

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

ETINAR S.A.

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano Vera

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

31 de mayo de 2021

Periodo de Evaluación

Al 31 de marzo de 2021

Contenido

RESUMEN.....	2
RACIONALIDAD.....	3
DESCRIPCIÓN DE EMISOR.....	5
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	6
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO.....	7
RIESGO SECTORIAL.....	12
RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE.....	14
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL.....	18
RIESGO DE ESTRUCTURA FINANCIERA	20
RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO.....	25
ANEXOS.....	28

RESUMEN

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

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

Tendencia de la Categoría: Sin tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Cuarta Emisión de Obligaciones de la compañía ETINAR S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Tres millones seiscientos mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 3.600.000,00) para la Cuarta Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “AA” para la Cuarta Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

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

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

Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.

A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 3,1% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE. Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial estiman tasas de crecimiento para la economía ecuatoriana de un 2.5% y 3.4% respectivamente.
- Los mercados internacionales reaccionaron de manera favorable a los resultados electorales del 11 de abril de 2021. Se espera un escenario de menor polarización social en el corto plazo en función de las posturas de las distintas fuerzas políticas.
- En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores (en contexto de las limitaciones derivadas de la pandemia); así como de la expansión de la demanda agregada.
- La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes. Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas.
- A marzo de 2021, la deuda pública representó el 62,50% del PIB.
- En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria y la liquidez del sistema muestran una tendencia creciente.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El gobierno entrante ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.

Riesgo Sectorial: Bajo

- El sector de la construcción es un elemento dinamizador de la economía, históricamente representa alrededor del 11% del PIB nacional.
- El Valor Agregado Bruto promedio (2016-2019) es de -1,00%. Al segundo semestre de 2020, el VAB del sector decreció a -6,4%. La estructura del mercado es parcialmente atomizada. Presenta dependencia de proveedores de materia prima básica.
- Sector cíclico, depende de fases económicas. en el año 2020 el sector y la economía mostraron las tasas de decrecimiento más significativas en la última década como consecuencia de la emergencia sanitaria. Se configura un escenario de lenta recuperación.
- Los competidores son cambiantes debido a que la cuota de mercado varía dependiendo de los contratos presentados en el periodo. La amenaza de productos sustitutos es baja.
- Contracción en la inversión pública y privada repercute en la construcción de nuevos proyectos. Paralización de actividades de varias industrias a causa de Emergencia Sanitaria de Covid-19.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- A la fecha de corte (marzo de 2021) el emisor solo mantiene vigente en el mercado de valores la Cuarta Emisión de Obligaciones con un saldo por redimir de USD 1,62 millones.
- La empresa cuenta con un posicionamiento de mercado fuerte y ventajas competitivas enfocadas en tecnología, eficiencia y métodos alternativos de financiamientos (crédito directo a clientes).
- Respecto a marzo de 2020 se observa un incremento en la participación de los principales clientes. Es importante recalcar que la alta concentración de la demanda a marzo de 2021 configura un riesgo intrínseco derivado de las dinámicas comerciales con los principales clientes.
- Las perspectivas de crecimiento de la empresa para el año 2021 se ubican por USD 32 millones, además de la liquidación de ciertos proyectos y aperturas de nuevos, los cuales se encuentran en análisis y espera de financiamiento apropiado.
- La empresa muestra una menor eficiencia en la recuperación de cartera en relación con la competencia, a pesar de la mejora evidenciada en este aspecto a marzo 2021. ETINAR S.A. presenta un ciclo de negocio más eficiente que el del benchmark a la fecha de corte.

- El ROE presenta una mejora interanual, pasando de 3,83% en marzo 2020 a 5,34% en marzo 2021. Por su parte, el ROA en el mismo periodo mejoró de igual manera pasando de 1,01% en marzo 2020 a 1,38% en marzo 2021.
- El indicador de Utilidad/Ventas se ubicó en 1,75% a la fecha de corte (marzo de 2021), mientras que en marzo 2020 y diciembre 2020 se ubicó en 2,20% y 1,44% respectivamente, evidenciándose una leve tendencia creciente en los últimos periodos.
- Adicionalmente, el indicador de Ventas/Activos pasó de 45,95% en marzo 2020 a 79,11% en marzo 2021 en contexto del incremento sustancial en las ventas, variación contraria a la leve tendencia decreciente que se venía presentando en el indicador.
- El indicador Margen Bruto/Ventas mostró una tendencia creciente en el análisis histórico, no obstante, a marzo de 2021 presenta una variación interanual de -1,55 puntos porcentuales.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- La empresa está presidida por el Presidente, encargado de la parte técnica y el Gerente General de coordinación de las áreas y estrategia de la organización quienes tienen elevado conocimiento del sector y estabilidad en sus posiciones. El Manual de Gobierno Corporativo se encuentra en gestión de aprobación.
- ETINAR S.A. cuenta con varios departamentos, encabezados por el Gerente General. La compañía cuenta con gerencias para las principales áreas y dentro de cada obra en ejecución existen grupos de trabajo dirigidos por el director de obra, residente administrativo y residentes para campo de ingeniería.
- Para 2021, los objetivos se centrarán en proyectos del sector privado, los cuales aseguran niveles de pagos, además de continuar con su estrategia de selección de proyectos con mayores niveles de rentabilidad antes que por volumen de ventas, lo cual determina un plan de trabajo estructurado para el largo plazo.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- El total de Activos a marzo 2021 es de USD 28,67 millones y las principales cuentas son: cuentas por cobrar a clientes con el 47,04%, otros activos corrientes con el 17,71% y otros activos no corrientes con el 24,88%. En contraste con marzo de 2020 los activos totales presentaron una variación de 1,98% en marzo de 2021.
- Los pasivos con costo en marzo 2021 son de USD 3,36 millones de los cuales el 52,93% son de corto plazo y el 47,06% de largo plazo, se evidencia que la estructura de financiamiento en el periodo analizado se ha mantenido estable. En el comparativo con marzo de 2020, los pasivos con costo a corto plazo decrecieron en -13,18%, mientras que los pasivos con costo a largo plazo decrecieron en 40,48%.
- La empresa en el acumulado de marzo de 2021 presentó ingresos por USD 3,94 millones, en relación con el comparativo al mes de marzo 2020 se observa un crecimiento del 22,20%. El comparativo del año 2020 con el 2019 muestra un decrecimiento de -10,95%.
- A pesar de las afectaciones en el sector, la empresa no ha presentado pérdidas en el análisis histórico. ETINAR S.A. presentó al cierre del 2020 una utilidad neta de USD 317 mil; mientras que a marzo de 2021 USD 150 mil (variación interanual del 110,86%) lo cual se valora positivamente.
- La empresa no muestra una capacidad adecuada para cubrir sus operaciones en el corto plazo dado que su indicador FM/NOF es de 0,65 veces en marzo de 2021. En el análisis histórico del indicador se observa que, en el 2018, 2019, diciembre 2020 y marzo de 2020 fue también menor a la unidad.
- A la fecha de corte (marzo de 2021), el indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) en el acumulado de 12 meses fue de 3,76 veces (mejora respecto a marzo 2020 en donde fue de 1,85).
- el ratio Deuda/Ebitda en términos absolutos a marzo de 2021 es de 1,55 veces e históricamente se ha ubicado en niveles por encima de sus comparables (1,08 veces), siendo el promedio de la

empresa de 3,19 veces. Respecto a marzo de 2020 la empresa muestra una mejora notable en el indicador, dado que en ese mes fue de 5,80.

- Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el escenario estándar (apegado a la realidad) y el escenario pesimista I el emisor no presentaría limitaciones para redimir el pasivo con costo en el corto plazo; sin embargo, en el mediano y largo plazo la capacidad de cobertura se deteriora.

Riesgo de Posicionamiento de Valor en el Mercado: Bajo

- El Endeudamiento Patrimonial para marzo de 2021 fue 2,87 veces, superior al presentado por la industria (2,05 veces) y al observado en marzo de 2020 (2,4 veces).
- Etinar S.A. cumple con la Garantía General y Resguardos de Ley establecidos por la Normativa. La relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libres de Gravamen representó el 7,41% e inferior al 80% establecido.
- La empresa cuenta con Resguardo Voluntario correspondiente a valor a pagarse a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA- cedida al representante de los obligacionistas.
- El límite de endeudamiento comprendido entre pasivo con costo/ patrimonio, a marzo de 2021 fue de 0,47 veces y no excede el límite de 3 veces establecido.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

ETINAR S.A. es una empresa constructora ecuatoriana, se constituye en la ciudad de Guayaquil el 21 de septiembre de 1973 y fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 10 de noviembre del mismo año, desde entonces, su principal objetivo es la construcción de edificaciones civiles y de obras de infraestructura urbanas y rurales. Su principal línea de negocios es la construcción de obras privadas, en la que se incluyen universidades, conjuntos residenciales, edificios privados, entre otros. Adicionalmente, brinda servicios relacionados con administración de obras, lo cual abarca actividades relacionadas con planificación, presupuesto y optimización de estudios técnicos. Finalmente, otras de sus fuentes de ingresos es el alquiler de maquinaria. La empresa seguirá enfocada en la construcción privada.

En lo que va del presente año, en el acumulado de enero a marzo 2021 las ventas de la empresa ascendieron a USD 3,95 millones y utilidad operativa de USD 227 mil, cuenta con 340 colaboradores, distribuidos entre las áreas gerenciales y operativas; manteniéndose constante en contraste a marzo de 2020. Respecto a marzo de 2020, las ventas presentaron un crecimiento del 22,20%.

Hechos relevantes

- A mediados del mes de marzo de 2020, mediante Decreto Ejecutivo N°1017, se establece estado de excepción por calamidad y Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid-19 en todo el territorio nacional. Lo cual genera la paralización de actividades no esenciales y cese de funciones de ciertas industrias. ETINAR S.A. detuvo sus operaciones por el lapso de 40 días. La industria de la construcción fue una de las primeras en reanudar sus actividades. Adicionalmente, la empresa no se acogió a diferimiento de pago con instituciones financieras.
- Mediante la resolución JPRMF-2020-0113-O de abril emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, establece la posibilidad de modificaciones de contratos de emisión de obligaciones para vencimientos de pagos de 120 días posteriores a la vigencia de dicha resolución. En base a este escenario, ETINAR S.A. no solicita aplazamiento de obligaciones contraídas.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Cuarta Emisión de Obligaciones

ETINAR S.A.	
Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	
Monto Aprobado de la Emisión	USD 3,600,000.00
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006909
Junta de Accionistas	2/5/2018
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo del Programa	Clase 1: 1,800 días
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	8,00% Fija Anual
Agente Colocador y Estructurador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos trimestrales
Pago de Interés	Pagos trimestrales
Destino de los Recursos	Se destinarán el 100% de los recursos obtenidos de la emisión a la sustitución de pasivos. Con los fondos provenientes de la emisión de cancelarán préstamos que mantiene la compañía con instituciones financieras
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Garantías Adicionales	No
Resguardo Voluntario	Se mantendrá a partir de la primera colocación y conforme se vaya colocando la Cuarta Emisión de Obligaciones, el valor correspondiente a pagarse a los obligacionistas a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA-, debidamente cedido a favor del representante de obligacionistas quien, en caso de incumplimiento del emisor por más de 72 horas, podrá utilizar el presente resguardo de manera inmediata y sin autorización adicional, para cancelar el dividendo a los obligacionistas; no obstante, de llegar a utilizarse el presente resguardo, el Emisor establece la obligatoriedad de reponerlo las veces que fuere necesario.
Límite de Endeudamiento	Mantener una relación pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente¹, los valores emitidos contarán con una Garantía General. La compañía se compromete a mantener un nivel de endeudamiento por medio de la relación pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio en todo momento mientras esté vigente la emisión. Además de proporcionar información financiera que fuera requerida por el Representante de Obligacionistas.

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

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de ETINAR S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 19,79 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 10 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación; mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 13,50 veces, cumplimiento ampliamente con lo estipulado en la normativa vigente. Asimismo, el indicador de Obligaciones en circulación sobre activos libres de gravamen fue 7,41%.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, ETINAR S.A. hasta noviembre de 2020, no registra deudas en firme por concepto de obligaciones tributarias o laborales; adicionalmente, en el portal del Consejo de la Judicatura no se evidencian contingentes legales que configuren un riesgo para el desenvolvimiento natural del negocio.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La aparición y propagación de la pandemia Covid-19 (coronavirus) en el año 2020 generó efectos negativos en la economía mundial y local (en contexto de la paralización de actividades, emergencia sanitaria y restricciones de movilidad). Estos efectos sumados a la caída en el precio del petróleo, baja certidumbre institucional y los casos de corrupción en el aparato estatal han deteriorado el equilibrio macroeconómico ecuatoriano. Posterior a la reciente elección como Presidente de la República del Sr. Guillermo Lasso Mendoza y las coyunturales declaraciones de líderes políticos (incluida la oposición) en torno a estos resultados y expectativas de gobernabilidad, se configura un escenario de menor polarización social en el corto plazo. Los mercados internacionales reaccionaron de manera favorable a los resultados electorales del 11 de abril de 2021.

En la actualidad el país se encuentra en proceso de transición de gobierno. El Presidente de la República ya posicionado ha hecho anuncios importantes los cuales se enfocan en cambios institucionales y normativos importantes como lo son: la eliminación de la Secretaría Nacional de Educación Superior Ciencia y Tecnología, eliminación del Consejo de Participación Ciudadana y Control Social (reforma a la Ley de Educación Superior), vacunar a 9 millones de ecuatorianos en los primeros 100 días de gobierno, incremento del salario básico a USD 500, eliminación del impuesto de 2% de utilidades a las ventas de la pequeña y mediana empresa y del impuesto a la salida de divisas (ISD). También se ha anunciado como objetivo del nuevo gobierno la meta de eliminar con completo el déficit presupuestario del Estado hasta el 2025.

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social² (2020), Ecuador ocupó el puesto 53/163 disminución de 1 posición respecto al 2019, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se evidenciarán el IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo fue de 5,04%

² Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

mientras que la tasa de subempleo fue de 22,7% (deterioro respecto a diciembre 2019 en donde dichas tasas fueron de 3,8% y 17,8% respectivamente).

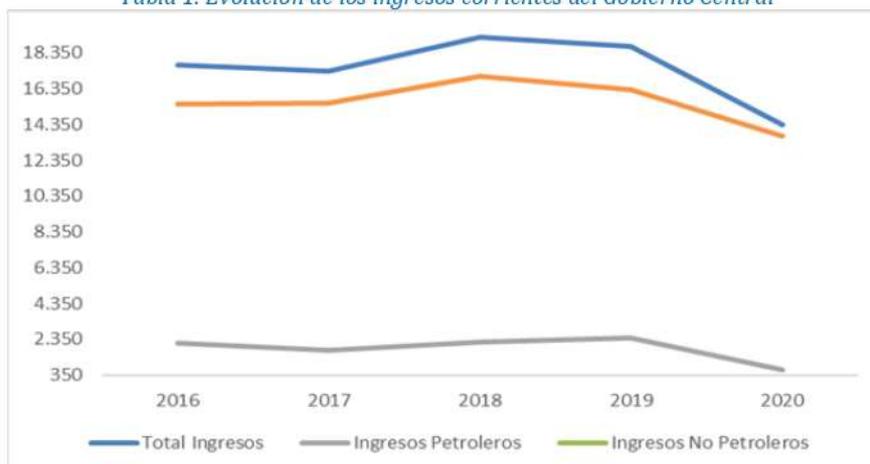
Al mes de marzo de 2021 se evidencia un incremento en el desempleo nacional, significando el 5,5% de la Población Económicamente Activa. Se evidencia además al cierre del año 2020 un incremento de la Tasa de Pobreza Multidimensional, la cual se ubicó en 40,2%, mientras que en el 2019 fue de 32,4%. Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales y las complicaciones para mitigar los efectos de la emergencia sanitaria (vacunación lenta de la población). En el mediano y largo plazo se espera una recuperación por los efectos intrínsecos de las dinámicas del ciclo económico (recuperación y expansión de la economía posterior a la recesión).

Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global³ publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 93/141 en el Índice de Competitividad Global mejorando 6 posiciones respecto al año 2019. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura y apertura de nuevos mercados. El país mejoró su puntaje en el pilar de calificación de la mano de obra. mercado laboral, mercado de productos, emprendimiento y capacidad para innova. El impacto de la pandemia se evidenciará en el Índice de Competitividad Global 2021.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el análisis histórico se evidencia un decrecimiento constante en los ingresos del Estado desde el año 2016 (exceptuando el año 2018 en donde la variación anual de los ingresos fue de 11,07%) hasta el 2020. En el último periodo fiscal los ingresos del estado decrecieron en -23,38%. En el análisis diferenciado por ingresos petroleros y no petroleros se observa al cierre del 2020 un decrecimiento de -74,44% y -15,70% respectivamente. El decrecimiento de los ingresos no petroleros se debe a una caída sustancial en el precio del barril de petróleo y paralización de la producción en el Ecuador en el mes de abril 2020 como consecuencia de la rotura del Sistema de Oleoductos Trans Ecuatorianos (SOTE) y el Oleoducto de Crudos Pesados (OCP). En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas principalmente al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores estratégicos; así como de la expansión de la demanda agregada. El posible alargamiento de la emergencia sanitaria conllevaría a una prolongación de la tendencia de los ingresos evidenciada hasta el momento.

Tabla 1. Evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Central



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

³ The Global Competitiveness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

El Producto Interno Bruto experimentó las mayores tasas trimestrales históricas de decrecimiento económico en el 2020. Hasta el tercer trimestre del 2019 el PIB mostraba una tendencia creciente en la tasa de variación trimestral, aunque con una desaceleración constante. En el cuarto trimestre de 2019 y primer trimestre de 2020 empezó un decrecimiento de la economía como consecuencia de la contracción del consumo, exportaciones y la formación bruta de capital fijo. La emergencia sanitaria que golpeó al país empezó en el mes de marzo 2020, de la cual se derivaron una serie de factores que agravaron los problemas macroeconómicos existentes, dando como resultado una tasa de decrecimiento del PIB en el segundo trimestre 2020 del -10,9% (variación negativa más significativa en la historia del país desde que existe registro). Posterior a la fuerte contracción económica, en el último semestre de 2020 el PIB presentó una tasa de variación positiva (derivada de una reanudación de actividades y a un “*rebound effect*”).

La economía inicia una fase de expansión, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. El Banco Central del Ecuador estima un crecimiento de la economía para el presente año del 3,1% respecto al 2020, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una tasa del 2,5% y el Banco Mundial 3,4%. El nuevo Gobierno tiene por delante un rol fundamental en las expectativas de crecimiento en el corto y mediano plazo, en concordancia con las políticas públicas que lleve a cabo y la confianza que genere en los mercados nacionales e internacionales. Hasta el momento el bajo grado de certidumbre existente frente a posibles escenarios de gobernabilidad impide efectuar perspectivas robustas sobre el curso económico del Ecuador. Cabe recalcar que a abril de 2021 no existe una evaluación de datos consolidada del decrecimiento económico del 2020 respecto al 2019 (se proyecta hasta el momento -8,9%).

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia creciente en el año 2020, respondiendo a un manejo responsable de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Como consecuencia de la agudización de la crisis económica y el incremento del gasto público por la emergencia sanitaria, se ha generado en el primer trimestre del 2021 un decrecimiento de las reservas internacionales del Banco Central. A abril de 2021 las reservas internacionales fueron de USD 5.779 millones. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una recuperación en el tercer trimestre de 2020 y representando en dicho periodo el 1,96% del PIB. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,94% del PIB. Las expectativas de mejora de los indicadores monetarios externos son favorables de cara al nuevo gobierno.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas a pesar de la emergencia sanitaria configurándose como una fortaleza para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. Los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A marzo de 2021, el total de importaciones fue de USD 5.049 millones (variación interanual del 7,1%) y exportaciones en el mismo periodo fueron de USD 5.780 millones. El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a marzo 2021 por USD 1.377 millones. El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Las expectativas del alza del precio de barril de petróleo configuran un escenario favorable para el Ecuador.

Tabla 2. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Abril 2021	61,72
Marzo 2021	62,33
Febrero 2021	59,04
Enero 2021	52,00
Diciembre 2020	47,02
Noviembre 2020	40,94

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las importaciones a febrero 2021 muestran una variación anual del 3,1% y un incremento mensual significativo. Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da por las importaciones no petroleras. Las importaciones petroleras presentaron un decrecimiento interanual a febrero 2021 del -15,39%. La balanza comercial refleja un saldo positivo a febrero 2021 (USD 343,6 millones) y un incremento interanual del 4,95%. Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país. Se espera que el nuevo Gobierno siga promoviendo e incentivando el comercio internacional en contexto de las declaraciones efectuadas por el presidente electo.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

Existe una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a Ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno entrante ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda. Se espera que, en el corto plazo, coyunturalmente a la recuperación económica del país y la reducción de las tasas de interés a nivel mundial se mejore la calidad de la deuda soberana.

