de los periodos analizados, la principal fuente de financiamiento de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. fue la de sus pasivos, siendo los anticipos a clientes los que lo hicieron en mayor medida, seguida de cuentas y documentos por pagar, lo que determinó un apalancamiento creciente que pasó de 1,33 veces en el año 2013 a 3,82 veces en diciembre de 2016 y un 4,11 veces al 31 de julio de 2017.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 28 de agosto de 2017, la Junta General Extraordinaria con carácter de Universal de Accionistas de ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A., por unanimidad autorizó el presente proceso por un monto de hasta USD 4,00 millones.
- Posteriormente, ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A. como Emisora y BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas, con fecha 12 de septiembre de 2017 suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN ESEICO S.A.
- La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
- Al 31 de julio de 2017, la compañía registró un total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 50,42 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 40,33 millones. Dicho valor genera una cobertura de 10,08 veces sobre el Capital a emitir, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

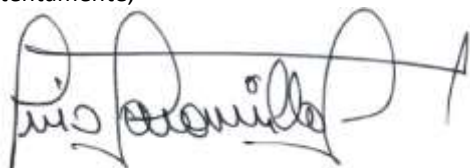
- Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del proceso, indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda adicional con la que contará la compañía luego de colocar los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

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

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL