

Ecuador  
 Calificación inicial  
 2018

# Fideicomiso Primera Titularización de Flujos SANASANA - Valores VTC-SANA SANA

## Calificación

| Clase | Calif. Actual | Calif. Ant. | Último cambio |
|-------|---------------|-------------|---------------|
| A     | AAA           | NR          | NR            |

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

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

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

NR: No registra cambio de calificación  
 N/A: No aplica

### DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

*“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”*

### Principales participantes:

- **Originador:** Econofarm S.A.
- **Fiduciaria:** HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.
- **Agente Pagador:** HEIMDALTRUST, a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.
- **Estructurador Financiero:** Analytica Securities C.A. Casa de Valores.
- **Estructurador Legal:** Profilegal Compañía Limitada

**Punto de Equilibrio:** Un valor.

### Contactos:

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

Andrea Coronel  
 (5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

## Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA', para la serie en circulación del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos SanaSana.

**Calificación Local:** La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria, que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del Originador.

**Probabilidad alta de continuidad de negocio del Originador y del derecho de cobro titularizado:** Se estima que la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha es elevada y superior a su calificación de riesgo de crédito, que también se encuentra dentro de una escala alta de inversión. Este criterio se fundamenta en la trascendencia que tiene Corporación GPF en la economía nacional como generadora de empleo e impuestos; el posicionamiento de mercado del Grupo a nivel nacional, y la importancia de Econofarm S.A. dentro del Grupo. De forma similar, estimamos que la continuidad de uso de las tarjetas Visa, MasterCard, Diners y Discover en los locales SanaSana, a partir de lo cual se genera el derecho de cobro titularizado, es altamente probable mientras el Originador continúe como empresa en marcha.

**Estructura legal adecuada:** La calificación reconoce la prelación efectiva que otorga la estructura a los inversionistas, respecto al derecho titularizado, el cual es acreditado directamente por Interdin en las cuentas del Fideicomiso, independizando a la titularización de la voluntad de pago del Originador.

**Cobertura holgada de flujos a ingresar al Fideicomiso:** La cobertura respecto a los dividendos trimestrales por pagar se considera holgada en relación a la volatilidad histórica del derecho de cobro, lo que le permitiría al Fideicomiso cumplir con el servicio de esta deuda en tiempo y forma aun en escenarios elevados de estrés. Con información posterior a la fecha de corte del presente informe, la Fiduciaria indicó que se procedió con el pago del penúltimo cupón en enero-2019 y se realizó la primera provisión mensual para el último dividendo restante a pagarse en abril-2019.

**Bajo peso en relación al pasivo total del Originador:** El monto emitido representa un porcentaje bajo del pasivo del Originador y del Grupo al que pertenece, por lo cual se esperaría que, en un escenario de estrés financiero elevado, el Originador pueda negociar una reestructuración de sus pasivos, y al mismo tiempo continuar generando ventas, y por tanto el flujo requerido por la presente estructura para el pago de sus obligaciones.

**Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo:** La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Econofarm S.A. al Fideicomiso está definida en la escritura del Fideicomiso, donde se establece de manera expresa que la misma se producirá en el momento mismo en el que el Originador haya realizado la venta a sus clientes y estos hayan pagado el precio de compra mediante la utilización de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, momento en el cual, el dominio sobre dicho derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso.

**Contrapartes evaluadas positivamente:** BWR considera que las principales contrapartes de la transacción se encuentran capacitadas, y mantienen una infraestructura adecuada para cumplir las funciones a ellas encomendadas.



## Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de Econofarm, Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF y HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. en su orden, y su contenido es de responsabilidad de sus administradores. El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de constitución y Reglamento de Gestión del Fideicomiso de Titularización de Flujos SanaSana.
- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización.
- Información sobre el comportamiento histórico del derecho de cobro.
- Estados financieros del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos SanaSana de los períodos anuales 2014, 2015 y 2016 auditados por Moore Stephens, y de 2017 auditados por Acevedo & Asociados; ambas auditoras emiten una opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros mensuales directos del Fideicomiso a noviembre-2018. Información adicional relevante sobre la evolución del activo subyacente y la evolución del Fideicomiso a la fecha de corte.
- Estados financieros de Econofarm S.A. del 2014 y 2015 auditados por PricewaterhouseCoopers y estados financieros del 2016 y 2017 auditados por Deloitte & Touche. En todos los casos la opinión ha sido favorable. Los estados financieros auditados presentan una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros directos no auditados de Econofarm S.A. con corte noviembre-2018. Información adicional relevante solicitada al Originador a la fecha de corte.
- Estados financieros consolidados de Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF desde el 2014 al 2015, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y por Deloitte & Touche para los años, 2016 y 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

- Estados financieros directos del Grupo a noviembre-2018; información relevante de la Corporación GPF a la misma fecha de corte.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. Analizar información consolidada es de suma importancia para la Calificadora de Riesgos dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman de forma centralizada, a través de la administración corporativa del Grupo GPF. Las dos mayores empresas generadoras de flujos son Farcomed y Econofarm.

## Hechos Relevantes

### Código Orgánico Monetario y Financiero

El Código Orgánico Monetario y Financiero, publicado en septiembre-2014, estableció que las sociedades financieras, entre las que se encontraba Diners Club del Ecuador, debían optar por convertirse en bancos múltiples o bancos especializados, fusionarse con otras instituciones financieras, o liquidarse.

En cumplimiento a la disposición de la Junta General de Accionistas de Diners Club y luego de cumplir los procesos requeridos por el organismo de control para la transformación, la Superintendencia de Bancos mediante resolución No. SB-DLT-2017-420 del 30 de mayo de 2017, aprobó la conversión de Diners Club del Ecuador S.A. Sociedad Financiera a banco especializado en el segmento de consumo, el cambio de denominación a Banco Diners Club del Ecuador S.A., la reforma de estatutos y la autorización para el ejercicio de actividades financieras.

Conforme a lo establecido en el Código Orgánico y Financiero, INTERDIN se convirtió en una compañía de servicios auxiliares del sistema financiero. La resolución de conversión fue inscrita en el Registro Mercantil el 22 de febrero de 2017, por lo que a partir de dicha fecha, el control societario de la Compañía estará a cargo de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS), mientras que los servicios auxiliares relacionados con actividades financieras estarán bajo el control de la Superintendencia de Bancos.

### Adquisición del grupo GPF por parte de Socofar

Con fecha 24 de septiembre del 2018 se notificó a la Calificadora de Riesgos que la Corporación GPF solicitó las autorizaciones legales necesarias para la adquisición del 100% de sus acciones por parte de



SOCOFAR, grupo chileno líder en retail farmacéutico y propietario de la marca de farmacias Cruz Verde en Chile y Colombia. Socofar forma parte de la División de Salud del Grupo mexicano FEMSA. Esperan la aprobación por parte de la Superintendencia de Control y Poder de Mercado hasta el primer trimestre del 2019.

### Características y Evolución de la Emisión

El Fideicomiso de titularización se constituyó el 19 de noviembre de 2013 y el 03 de febrero del 2014 la Superintendencia de Compañías aprueba la oferta pública de los valores llamados "VTC-SANA SANA", por un monto hasta USD 12.5 MM, en una sola clase denominada "A".

Econofarm S.A. decidió originar el proceso de titularización con la finalidad de reestructurar sus pasivos y obtener capital de trabajo para financiar la adquisición de inventario.

El siguiente cuadro revela las principales características del título calificado.

|                                            | Clase A*        |
|--------------------------------------------|-----------------|
| Monto Autorizado (USD)                     | 12,500,000      |
| Saldo Insoluto (USD M)                     | 1,461,539       |
| Fecha Emisión                              | 14-abr-14       |
| Plazo (días)                               | 1,800 días      |
| Fecha Vencimiento                          | 14-abr-19       |
| Pago Capital e Interés                     | Trimestral      |
| Tasa Fija                                  | 7.25%           |
| Cálculo Intereses                          | 360/360         |
| Autorización Superintendencia de Compañías | Q.IMV.2014.0412 |
| Fecha autorización                         | 3-feb-14        |

\* La clase A se encuentra dividida en 10 series, cada una puede tener distinta fecha de emisión.