Tabla 3. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Fecha de la calificación	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador		
	S&P	FITCH	MOODY'S
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La deuda pública agregada muestra una tendencia creciente en su comportamiento histórico. A febrero de 2020, esta asciende a USD 63.410 millones. La deuda externa concentra el 71,3% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo. En el mes de febrero la deuda pública externa se compone de la siguiente manera: 48,15% en préstamos externos (concentrados principalmente en organismos internacionales), 39,50% en bonos emitidos en mercados internacionales, 1,21% en otras cuentas por pagar (pasivos por derechos contractuales intangibles y ventas anticipadas de petróleo), y 1,12% derechos especiales de giro. Por su parte, la

deuda pública interna agregada se compone por: 78,5% en títulos de deuda (72,93% bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos), 8,35% en obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador, y el porcentaje complementario en obligaciones con el Banco Central del Ecuador y otras cuentas por pagar (seguridad social y obligaciones no pagadas en presupuestos clausurados). Cabe recalcar que con la finalidad de reducir el endeudamiento el Estado ha planteado políticas de austeridad. Para el presente año el presupuesto aprobado asciende a USD 31.949 millones, lo cual significa respecto al 2020 una reducción de USD 3.549 millones.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa una tendencia incremental en el ratio deuda pública sobre PIB; sin embargo, se observa un ligero decrecimiento en marzo de 2021 respecto al mes anterior. A marzo de 2021, la deuda pública representó el 62,50% del PIB. El indicador de cuenta corriente sobre PIB, presenta una tendencia creciente desde el segundo trimestre del 2019 hasta el tercer trimestre del 2020, en donde el indicador fue de 5,1%. A la fecha actual, no existe estadística publicada para evidenciar el desarrollo de este ratio en los últimos meses. La cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2020 fue de USD 765,8 millones. Las expectativas de mejora de este indicador son favorables en contexto del impulso y proyección que presenta el sector exportador ecuatoriano.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia constante en el año 2020. A febrero 2021, la oferta monetaria total del país fue de USD 28.443 millones con un decrecimiento mensual del -2,21% (explicado por la leve disminución de especies monetarias en circulación). En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en el contexto del crecimiento constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A marzo 2021, la liquidez fue de USD 63.928,8 millones.

Para el año 2020 el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) proyectó una inflación de 0,1%; sin embargo, por contexto de la pandemia la inflación al cierre del periodo fiscal anterior fue de -0,93%. Al mes de abril de 2021, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de -1,47% respondiendo a la contracción de la demanda por los efectos explicados en el presente informe. En el primer trimestre de 2021, las tasas de interés del sistema financiero internacional han tendido a la baja. Desde abril de 2020 a la fecha actual la tasa de la FED se ha mantenido en 0,25%, misma que se mantendrá hasta la finalización de la pandemia. En el Ecuador hasta el primer trimestre de 2021 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en el contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. Es importante recalcar que el 12 de abril de 2021 (posterior a la proclamación de resultado de los comicios electorales) el riesgo país del Ecuador cayó 345 puntos. Al cierre de abril de 2021 el riesgo país se ubicó en 919 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador venía mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

La pandemia no solo incrementó las necesidades de financiamiento del sector público, sino también del sector privado. Al cierre del 2020, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por USD 45.649 millones (incremento anual del 2,50%). A marzo de 2021, los créditos al sector privado continúan con la tendencia creciente cerrando el mes con un monto colocado de USD 46.498 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez a pesar de la pandemia configurándose como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento. El cambio de Gobierno y altos funcionarios de entidades estratégicas para el sector, en contexto del proceso de transición que el país atraviesa, será un factor que influirá en las expectativas a corto y mediano plazo del sistema financiero y monetario ecuatoriano.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector de la construcción representa una pieza fundamental dentro de la economía nacional, esto debido a que es un sector que crea plazas de empleos tanto directas como indirectas, además de dinamizar otros sectores. En promedio, dicho sector representa alrededor del 11% del PIB nacional; no obstante, se estima que para el 2021 el sector represente apenas el 7,22% del PIB. El mercado cuenta con tres principales segmentos: construcción de edificios, obras de ingeniería civil y actividades especializadas en la construcción. Adicionalmente, una de las principales fuentes de ventas del sector se centra en la construcción de edificios residenciales y casas familiares.

Respecto a las fuerzas competitivas, el sector requiere de un elevado nivel de inversión de capital tanto para maquinaria como para mano de obra (conocimientos técnicos), las empresas grandes son aquellas que tienen un alto nivel de logística y a la vez trayectoria que les permite ganar mercado y al mismo tiempo incursionar en otros servicios de la cadena de valor; lo cual genera barreras de entradas altas y que los nuevos competidores se reduzcan. Por otro lado, la materia prima básica para construcción (productos obtenidos en canteras) se concentra en productores locales. Asimismo, productos clave en construcción: cemento y acero se concentra en un reducido número de actores. Se puede decir que los insumos utilizados dentro de este sector son de baja diversificación y bajo costo, que tiene cierta dependencia de proveedores. Materiales más especializados (electrónicos) provienen generalmente de proveedores extranjeros, los cuales se rigen en base a impuestos arancelarios, lo cual disminuye al poder de negociación de las empresas del sector con los proveedores.

Por el lado de los clientes, la demanda proviene desde grandes compradores como Gobiernos, municipios y otras instituciones, hasta los pequeños consumidores individuales de viviendas. En lo que respecta a los niveles de negociación, el primer grupo tiene un alto poder, debido a que se realizan los contratos por medio de concursos público, mientras que, los consumidores individuales poseen un bajo nivel de negociación con la empresa constructora. En lo referente a la entrada de nuevos productos sustitutos, no se evidencia una amenaza marcada. Dentro del segmento de construcción de viviendas, el riesgo de sustitución se puede observar por medio de una tendencia al arredramiento o remodelación de espacios. Sin embargo, en la categoría de obras civiles la amenaza de sustitución es baja debido a las escasas alternativas en este segmento.

Lo que marca la diferencia entre los competidores es la oferta atractiva de complementos o uso de materiales y mano de obra de alta calidad, así como su trayectoria en el mercado. Por lo que se concluye que el nivel de rivalidad del sector es moderado, pese a la contracción del sector en los últimos años.

Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector

El sector de la construcción se caracteriza por ser cíclico, puesto a que su desempeño depende las diferentes fases del ciclo económico. Es así como, dentro de periodos de crecimiento, el sector presenta comportamientos similares, especialmente cuando existe mayores niveles de inversión interna originada por el Estado; no obstante, en periodos de contracción económica, el sector tiene altos niveles de afectación. Adicionalmente, se evidencia déficit habitacional debido al limitado acceso a créditos o a la ausencia de préstamos hipotecarios a tasas asequibles dentro sistema financiero.

De este modo, en el Gráfico N°1 se puede observar el comportamiento del Valor Agregado Bruto (VAB) del sector construcción, como se evidencia que en el año 2015 la tendencia del sector fue decreciente, y se observa una disminución muy marcada en el año 2016, esto como consecuencia de

reducción en inversión pública y la vigencia de la Ley de Plusvalía⁴. No obstante, para años posteriores el VAB del sector todavía se ubica en zona negativa. Adicionalmente, desde el cuarto semestre de 2019 se observa una disminución de 1,78% en el sector producto de la recesión económica que empezó a atravesar el país en ese periodo. Posteriormente, en el año 2020 el sector y la economía mostraron las tasas de decrecimiento más significativas en la última década como consecuencia de la emergencia sanitaria.

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Se evidencia una ligera recuperación del sector desde el cierre del tercer trimestre de 2020, dado que se han registrado mayor número de afiliaciones en el sector de la construcción, adicionalmente como medidas para mitigar el impacto de la Pandemia por Covid-19 el Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda (MIDUVI) y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) han desarrollado varias estrategias con otros organismos internacionales para dinamizar el sector y cubrir el déficit de vivienda; como por ejemplo proyectos estatales “Casa para todos” cofinanciado por el Estado, el BID y la CAF. Es importante recalcar que, en el contexto de la contracción de la demanda agregada nacional, se espera una lenta recuperación del sector en 2021 respecto al 2020. Analizando las variaciones en conjunto de la economía y el sector, este se cataloga como un sector cíclico.

Considerando las 10⁵ empresas comparables por niveles de ingresos y que se encuentran dentro de la misma actividad económica que ETINAR S.A., las ventas reales en el 2019 fueron USD 302,88 millones, lo cual representa una reducción de 2,85% respecto a 2018. Por otro lado, el EBITDA ascendió a USD 36,44 millones; mientras que, la capacidad de generar flujos medida por el EBITDA/Ventas fue de 12,03%, y se evidencia un aumento respecto al periodo anterior (10,19%) en este indicador, esto como respuesta de la ligera recuperación del sector en los tres primeros trimestres del 2019.

⁴ Ley cuyo objetivo era evitar la especulación sobre el valor de las tierras y fijación de Tributos, la cual fue derogada a inicios de 2018.

⁵ Se consideró el Código CIIU F4100.10 que define: construcción de todo tipo de edificios residenciales: casas familiares, individuales, edificios multifamiliares, incluso edificios de alturas elevadas, viviendas para ancianos y casas. Adicionalmente, se eligieron las empresas dentro de la muestra de competidores a las líneas de negocio de ETINAR S.A., que define su operación principal como contratista público/privado y desarrollador inmobiliario. Las empresas seleccionadas fueron: Elot, Construcciones y Servicios C. Ltda., Etinar S.A., Inmomiariuxi C.A., Ripconciv Construcciones Civiles Cia. Ltda., Ritofa S.A., China 15th Metallurgical Construction Group CO., LTD., Concesionaria del Guayas CONCEGUA S.A., Ekron Contrucciones S.A., Industria Metal Mecánica Constructora IMETECO S.A., Wileny S.A.

Tabla 4. Indicadores Generales

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2017	269.837	-	32.321	-	11,98%
2018	311.760	15,54%	31.778	-1,68%	10,19%
2019	302.884	-2,85%	36.439	14,67%	12,03%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Regulaciones del Sector

El sector de la construcción es uno de los principales contribuyentes a la economía en términos de empleo, inversión y producción. No obstante, la disminución de inversión privada y la contracción de gasto público ha repercutido en las empresas perteneciente a este sector.

Es así como el sector de la construcción, depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción especializada, en los que algunos de los insumos provienen del exterior. En este contexto, en 2015 entra en vigencia el pago de impuesto (salvaguardia) a productos al 32% de las importaciones generales, rubro que trajo efectos negativos en el sector hasta mediados de 2017. Año en el cual se elimina dicho tributo.

En marzo de 2020 y mediante Decreto Ejecutivo N°1017, se establece estado de excepción por calamidad y Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid-19 en todo el territorio nacional. Lo cual genera la paralización de actividades no esenciales y cese de funciones de varias industrias. Es de mencionar que el Estado de Excepción finalizó el 12 de septiembre de 2020.

Finalmente, a inicios del mes de septiembre de 2020 mediante Decreto 1137 firmado por el ex Presidente Lenín Moreno, resuelve el cobro anticipado del Impuesto a la Renta a grandes contribuyentes, ya sean personas naturales y sociedades, incluidos los establecimientos permanentes de sociedades extranjeras no residentes, anticipo correspondiente al ejercicio fiscal 2020. Con esta decisión se prevé recaudar aproximadamente USD 300 millones.

RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

ETINAR S.A. fue constituida en Guayaquil el 21 de septiembre de 1973 e inscrita en el registro mercantil el 23 de septiembre del mismo año. Opera dentro del sector constructor en proyectos tanto públicos como privados. Tiene amplia experiencia en el mercado con 47 años en todo tipo de proyectos, con énfasis en la coordinación general de obras. Su principal línea de negocios es la construcción de obras privadas, no obstante, se ha destacado en la ejecución de obras públicas emblemáticas como: Malecón 2000, Metrovía, Puerto Santa Ana, Avenida del Bombero, Plaza De la Administración en Guayaquil, Edificio Sede de Unasur en Quito y otros proyectos en otras provincias. A la fecha de corte (marzo de 2021) el emisor solo mantiene vigente en el mercado de valores la Cuarta Emisión de Obligaciones con un saldo por redimir de USD 1,62 millones.

Posición Competitiva del Emisor

El segmento en el que opera ETINAR S.A. es la construcción de todo tipo de edificios residenciales: casas familiares, individuales, edificios multifamiliares, incluso edificios de alturas elevadas, viviendas para ancianos y casas. Su objeto principal es con actividades relacionadas con el ejercicio de ingeniería y arquitectura. Dentro de su segmento se encuentra varias empresas tanto locales como extranjeras.

Entre las ventajas comparativas y competitivas son:

- Reputación de la empresa, debido a su larga trayectoria.
- Participación en la construcción de proyectos emblemáticos del país (Edificio Unasur, Malecón 2000, Puerto Santana).
- Empresa pionera en edificaciones multifamiliares y obras de infraestructura.

- Tecnología de punta, la cual le permite brindar un servicio eficiente y oportuno.
- Implementación de métodos alternativos de financiamiento para proyectos, sistemas de crédito directo para clientes.

Principales Competidores

Al analizar la competencia de ETINAR S.A. y dentro del sector en el que opera, se observa la existencia de varios oferentes del tipo de servicio. El sector se caracteriza por el elevado grado de concentración de los principales referentes del sector; no obstante, al ser ETINAR S.A. una constructora mediana sus comparables se determinan en esta misma categoría. Cabe recalcar que debido a la naturaleza del sector es complicado determinar una participación de mercado a la fecha de corte. Los principales competidores de acuerdo a su actividad específica son:

- Inmomariuxi C.A.
- Constructora de Diseños Productivos CONSTRUDIPRO S.A.
- Corporación Celeste Cia. Ltda .CORPACEL

La competencia presenta experiencia dentro del mercado. No obstante, lo que hace destacar a ETINAR S.A. es su amplia experticia y trayectoria dentro del campo de la construcción. En lo referente a productos sustitutos, se evidencia una amenaza intermedia, que se puede ocasionar por arrendamiento de piezas y remodelaciones de construcciones previamente realizadas. Una de las desventajas que muestra el sector en general es la disminución de inversión pública debido a la recesión que atraviesa el país.

Principales Clientes

Al considerar los 9 principales clientes de ETINAR S.A. se observa que el 100% de este grupo pertenece al sector privado. Adicionalmente, se evidencia que la totalidad del grupo no tiene relación con la empresa. Los tres principales clientes de la empresa concentran el 70,80% de la participación. El principal cliente/proyecto a marzo de 2021 es PLATINUM II con una participación del 37,58%, seguido de TORRE MILLENIUM Y FIDEICOMISO MERCANTIL PORTONOVO con el 16,82% y 16,40% respectivamente. Respecto a marzo de 2020 se observa un incremento en la participación de los principales clientes. Es importante recalcar que la alta concentración de la demanda a marzo de 2021 configura un riesgo intrínseco derivado de las dinámicas comerciales con los principales clientes.

Es importante notar que ETINAR S.A. brinda créditos a sus clientes, estos pueden ser directos o hipotecarios. En promedio los créditos directos bordean el 25% del precio de venta, los créditos hipotecarios 75%, y presenta convenios con instituciones financieras públicas y privadas reconocidas en el medio. Asimismo, el promedio de monto de reservas para la construcción de proyectos para clientes es de USD 1 mil y en otros casos el porcentaje de entrada promedio es de 15%.

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2020	% Participación mar-21
PLATINIUM II	15,64%	37,58%
TORRE MILLENIUM	0,00%	16,82%
FIDEICOMISO MERCANTIL PORT ONOVO	3,68%	16,40%
INTERHOSPITAL TORRES	0,27%	6,27%
ADMINISTRACION AGORA MEDICAL CENTER	0,90%	5,10%
ADMINISTRACION GRANOLLERS	3,07%	3,09%
PLATINIUM	0,00%	1,01%
VILLAS EL FORTIN PROYECTO	0,10%	0,34%
INTERHOSPITAL CONSULTORIOS Y PARQUEOS	0,22%	0,28%
ADMINISTRACION AGORA XXI	1,55%	0,11%
Otros	74,57%	12,99%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

Con relación a los proveedores, la empresa trabaja con numerosas personas tanto naturales como jurídicas. De este modo, ETINAR S.A. tiene relación con subcontratistas, los cuales ofrecen servicios que representan montos considerables para los diferentes proyectos. En promedio cada uno de ellos factura USD 500 mil. De este grupo, el 100% son empresas nacionales y se evidencia que los principales servicios que se otorga a ETINAR S.A. para la conclusión de sus proyectos se deriva a actividades relacionadas con la instalación de accesorios eléctricos, líneas de telecomunicaciones, climatización, equipo de fontanería y sanitario, entre otras. Adicionalmente, se mantiene subcontratos con empresas proveedoras de materias primas, siendo la principal el cemento y acero. El poder de negociación con proveedores, es moderada debido a que en el mercado se pueden encontrar varias empresas proveedoras de servicios complementarios a la construcción.

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Participación 2020	% Participación mar-2021
MACONSA	17,45%	11,62%
HOLCIM	2,85%	0,00%
HERCULES	22,18%	31,28%
AGI	26,17%	29,94%
CONSULAMBIENTE	4,06%	0,00%
MULTITECNOS	22,25%	22,43%
DOLMEN	5,03%	4,74%
OTROS	0,00%	0,00%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

ETINAR S.A. cuenta con una importante cartera de obras en ejecución. Es importante destacar que este sector presenta un alto nivel de fluctuación debido a que el nivel de ingresos y por ende la participación en el mercado dependa del surgimiento de nuevos contratos y de su firma al cierre de cada año.

El giro principal del negocio se relaciona con actividades de construcción, en ella se definen dos grandes divisiones: como contratista público/privado y como desarrollador inmobiliario privado. Entre sus principales servicios, se encuentran los servicios de construcción, administración de obras, alquiler de maquinaria y diseño/estudios. De este modo, la principal línea de negocio que genera mayor nivel de ingresos es la construcción de obras privadas, para marzo de 2021 representó el 87,09% del total y ascendió a USD 18,58 millones (información acumulada 12 meses). Históricamente, esta es la línea con mayor nivel de participación y evidencia una tendencia estable y creciente en los siguientes años, dado el enfoque en este sector por parte de la empresa. No se evidencian contratos de obras públicas, lo cual es un escenario favorable en términos de recuperación de cartera. El porcentaje complementario de los ingresos se concentra en reembolso de gastos. La estructura de los ingresos se mantiene estable respecto a marzo de 2020. A marzo de 2021 se observa un crecimiento interanual de las ventas del 0,94%.

Tabla 7. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)

Línea de Negocio	Mar-20(12 meses)		2020		Mar-21 (12meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
OBRAS PRIVADAS	18.546	87,76%	18.013	87,46%	18.579	87,09%
REEMBOLSO DE GASTOS	2.588	12,24%	2.582	12,54%	2.753	12,91%
Total	21.133	100,00%	20.595	100,00%	21.332	100,00%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las perspectivas de crecimiento de la empresa para el año 2021 se ubican por USD 32 millones, además de la liquidación de ciertos proyectos y aperturas de nuevos, los cuales se encuentran en análisis y espera de financiamiento apropiado. Se esperan ejecutar alrededor de 6 nuevos proyectos en los siguientes 12 meses. No obstante, es importante notar que la economía nacional presenta poco dinamismo y al pertenecer a un sector cíclico, se pueden presentar escenarios desfavorables para la empresa.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Eficiencia Operativa y rentabilidad

Eficiencia		Promedio Industria		ETINAR S.A.				
		2018	2019	2018	2019	mar-20	2020	mar-21
Días de cartera	d	62	73	144	129	312	193	214
Días de inventario	d	212	84	1	1	1	0	0
Días de proveedores	d	67	83	35	52	54	44	35
Ciclo de conversión de efectivo	d	207	75	110	78	260	149	179
Utilidad/Ventas	%	4,67%	5,74%	-1,30%	1,48%	2,20%	1,44%	1,75%
Ventas /Activo	%	92,66%	83,17%	100,54%	88,17%	45,95%	83,35%	79,11%
Margen Bruto / Venta	%	21,70%	24,78%	3,76%	19,34%	21,82%	20,75%	20,26%
ROA	%	4,33%	4,77%	-1,31%	1,31%	1,01%	1,20%	1,38%
ROE	%	14,26%	14,57%	-5,04%	4,94%	3,83%	4,37%	5,34%

*Información interanual acumulada 12 meses

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La empresa muestra una menor eficiencia en la recuperación de cartera en relación con la competencia, a pesar de la mejora evidenciada en este aspecto a la fecha de corte, pasando de 312 días en marzo de 2020 a 214 días en marzo de 2021. Estos resultados se explican principalmente a la reactivación de la actividad productiva y comercial en el país. Cabe recalcar que hasta el 2019 la empresa mostraba una tendencia decreciente en el indicador. Debido al giro del negocio la empresa

no registra inventarios significativos, por lo cual los días de inventario presentan valores cercanos a 0, no se evidencian cambios en el modelo de negocio y valores de los inventarios a marzo de 2021.