La clase A se encuentra dividida en diez series con características similares: A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10 con un monto máximo autorizado de USD 1.25MM por cada una. Los valores se emiten de manera desmaterializada.

El 14 de abril de 2014 se realizó la colocación de la totalidad de las series que conforman la clase A, por lo que toda la clase tiene la misma fecha de emisión.

Para efectos del cálculo de los intereses a pagarse a los inversionistas, así como los plazos de pago de cada dividendo, se toma la forma 30/360 que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago de la emisión provendrá principalmente del derecho de cobro titularizado, el cual se explica en párrafos posteriores.

A la fecha de corte han transcurrido 56 meses desde la fecha de emisión, y se han pagado en tiempo y forma dieciocho dividendos trimestrales de capital e interés (de un total de veinte) de todas las series que componen la clase A.

### Fondos Disponibles e Inversiones

Con corte noviembre-2018, el Fideicomiso mantiene depósitos a la vista por USD 62M, que están depositados en Produbanco, institución calificada localmente en AAA-. Adicionalmente mantiene depósitos a corto plazo por USD 569M en Banco Internacional y Banco de Guayaquil, entidades calificadas en AAA- en escala local. El perfil de estas instituciones y su corto plazo hacen que el riesgo de contraparte sea muy bajo.

De estos recursos, USD 500M corresponden a la provisión acumulada para el pago del próximo dividendo de la clase A, que se realizará en enero-2019, y USD 68M se encuentran destinados al Depósito en Garantía, cuyo objetivo es cubrir desfases leves del flujo proyectado. Por último, USD 62M debe destinarse a la devolución diaria de flujos que se realiza luego del corte de este informe.

Según confirmación de la Fiduciaria, con información posterior a la fecha de corte del presente informe, se procedió con el pago del penúltimo cupón en el mes de enero-2019 y el 07 de enero se realizó la primera provisión de USD 62M que corresponde a un doceavo semanal del dividendo siguiente a vencer en abril-2019.

### Análisis de la Titularización

#### Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Econofarm S.A. al Fideicomiso está definida en la escritura del mismo, donde se establece que esta se producirá en el momento mismo en el que el Originador haya realizado la venta a sus clientes y estos hayan pagado el precio de compra mediante la utilización de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, momento en el cual, sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre dicho derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será este el único que



tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

El contrato también indica que, en caso de que Interdin, por cualquier motivo, dejare de ser la operadora o adquirente de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, y dicha labor la asumiera otra operadora o adquirente, el derecho de cobro titularizado se entenderá que es el derecho personal o de crédito que tiene el Originador de cobrar a la nueva operadora o adquirente, con la cual el Originador suscriba el contrato respectivo, el valor pagado por los clientes de las Farmacias SanaSana, por medio de las tarjetas de crédito MasterCard, Diners, Visa y Discover, en concepto de precio de los productos y servicios adquiridos en las Farmacias SanaSana.

Cumpliendo con lo que establece el contrato del Fideicomiso, en diciembre-2013 el Originador notificó a Interdin y este aceptó por escrito, irrevocablemente, que los flujos procedentes de la recaudación del derecho de cobro titularizado serán depositados en la cuenta corriente del Fideicomiso en Produbanco.

El hecho que los flujos recaudados ingresen directamente en el Fideicomiso, hace que la estructura no se encuentre ligada a la voluntad de pago del Originador.

La emisión representa un bajo porcentaje del pasivo total de Econofarm, lo que permitirá que en un escenario de estrés elevado, la empresa pueda negociar con otros acreedores una reestructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio y reflejando por ende la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de Econofarm. El peso agregado de esta titularización representa únicamente 1.6% de las obligaciones financieras totales de la Corporación GPF.