En lo que respecta a los días de proveedores se observa una tendencia decreciente en el último año (a la fecha de corte). A marzo de 2021 los días de cuentas por pagar se ubicaron en 35 días, lo cual significa una disminución de 19 días respecto a marzo de 2020. Con respecto al rendimiento de la industria la empresa se ubica en una posición desfavorable. En el contexto de las variaciones descritas, el ciclo de conversión de efectivo presenta una mejora a la fecha de corte (marzo 2021), ubicándose en 179 días; mientras que en marzo de 2020 este fue de 260 días. ETINAR S.A. presenta un ciclo de negocio más eficiente que el del benchmark a la fecha de corte.

Analizando los principales indicadores de rentabilidad de la empresa se observa una mejora generalizada a marzo 2021. El ROE presenta una mejora interanual, pasando de 3,83% en marzo 2020 a 5,34% en marzo 2021. Por su parte, el ROA en el mismo periodo mejoró de igual manera pasando de 1,01% en marzo 2020 a 1,38% en marzo 2021. En el análisis comparativo con la industria tanto en el retorno sobre activos y retorno sobre patrimonio la empresa se ubica en una posición desfavorable.

El indicador de Utilidad/Ventas se ubicó en 1,75% a la fecha de corte (marzo de 2021), mientras que en marzo 2020 y diciembre 2020 se ubicó en 2,20% y 1,44% respectivamente, evidenciándose una leve tendencia creciente en los últimos periodos. Adicionalmente, el indicador de Ventas/Activos pasó de 45,95% en marzo 2020 a 79,11% en marzo 2021 en contexto del incremento sustancial en las ventas, variación contraria a la leve tendencia decreciente que se venía presentando en el indicador. En los indicadores Utilidad/Ventas y Ventas/Activos la empresa se ubica por debajo del rendimiento de la industria. Finalmente, el indicador Margen Bruto/Ventas mostró una tendencia creciente en el análisis histórico, no obstante, a marzo de 2021 presenta una variación interanual de -1,55 puntos porcentuales. Respecto a la industria la empresa se ubica dentro del promedio de la industria en este aspecto.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ETINAR C.A. registra una nómina de accionistas conformada por once personas, cinco son jurídicas y 6 naturales. La empresa Predial e Inversionista LIPIDAVA S.A. es el accionista mayoritario con 39,64% del total de capital suscrito, el cual asciende a USD 2,90 millones.

Tabla 9. Participación Accionaria (USD miles)

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	MEGATRADING S.A.	ECUADOR	1.076,025	38,71%
2	PREDIAL E INVERSIONISTA LIPIDAVA S.A.	ECUADOR	1.147,708	41,29%
3	Otros	ECUADOR	671,750	20,00%
TOTAL			2.895	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que refiere a empresas vinculadas, según el Portal del ente de control, los socios accionistas muestran vinculación con empresas relacionadas al giro de negocio de ETINAR S.A. y otras industrias. El accionista principal tiene participación accionaria en 4 empresas activas: Constructora Arrecife S.A., Xeterrenos S.A., Representaciones y ventas S.A. REVE y Etinar S.A. El segundo accionista mayoritario, Megatrading S.A. presenta participación accionaria en 5 empresas activas: Etinar S.A., Vanton S.A., Menpasa S.A., Vigerano S.A. y Denapor S.A. Es importante recalcar que la estructura accionarial no presenta cambios significativos a marzo de 2021 respecto a periodos de análisis anteriores.

Por el lado de la administración, el Ing. José Antenor Macchiavello Almeida ocupa el cargo de Presidente Ejecutivo y es uno de los fundadores de la empresa; se valora positivamente la experiencia en el cargo y el sector del presidente ejecutivo (21 años), factor clave para la toma de decisiones en situaciones de estrés. Por otro lado, el Ing. Guillermo Andrés Arosemena Jouvin ocupa la posición de Gerente General, quien pertenece a la empresa desde 1999. Adicionalmente, la Gerencia Técnica y la Gerencia Administrativa están ocupadas por Eduardo Córdoba y Stanley Gómez respectivamente.

La empresa tiene una fuerte trayectoria en el mercado ecuatoriano y sus principales directivos han trabajado en el crecimiento de la organización y el cumplimiento de su misión y visión corporativa. La empresa cuenta con Manual de Gobierno Corporativo y directrices para la División de Funciones. Es importante señalar que en el 2020 la empresa no consiguió un cumplimiento óptimo del presupuesto 2020 debido principalmente a los efectos negativos derivados de la pandemia Covid 19.

Gobierno de la Corporación

ETINAR S.A. tiene como principal órgano de administración a la Junta General de Accionistas. La empresa, está presidida por el Presidente, dedicado al correcto funcionamiento de la parte técnica; y el Gerente General a la coordinación, logística y estrategia de la organización. La empresa posee un Manual de Gobierno Corporativo, el cual está en gestión de aprobación, pero se evidencia la implementación de manuales que regulan el funcionamiento de diversas operaciones que se deben cumplir en todas las áreas.

El Directorio de la empresa se reúne mensualmente, sobre la administración de la compañía, el Gerente General tiene más de 15 años de experiencia en la posición y se reúne semanalmente con la Jefaturas, en las que se analizan diferentes temas relevantes a las operaciones de la empresa. Las reuniones se realizan con cada uno de los departamentos y tiene un enfoque administrativo. Adicionalmente, se realizan reuniones diarias para la revisión de procesos operativos de obras y organización del correcto funcionamiento de las mismas. Dentro de la organización de la empresa, se cuenta con varios departamentos, por ejemplo, Finanzas, Contabilidad, áreas técnicas (arquitectos), Área de créditos (dedicada a la recuperación de cartera de proyectos inmobiliarios), comerciales, entre otros. Dentro de cada obra, se cuenta con equipos de trabajo en el que se incluye al: director de obra, residente administrativo y residentes de ingeniería para cada uno de los campos. En definitiva, cada una de las áreas maneja las actividades que le corresponde. La compañía tiene una estructura consolidada y uno de los aspectos por mejorar sería la formalización de políticas de conflictos de interés internos, y aparte de la mediación manejada por la compañía.

Política y Estrategia Corporativa

Según información proporcionada por la empresa y en seguimiento con la visión de la organización; una de sus principales estrategias es el mantenimiento de su reputación y trayectoria al brindar un servicio fuerte y oportuno. Este objetivo se logra por medio de varias acciones, de este modo, ETINAR S.A. está adoptando medidas de control y automatización de procesos internos. Con estas mejoras se prevé ser más eficiente y efectivos en procesos de construcción y desarrollo de proyectos tanto inmobiliarios como de infraestructura. Es evidente que esta estrategia, permitirá una mejor organización de los proyectos y aportará a la sostenibilidad y crecimiento de la empresa. Una de las ventajas competitivas de la empresa es el servicio a sus clientes, su área de experticia es el motor para generar nuevos ingresos. Adicionalmente, la empresa tiene como estrategia para el presente y futuros años, la selección o firma de contratos rentables antes que contratos por montos considerables.

En lo referente al cumplimiento del Plan estratégico se realiza cada año y con revisiones mensuales; en caso de cambios estos se realizan a la mitad del año en curso. Al cierre del 2020, el cumplimiento del plan estratégico fue del 79%; cabe recalcar que la planificación estratégica de la compañía se basa en una meta de facturación anual misma que en el 2020 fue de USD 28 millones. El incumplimiento

se debe a la caída en ventas como efecto de la nula facturación en los primeros meses de la Emergencia Sanitaria (marzo y abril), además por la dilatación de uno de los contratos por causas ajenas a la empresa, sino propiamente del cliente; el cual se espera retomar a inicios de 2021 y depende del nivel de financiamiento aprobado para ejecutar dicho proyecto. Entre las acciones implementadas por la empresa en 2020, fueron la automatización y optimización de procesos internos, inversión en información de inteligencia de negocios que en conjunto con el departamento de sistemas, se han alineado a los requerimientos de la empresa, además algunas vacantes de la empresa fueron reemplazadas con procesos automatizados, lo cual ha ayudado en la eficiencia y rentabilidad y refuerza el enfoque en servicios de planificación de obras que desea impulsar la empresa, además de respuesta al llamado de las necesidades de sus clientes con propuestas complementarias a proyectos antes realizados.

Para 2021, se espera dar impulso y seguir en proyectos inmobiliarios del sector privado, donde se asegura un apropiado nivel de pagos, ejecución de proyectos con mayor rentabilidad antes que por monto. Además, según lo manifestado por la empresa de acuerdo con los contratos firmados se aspira a tener un nivel de ventas para 2021 de USD 24 millones.

ETINAR S.A. no ha invertido en maquinaria nueva y se ha mantenido en niveles estables. Por el lado programas implementados dentro de la empresa, se realizan charlas de Seguridad y Salud Industrial a todos sus colaboradores, con principal énfasis en los obreros e inversión en Inteligencia de Negocios.

RIESGO DE ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el presente análisis se ha considerado información auditada proporcionada por la empresa Hansen-Holm & Co. Ltda. para los ejercicios 2016 al 2019; mientras que para el año 2020 el informe de auditoría realizado por la firma Hansen-Holm los que se muestran sin salvedades; y Estados Financieros internos proporcionados por ETINAR S.A. a la fecha de corte (marzo de 2021).

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

Tabla 10. Estructura financiera (USD miles)

Periodo	Industria	2018	2019	mar-20	2020	mar-21	PROMEDIO 2017-2019
Activo	36.418	27.734	27.972	28.112	26.349	28.668	27.352
Pasivo	24.487	20.537	20.577	20.668	19.097	21.260	20.070
Patrimonio	11.931	7.197	7.395	7.444	7.252	7.408	7.282
Ventas	30.288	27.884	24.663	12.918	21.963	22.680	24.837
Margen Bruto	7.505	1.048	4.771	2.819	4.558	4.596	3.459
EBITDA	3.644	-781	2.531	811	2.149	2.173	1.299
EBIT	3.044	-998	2.163	751	2.017	2.032	1.061
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	389	-363	365	285	317	396	106
Utilidad/ Venta	5,74%	-1,30%	1,48%	2,20%	1,44%	1,75%	0,54%
Ventas / Total Activos	0,83	1,01	0,88	0,46	0,83	0,79	0,91
Total Activos / Patrimonio	3,05	3,85	3,78	3,78	3,63	3,87	3,76
ROA	4,77%	-1,31%	1,31%	1,01%	1,20%	1,38%	0,40%
ROE	14,57%	-5,04%	4,94%	3,83%	4,37%	5,34%	1,42%
NOF/VENTAS	0,30	0,32	0,31	0,80	0,36	0,44	0,33
FM/VENTAS	35,18%	32,40%	26,36%	59,00%	29,22%	28,41%	29,33%
FM/NOF	1,16	0,78	0,98	0,74	0,80	0,65	0,85
Ebitda/ Gasto Financiero	9,36	-	4,28	1,85	3,38	3,76	3,83
Deuda/ Ebitda	1,08	-7,00	2,03	5,80	1,73	1,55	-1,08

*Información interanual acumulada 12 meses

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

El total de Activos en el año 2020 fue de USD 26,35 millones, significando un decrecimiento del -5,80% en relación con el año 2019. El total de Activos a marzo 2021 es de USD 28,67 millones siendo las principales cuentas: cuentas por cobrar a clientes con el 47,04%, otros activos corrientes con el 17,71% y otros activos no corrientes con el 24,88%. En contraste con marzo de 2020 los activos totales presentaron una variación de 1,98% a la fecha de corte. La estructura de los activos no presenta cambios significativos a marzo 2021.

En el activo corriente la cuenta de efectivo a marzo 2021 ascendió a USD 510 mil, mostrando un decrecimiento del -81,47% comparado con marzo de 2020. Las Cuentas por Cobrar a clientes en el corto plazo a la fecha de corte fueron de USD 13,48 millones y presentaron un crecimiento interanual del 20,27%. Es importante recalcar que este valor clientes incluye derechos por facturar acorde al giro de negocio de la empresa.

Acorde al giro de negocio la empresa no registra inventarios a la fecha de corte; no obstante, a marzo de 2020 estos presentaron un valor mínimo de USD 41 mil. Los activos no corrientes por su parte, se componen de los activos tangibles (25,67%) y otros activos (74,33%). Los activos tangibles muestran una variación en marzo de 2021 del 1,91% respecto a marzo de 2020. Otros activos, los muestran una variación de 13,42% en el mismo periodo.

Los pasivos con costo en marzo 2021 son de USD 3,36 millones de los cuales el 52,93% son de corto plazo y el 47,06% de largo plazo, se evidencia que la estructura de financiamiento en el periodo analizado se ha mantenido estable. En el comparativo con marzo de 2020, los pasivos con costo a corto plazo decrecieron en -13,18%, mientras que los pasivos con costo a largo plazo decrecieron en 40,48%.

Las cuentas y documentos por pagar en marzo 2021 fueron de USD 1,78 millones, representando el 6,20% del total de activos de la empresa y un crecimiento de 16,99% comparado con marzo 2020. El Patrimonio de ETINAR S.A. al 31 de diciembre de 2020 fue de USD 7,25 millones, mientras que a marzo de 2021 mostró un saldo de USD 7,40 millones. El patrimonio se ha mantenido estable en el análisis histórico y ha mantenido su estructura hasta la fecha de corte. El monto de capital de ETINAR

S.A. no ha variado en los últimos períodos analizados ubicándose en USD 2,89 millones, en el año 2018, 2019, 2020 y marzo 2021.

Estado de Resultados

La empresa en el acumulado de marzo de 2021 presentó ingresos por USD 3,94 millones, en relación con el comparativo al mes de marzo 2020 se observa un crecimiento del 22,20%. El comparativo del año 2020 con el 2019 muestra un decrecimiento de -10,95%. ETINAR S.A. cuenta a la fecha de corte con dos líneas de ingresos, de los cuales, la línea de obras privadas representó el 87,09% y reembolso de gastos el 12,91%. El margen bruto por su parte se presentó un crecimiento interanual del 5,42% y se ubicó en USD 743 mil en marzo de 2021. En promedio el costo de venta significó el 79,90% de los ingresos (2017-2019), mientras que a la fecha de corte la proporción fue del 87,93%.

El EBITDA de la compañía en el año 2020 fue de USD 2,15 millones, en los últimos 4 años presentó una tendencia decreciente, respecto al 2019 la disminución en el EBITDA fue de -15,09%; mientras que, en el comparativo marzo 2021 con marzo 2020, el EBITDA creció en 11,97%. Los gastos operativos por su parte no presentaron cambios significativos interanuales a marzo de 2021 (2,77%) y fueron de USD 516 mil.

A pesar de las afectaciones en el sector, la empresa no ha presentado pérdidas en el análisis histórico. ETINAR S.A. presentó al cierre del 2020 una utilidad neta de USD 317 mil; mientras que a marzo de 2021 USD 150 mil (variación interanual del 110,86%) lo cual se valora positivamente. Estos resultados se dan principalmente por la ligera carga de los operativos y financieros en la estructura de la compañía. A marzo de 2021, la empresa registró una variación interanual del -52,76% y se ubicaron en USD 52 mil.

Finalmente, analizando los principales indicadores de la estructura financiera de la compañía se observa que el ratio Utilidad/Ventas muestra una tendencia creciente en el periodo 2017-2019 y un deterioro en el periodo fiscal 2020. A la fecha de corte (marzo de 2021) se evidencia una ligera variación negativa respecto al mismo respecto a marzo 2020, pasando de 2,20% a 1,75%. En comparación a la industria ETINAR S.A. se ubica en una posición desfavorable. En lo que respecta al indicador Ventas/Total de activos se observa una tendencia constante en el análisis histórico, a marzo de 2021 se ubicó en 0,79 lo cual significa una mejora de 0,33 puntos respecto a marzo 2020. La industria mostró un mejor resultado (0,83) en este aspecto. Adicionalmente, el apalancamiento (Activos/Patrimonio) se ubicó en 3,87 a la fecha de corte y se mantiene constante respecto a periodos de análisis anteriores. La empresa se ubica en una posición favorable respecto al benchmark en términos de apalancamiento.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo para el siguiente año fueron proyectadas tomando en cuenta el panorama macroeconómico actual y el rendimiento histórico de la empresa. En el 2020 las NOF fueron de USD 7,85 millones, para el año 2021 se proyecta que la empresa tenga unas NOF de USD 6,44 millones. Esta reducción del 17,87% se da principalmente por la disminución esperada de clientes y incremento de los pasivos espontáneos.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2020 se ubicaron en USD 6,28 millones. Para el año 2021, se proyectan en USD 6,63 millones. En este contexto se observa que la empresa necesita acudir a financiamiento externo para solventar sus necesidades operativas.

La empresa no muestra una capacidad adecuada para cubrir sus operaciones en el corto plazo dado que su indicador FM/NOF es de 0,65 veces en marzo de 2021. En el análisis histórico del indicador se observa que, en el 2018, 2019, diciembre 2020 y marzo de 2020 fue también menor a la unidad. En contraste con el rendimiento del sector, (1,16 veces) la empresa se ubica en una posición desfavorable.

En lo que respecta al indicador NOF/Ventas la empresa ha presentado una leve tendencia creciente desde el 2018 hasta la fecha de corte. A marzo 2021, el indicador fue de 0,44 veces mientras que en marzo 2020 fue de 0,80 veces. Respecto a la industria la empresa se muestra en una posición favorable. Por su parte, el indicador FM/Ventas fue de 28,41% a la fecha de corte, mientras que en marzo de 2020 presentó un valor de 59%. Se observa una tendencia creciente del ratio y una posición desfavorable respecto a la industria.

Apalancamiento Financiero

A marzo de 2021 el indicador de apalancamiento financiero fue de 3,87 veces, el cual presenta una ligera mejora respecto a marzo 2020 y diciembre 2020 (3,78 veces y 3,63 veces respectivamente) adicionalmente, se ubica por encima de la industria (3,05 veces). La empresa cuenta con un nivel de apalancamiento alto, la cual es compensando por el nivel de operatividad de la empresa, que se encuentra trabajando en una capacidad del 100%.

A la fecha de corte (marzo de 2021), el indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) en el acumulado de 12 meses fue de 3,76 veces (mejora respecto a marzo 2020 en donde fue de 1,85), mientras que el promedio del 2018 al 2020 presentó un indicador de 3,07 veces. Si se compara con la industria, la empresa se ubica por debajo de la misma. En el 2019 la industria presentó un indicador de 9,36 veces. A la fecha de estudio la empresa cuenta con una capacidad adecuada para el pago de los intereses.

Por su parte, el ratio Deuda/Ebitda en términos absolutos a marzo de 2021 es de 1,55 veces e históricamente se ha ubicado en niveles por encima de sus comparables (1,08 veces), siendo el promedio de la empresa de 3,19 veces. Respecto a marzo de 2020 la empresa muestra una mejora notable en el indicador, dado que en ese mes fue de 5,80.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la tabla a continuación, dichos supuestos se basan en el análisis histórico del desempeño de las ventas y el comportamiento de los diferentes resultados presentados por la compañía en el 2021, cuyas proyecciones y según la información presentada por la empresa a marzo de 2021 se estima alcanzar un nivel de ventas de USD 32 millones en el 2021. Es importante recalcar que la calificadora se muestra conservadora en este aspecto.