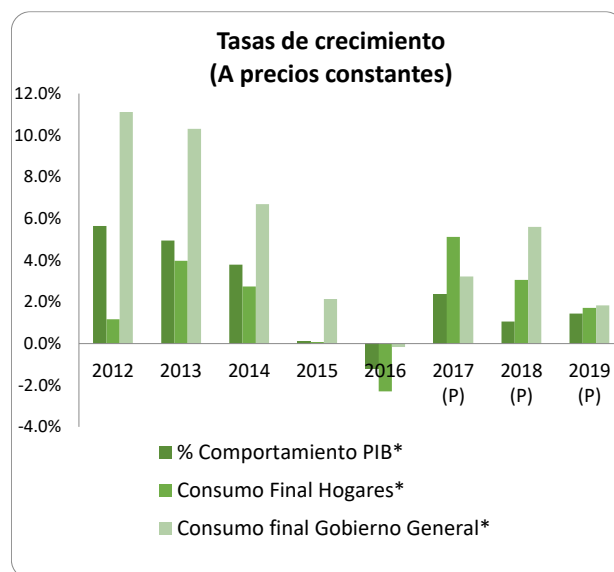
Por último, el Originador ha otorgado una fianza solidaria para el pago de los pasivos con inversionistas. La fiduciaria deberá informar al Originador en caso de que, siete días hábiles antes de la fecha de cada pago, exista insuficiencia de recursos para dicho pago y por ende de la imposibilidad de completar la provisión. El Originador deberá proveer al Fideicomiso, con al menos tres días hábiles antes del vencimiento de cualquiera de los dividendos de los valores en circulación, de los recursos que se requiera para completar el monto a pagar.

En el informe de la calificación inicial, disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com), se encuentra un resumen de las principales características de esta estructura.

## Entorno Macroeconómico y Riesgo de la Industria del Originador

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares mantuvo una variación positiva del 5.1% y se espera que crezca un 3.7% en 2018.

Gráfico 1



\*PIB y consumo a precios constantes

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

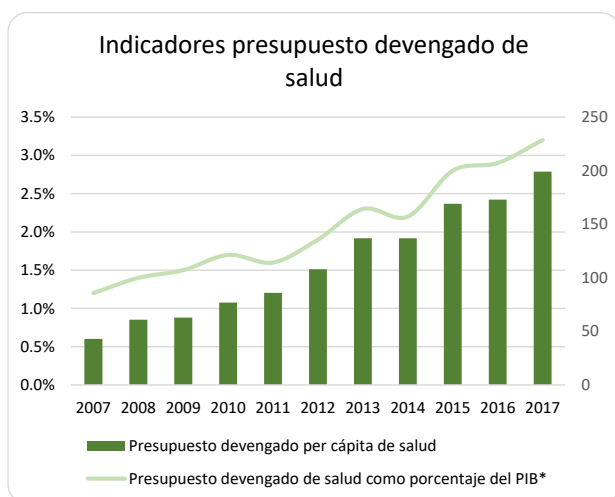
En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2018 la última estimación del Banco Central es un modesto crecimiento de 1.06% en términos constantes, debido a las medidas de austeridad que se deberán tomar para reducir el déficit fiscal global que a finales de año representaría un 4.1% del PIB. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.4%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2018 de 1%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 1.1%, seguido de un 0.7% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado. En el tercer trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 1.4%.

El sector de la Salud en el Ecuador está considerado por el Plan Nacional de Desarrollo Toda una Vida como eje fundamental del desarrollo y bienestar. Como parte de esta estrategia, el Estado diseñó e implementó el Modelo de Atención Integral de Salud con enfoque Familiar, Comunitario e Intercultural (MAIS-FCI) que se orienta en garantizar el derecho a la salud para toda la población, con un enfoque comunitario, familiar, pluricultural y de género, basado en la estrategia de Atención Primaria de Salud (APS).

Durante los últimos diez años, el gasto público en salud respecto al PIB ecuatoriano ha registrado una tendencia creciente, de 1.2% en 2007 a 3.2% en 2017, lo cual se ha visto reflejado en el aumento de la infraestructura y equipamiento médico. Esto ha contribuido al aumento de la atención médica y de servicios de salud. El actual Gobierno tiene como objetivo mejorar la atención oportuna y de calidad para toda la población.