Tabla 11. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2021	7,50%	166	0	50	13,07%
	2022	2,00%	166	0	50	13,07%
	2023	2,00%	166	0	50	13,07%
	2024	1,00%	166	0	50	13,07%
	2025	1,00%	166	0	50	13,07%
PESIMISTA I	2021	7,21%	173	0	48	13,07%
	2022	1,92%	173	0	48	13,07%
	2023	1,92%	173	0	48	13,07%
	2024	0,96%	173	0	48	13,07%
	2025	0,96%	173	0	48	13,07%
PESIMISTA II	2021	7,06%	176	0	47	13,07%
	2022	1,88%	176	0	47	13,07%
	2023	1,88%	176	0	47	13,07%
	2024	0,94%	176	0	47	13,07%
	2025	0,94%	176	0	47	13,07%

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se espera un flujo de caja libre de USD 1,22 millones para el 2021. Se evidenciaría una cobertura de gastos financieros mediante flujo de 3,20 veces, lo cual brindaría una posición apropiada para el pago de intereses en el corto plazo. Es importante recalcar que en base a los supuestos actuales la empresa deterioraría su capacidad de cobertura y solvencia a partir del año 2022.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	7,50%	2,00%	2,00%	1,00%	1,00%	3,13%
Ventas	23.610	24.082	24.564	24.810	25.058	24.266
Ciclo de Conversión de Efectivo	117	117	117	117	117	117
Margen Bruto / Ventas	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%
EBITDA / Ventas	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Flujo de Caja Libre (FCL)	1.226	-386	-393	-292	-295	39
FCL/Gastos Financieros	3,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,80
Deuda/FCL	3,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,96

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario pesimista I se espera un flujo de caja libre de USD 609 mil para el 2021. Se evidencia una cobertura de gastos financieros mediante flujo de 1,66 veces, lo cual brindaría una posición apropiada para el pago de intereses en el corto plazo. Adicionalmente, se observa que para el 2021 el ratio Deuda/FCL se ubicaría en 7,34 veces. Es importante recalcar que en base a los supuestos actuales la empresa deterioraría su capacidad de cobertura y solvencia a partir del año 2022.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	7,21%	1,92%	1,92%	0,96%	0,96%	3,00%
Ventas	23.546	23.998	24.460	24.695	24.932	24.175
Ciclo de Conversión de Efectivo	125	125	125	125	125	125
Margen Bruto / Ventas	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%
EBITDA / Ventas	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Flujo de Caja Libre (FCL)	609	-389	-396	-293	-296	-117
FCL/Gastos Financieros	1,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42
Deuda/FCL	7,34	0,00	0,00	0,00	0,00	1,83

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otro lado, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre de USD 302 mil, y se observa que la empresa no tendría la capacidad adecuada para cubrir sus gastos financieros. La capacidad de pago de deuda no muestra holgura para periodos futuros, lo cual afecta a su posición de la empresa para futuras obligaciones.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	7,06%	1,88%	1,88%	0,94%	0,94%	2,94%
Ventas	23.514	23.956	24.408	24.637	24.869	24.129
Ciclo de Conversión de Efectivo	130	130	130	130	130	130
Margen Bruto / Ventas	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%	87,93%
EBITDA / Ventas	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Flujo de Caja Libre (FCL)	302	-390	-397	-294	-296	-195
FCL/Gastos Financieros	0,78	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19
Deuda/FCL	15,83	0,00	0,00	0,00	0,00	3,96

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el escenario estándar (apegado a la realidad) y el escenario pesimista I el emisor no presentaría limitaciones para redimir el pasivo con costo en el corto plazo; sin embargo, en el mediano y largo plazo la capacidad de cobertura se deterioraría. Estos escenarios están acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas y a movimientos históricos de la empresa.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

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

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

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

- b) Los Activos reales sobre los Pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 30 de abril de 2021 muestra que durante el mes de enero a abril 2021 se negoció un total de USD 4.848.609 miles, correspondientes a la suma de USD 4.836.407 miles en valores en renta fija y USD 12.202 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de abril de 2021, en renta fija el 8% de los valores corresponden a papel comercial y el 3% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 332 emisores inscritos, de los cuales 177 pertenecen a la provincia del Guayas y 104 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 31% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 12% de servicios.

Liquidez de los valores

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

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado secundario para la Cuarta Emisión de obligaciones de ETINAR S.A. se puede observar que se han realizado 8 transacciones durante el periodo de julio a diciembre de 2020 y de enero a abril de 2021. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Límite de Endeudamiento

La empresa se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión una relación: pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio. A marzo de 2021, el límite de endeudamiento es de 0,45 veces y cumple con el límite establecido.

Resguardo voluntario

Se mantendrá a partir de la primera colocación y conforme se vaya colocando la Cuarta Emisión de Obligaciones, el valor correspondiente a pagarse a los obligacionistas a través de una póliza, certificado de depósito a plazo fijo o fianza bancaria en una entidad financiera con calificación de riesgo no inferior a AAA-, debidamente cedido a favor del representante de obligacionistas quien, en caso de incumplimiento del emisor por más de 72 horas, podrá utilizar el presente resguardo de manera inmediata y sin autorización adicional, para cancelar el dividendo a los obligacionistas; no obstante, de llegar a utilizarse el presente resguardo, el Emisor establece la obligatoriedad de reponerlo las veces que fuere necesario.

De acuerdo con el Informe de Gestión de los Obligacionistas con corte a julio de 2020 y emitido en agosto del presente año, el Emisor cumple con las garantías, resguardos y límite de endeudamiento

establecidos para la presente emisión. Sobre el Certificado de depósito al 18 de agosto de 2020 presentó un saldo de USD 226.481,04 con un excedente de USD 3.281,04. A octubre de 2020, el saldo es de USD 223.200.

Tabla 15. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2019	2017	2018	2019	mar-21
1	Liquidez Corriente	1,59	2,89	2,71	2,24	3,01
2	Endeudamiento Patrimonial	2,05	2,85	2,78	2,63	2,87
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información						
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen Activos Libre de Gravamen no superior al 80%				7,41%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral				2,76
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo				13,50
Cumple	Limite de Endeudamiento	Mantener una relación pasivo con costo de hasta 3 veces frente al patrimonio en todo momento mientras esté vigente la emisión.				0,45

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

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

Los activos que respaldan la emisión corresponden a las obras en proceso, cuentas por cobrar, anticipos y propiedad, planta y equipos. Los tres primeros con un alto nivel de liquidez.

- Uno de los riesgos que pueden afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de la cartera de clientes.
- Respecto a la propiedad, planta y equipo, este se vería afectado por daños relacionados con daños, desastres naturales, robo, incendio u obsolescencia.

Riesgos Previsibles en el Futuro

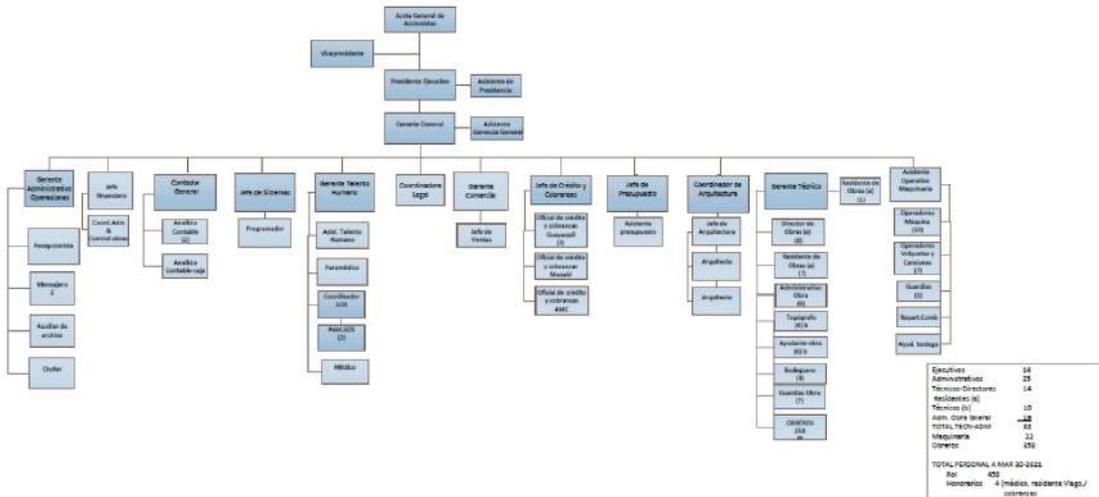
- Variación en precios de materia prima básica para cada proyecto, lo cual afectaría los costos de producción de la empresa.
- Desaceleración o contracción del sector de la construcción, lo que afectaría de forma directa al número de contratos firmados por la organización y al nivel de ingresos.
- Cambios en normativas o principales regulaciones.
- Incremento de impuesto y otras contribuciones para el sector.
- Tiempo de reactivación de la economía por la Emergencia Sanitaria por Covid-19.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.

 <p>Firmado electrónicamente por: NATALIA ESTEFANIA CORTEZ MONTOYA</p>	 <p>Firmado electrónicamente por: MARIO AMADO ZAMBRANO VERA</p>
<p>Ing. Natalia Cortez Montoya Gerente General</p>	<p>Econ. Mario Zambrano Vera Analista</p>

ANEXOS

ETINAR S.A., tiene el siguiente organigrama general

Anexo 1. Organigrama General de ETINAR S.A.



Fuente/Elaboración: ETINAR S.A.

Anexo 2. Estado Situación Financiera (USD miles)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	mar-20	2020	mar-21	2017	2018	2019	2020	mar-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	mar20-mar21
TOTAL ACTIVOS	32.132	27.734	27.972	28.112	26.349	28.668	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-13.69%	0.86%	-5.80%	1.98%
ACTIVO CORRIENTE	26.782	20.212	19.218	19.407	16.894	19.073	83.35%	72.89%	68.71%	64.11%	66.53%	-24.53%	-4.92%	-12.09%	-1.72%
Efectivo	3.756	2322	3301	2751	776	510	11.68%	8.37%	11.80%	2.95%	1.78%	-37.84%	42.16%	-76.48%	-81.47%
Clientes	7.623	11.171	8.842	11.215	11.782	15.486	23.73%	40.28%	31.61%	44.71%	47.04%	46.50%	-20.85%	33.25%	26.27%
Inventarios	0	40	41	41	0	0	0.00%	0.14%	0.15%	0.00%	0.00%	-	3.20%	-100.00%	-100.00%
Otros Activos Corrientes	15.421	6.679	7.034	5.402	4.336	5.078	47.99%	24.08%	25.15%	16.45%	17.72%	-56.69%	5.31%	-88.36%	-6.00%
ACTIVO NO CORRIENTE	5.350	7.522	8.754	8.705	9.456	9.595	16.65%	27.12%	31.29%	35.89%	33.47%	40.60%	16.37%	8.02%	10.22%
Activos Tangibles	1.437	3.352	2.480	2.417	2.546	2.463	4.47%	12.81%	8.87%	9.66%	8.99%	147.26%	-30.19%	2.65%	1.91%
Activos Intangibles	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-
Otros Activos No Corrientes	3.914	3.970	6.273	6.288	6.910	7.131	12.18%	14.31%	22.43%	26.23%	24.88%	1.44%	58.03%	10.14%	13.42%
TOTAL PASIVOS	26.911	20.537	20.577	20.668	19.097	21.260	83.75%	74.05%	73.56%	72.48%	74.16%	-23.69%	0.19%	-7.19%	2.86%
PASIVO CORRIENTE	17.931	6.991	7.983	6.340	7.539	6.329	58.80%	25.21%	25.32%	28.58%	22.08%	-61.01%	1.31%	6.32%	-0.18%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	3.965	2.627	2.859	1.521	2.144	1.779	12.34%	9.47%	10.22%	8.14%	6.20%	-33.75%	8.85%	25.01%	1.699%
Pasivo con Costo CP (Bancarias-Obligaciones)	4.567	2.193	2.475	2.049	2.128	1.779	14.21%	7.91%	8.85%	8.08%	6.21%	-51.98%	12.86%	-14.03%	-13.18%
Provisiones CP	132	124	189	639	690	603	0.41%	0.45%	0.67%	2.62%	2.10%	-	-	-	-
Otros Pasivos sin Costo CP	9.267	2.047	1.560	2.133	2.568	2.168	29.84%	7.38%	5.38%	9.75%	7.56%	-77.91%	-23.11%	64.66%	1.67%
PASIVO NO CORRIENTE	8.980	13.546	13.494	14.328	11.567	14.931	27.95%	48.84%	48.24%	43.90%	52.08%	50.85%	-0.38%	-14.28%	4.21%
Pasivo sin Costo LP	4.498	8.548	9.398	9.611	8.045	11.408	14.00%	30.82%	33.57%	30.53%	39.79%	108.76%	12.43%	14.33%	18.70%
Pasivo con Costo LP (Bancarias-Obligaciones)	2.733	3.273	2.658	2.658	1.582	1.582	8.50%	11.80%	9.50%	6.00%	5.52%	19.77%	-18.79%	-40.48%	-40.48%
Otros Pasivos con Costo LP	729	765	752	1.577	1.560	1.561	2.27%	2.75%	2.69%	5.92%	5.44%	4.68%	-1.52%	109.69%	-1.04%
Provisiones LP	1.020	962	694	483	380	380	3.17%	3.47%	2.48%	1.44%	1.33%	-5.68%	-27.88%	-45.23%	-21.29%
PATRIMONIO NETO	5.221	7.197	7.395	7.444	7.252	7.408	16.25%	25.95%	26.44%	27.52%	25.84%	37.84%	2.75%	-1.93%	-0.48%
Capital	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	9.01%	10.44%	10.35%	10.99%	10.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva	196	196	196	196	233	233	0.61%	0.71%	0.70%	0.88%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	1.61%
Otros resultados Integrales	2.086	4.425	4.501	4.352	4.124	4.280	6.49%	15.95%	16.45%	15.66%	14.93%	112.11%	4.00%	-5.41%	-1.67%
Resultados Acumulados	-965	44	-663	0	0	0	-2.82%	0.16%	-2.37%	0.00%	0.00%	-104.84%	-1.613.22%	-100.00%	-
Resultados del Ejercicio	949	-363	365	0	0	0	2.98%	-1.31%	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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

Anexo 3. Estado de Resultados (USD miles)

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	mar-20	2020	mar-21	2017	2018	2019	2020	mar-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	mar20-mar21
INGRESOS	18.181	27.884	24.663	3.230	21.963	3.947	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	53,37%	-11,55%	-10,95%	22,20%
COSTO VENTA	17.375	26.836	19.892	2.525	17.405	3.204	95,57%	96,24%	80,65%	79,25%	81,18%	54,45%	-25,88%	-12,50%	26,88%
GANANCIA BRUTA	806	1.048	4.771	705	4.558	743	4,43%	3,76%	19,34%	20,75%	18,82%	30,14%	355,05%	-4,47%	5,42%
GASTOS OPERATIVOS (Ventas-Adm)	2.389	1.830	2.240	502	2.409	516	13,14%	6,56%	9,09%	10,97%	13,07%	-23,42%	22,44%	7,53%	2,77%
EBITDA	-1.584	-781	2.531	203	2.149	227	-8,71%	-2,80%	10,26%	9,78%	5,76%	-50,67%	-423,92%	-15,09%	11,97%
DEPRECIACIONES (dep)	159	217	367	15	131	24	0,88%	0,78%	1,49%	0,60%	0,61%	36,15%	69,17%	-64,3%	66,1%
AMORTIZACIONES (amc)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-	-	-	-
EBIT	-1.743	-998	2.163	188	2.017	203	-9,59%	-3,58%	8,77%	9,18%	5,14%	-42,73%	-316,71%	-6,75%	8,05%
GASTOS FINANCIEROS	158	325	592	109	636	52	0,87%	1,17%	2,40%	2,89%	1,31%	-	-	7,41%	-52,76%
OTROS (-) INGRESOS / (+) GASTOS	2.970	1.597	-929	-7	-670	0	16,33%	5,73%	-3,77%	-3,05%	0,00%	-46,24%	-158,17%	-99,23%	92,42 21%
EBI: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	1.069	273	643	71	712	151	5,88%	0,98%	2,61%	3,24%	3,83%	-74,43%	135,26%	-10,74%	112,37%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	1	41	96	0	78	1	0,01%	0,15%	0,39%	0,36%	0,03%	3626,82%	135,29%	-100,00%	-
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	118	595	181	0	317	0	0,65%	2,13%	0,74%	1,44%	0,00%	402,82%	-68,50%	74,60%	-
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	949	-363	365	71	317	150	5,22%	-1,30%	1,48%	1,44%	3,80%	-138,20%	-200,68%	-13,18%	110,86%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	-53	2339	46	0	0	0	-0,29%	8,38%	0,19%	0,00%	0,00%	-	-	-	-
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	897	1.976	411	71	317	150	4,93%	7,09%	1,67%	1,44%	3,80%	120,43%	-79,19%	-22,93%	110,86%
Dividendos (40%)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-	-	-	-
Retencion Utilidades	897	1.976	411	71	317	150	4,93%	7,09%	1,67%	1,44%	3,80%	120,43%	-79,19%	-22,93%	110,86%

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

Anexo 4. Razones Financieras

INDICADORES FINANCIEROS	2017	2018	2019	mar-20	2020	mar-21
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	8.851	13.221	12.135	13.067	9.364	12.744
Liquidez	1,49	2,89	2,71	3,06	2,24	3,01
Prueba Ácida	1,49	2,89	2,71	3,05	2,24	3,01
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0,84	0,74	0,74	0,74	0,72	0,74
Pasivo / Patrimonio	5,15	2,85	2,78	2,78	2,63	2,87
Pasivo / Ventas	1,48	0,74	0,83	1,60	0,87	0,94
Apalancamiento	6,15	3,85	3,78	3,78	3,63	3,87
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	151	144	129	312	193	214
Días de Inventario	0	1	1	1	0	0
Días de Cuentas Por Pagar	82	35	52	54	44	35
Periodo de Conversión de Efectivo	69	110	78	260	149	179
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	4,43%	3,76%	19,34%	21,82%	20,75%	20,26%
Margen de Utilidad en Operaciones	-9,59%	-3,58%	8,77%	5,82%	9,18%	8,96%
EBITDA/Ventas	-8,71%	-2,80%	10,26%	6,28%	9,78%	9,58%
Utilidad Neta/Ventas	5,22%	-1,30%	1,48%	2,20%	1,44%	1,75%
ROE	18,18%	-5,04%	4,94%	3,83%	4,37%	5,34%
ROA	2,95%	-1,31%	1,31%	1,01%	1,20%	1,38%
Dupont						
Margen Neto	5,22%	-1,30%	1,48%	2,20%	1,44%	1,75%
Rotación Activo	0,57	1,01	0,88	0,46	0,83	0,79
Multiplicador de capital	6,15	3,85	3,78	3,78	3,63	3,87

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

Anexo 5. Tabla de Amortización (USD miles)

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
17/11/2018	\$57.368	\$22.947	\$80.315
17/2/2019	\$74.953	\$28.482	\$103.435
17/5/2019	\$114.887	\$41.359	\$156.246
17/8/2019	\$180.000	\$61.200	\$241.200
17/11/2019	\$180.000	\$57.600	\$237.600
17/2/2020	\$180.000	\$54.000	\$234.000
17/5/2020	\$180.000	\$50.400	\$230.400
17/8/2020	\$180.000	\$46.800	\$226.800
17/11/2020	\$180.000	\$43.200	\$223.200
17/2/2021	\$180.000	\$39.600	\$219.600
17/5/2021	\$180.000	\$36.000	\$216.000
17/8/2021	\$180.000	\$32.400	\$212.400
17/11/2021	\$180.000	\$28.800	\$208.800
17/2/2022	\$180.000	\$25.200	\$205.200
17/5/2022	\$180.000	\$21.600	\$201.600
17/8/2022	\$180.000	\$18.000	\$198.000
17/11/2022	\$180.000	\$14.400	\$194.400
17/2/2023	\$180.000	\$10.800	\$190.800
17/5/2023	\$180.000	\$7.200	\$187.200
17/8/2023	\$180.000	\$3.600	\$183.600
TOTAL	\$3.307.208	\$643.589	\$3.950.797

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

Anexo 6. Necesidades Operativas de Fondos (USD miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	3.301	776	2.269	2.314	2.360	2.384
		+ Clientes	8.842	11.782	10.906	11.124	11.347	11.460
		+ Inventarios	41	0	0	0	0	0
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	2.859	2.144	2.871	2.928	2.987	3.016
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	1.560	2.568	3.860	3.860	3.860	3.860
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	7.766	7.846	6.444	6.650	6.860	6.967
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-	1,03%	-17,87%	3,20%	3,16%	1,56%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	7.395	7.252	6.553	5.638	4.658	3.619
		+ Deudas largo plazo	2.658	1.582	2.307	2.041	1.756	1.451
		- Activos Inmovilizados	2.480	2.546	2.227	1.990	1.754	1.517
	F.M.	= Fondo de Maniobra	7.573	6.288	6.634	5.689	4.661	3.553
NOF-FM		193	1.557	-190	960	2.199	3.414	

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

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

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

Anexo 7. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

ETINAR S.A.	
mar-21	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	27.086
(-) Activos gravados	295
Subtotal Activos libres de gravamen	26.791
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	0
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considere el total autorizado como saldo en circulación.	1.979
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	74
Activos menos deducciones	24.738
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	19.790
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	10,00
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	13,50

Fuente: ETINAR S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 8. Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio	Desv.Estd	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES									
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	-0,9	0,60	1,53	-0,44
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	-7,8	-0,89	3,60	0,22
INDICADORES EXTERNOS									
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	3,10	0,06	1,92	-0,07
INDICADORES FISCALES									
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-5,52	-4,47	1,42	1,56
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-2,1	-3,52	2,85	1,20
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	18,01	14,09	2,15	0,31
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	45,91	32,17	9,03	0,65
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS									
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	45.649	37159,50	7.404,70	1,00
OTROS INDICADORES									
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	49,1	53,16	8,48	1,02
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	2.412,1	1057,10	685,65	-0,55

Fuente: World Economic Forum, B.M. Transparency International, The Economist Intelligence Unit, INEC, BCE, Ministerio de Finanzas.
Elaborado: Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A.