**Gráfico 2**



\*PIB a precios corrientes

Fuente: Sistema Integrado de Conocimiento y Estadística Social

Elaboración: BWR

Entre las principales metas del Gobierno al 2021<sup>1</sup> respecto a los servicios de salud se encuentran:

- Mejorar el tiempo de respuesta en atención integral de emergencias desde 0:13:27 a 0:10:53 minutos.

- Mejorar el tiempo de respuesta en emergencias para gestión sanitaria desde 0:09:29 a 0:08:40 minutos.
- Incrementar la tasa de profesionales de la salud de 25.1 a 34.8 por cada 10 000 habitantes.

Desde el 2015 el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) ha implementado un plan intensivo de nueva infraestructura hospitalaria, que abarcó catorce construcciones a nivel nacional y su equipamiento con tecnología de punta, con una inversión de casi USD 700 millones.<sup>2</sup> La mayoría de las inversiones se completaron en 2017. Además desde el 2014, el IESS debe brindar sus servicios a cónyuges e hijos de todos los afiliados.

La Ministra de Salud indicó en el Simposio Internacional sobre Financiamiento de Salud que el Estado ha invertido alrededor de USD 3.028MM para la compra de medicamentos y cerca de 1.004MM en infraestructura sanitaria desde el 2008 al 2018.<sup>3</sup> Con corte noviembre-2018, un 15.8% del total de la canasta básica es destinado al cuidado de la salud.

La industria farmacéutica conforma al grupo de empresas que se dedican al desarrollo y producción de medicinas enfocadas a la prevención y tratamiento de enfermedades. Este mercado genera ocho mil plazas de trabajo directas y veinte mil fuentes de trabajo de manera indirecta. El mercado farmacéutico en Ecuador está dividido en sector privado cuyos medicamentos se venden en farmacias, clínicas privadas y cadenas farmacéuticas y uno de manejo público que se abastece mediante compras públicas de fármacos.

Cabe señalar que las cadenas farmacéuticas tienen diversificación de sus ventas entre medicamentos básicos, de uso continuo, eventual, y en algunos casos además artículos de bazar, lo que permite a las comercializadoras equilibrar el crecimiento de ventas y los márgenes.

El sector público representa, en promedio, aproximadamente el 40% de las ventas locales de los laboratorios nacionales. Actualmente existen 338 laboratorios farmacéuticos, sin embargo, pocas

<sup>1</sup>[http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL\\_0K.compressed1.pdf](http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_0K.compressed1.pdf)

<sup>2</sup>[https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias?p\\_p\\_id=101\\_INSTANCE\\_3dH2\\_2&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_col\\_id=column-2&p\\_p\\_col\\_count=4&\\_101\\_INSTANCE\\_3dH2\\_struts\\_action=%2Fasset\\_publish\\_er%2Fview\\_content&\\_101\\_INSTANCE\\_3dH2\\_assetEntryId=7778875&\\_101\\_I](https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias?p_p_id=101_INSTANCE_3dH2_2&p_p_lifecycle=0&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=4&_101_INSTANCE_3dH2_struts_action=%2Fasset_publish_er%2Fview_content&_101_INSTANCE_3dH2_assetEntryId=7778875&_101_I)

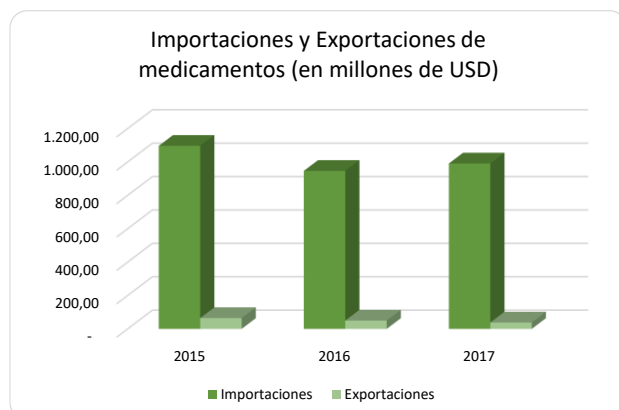
<sup>3</sup><https://www.salud.gob.ec/el-ministerio-de-salud-publica-fortalece-la-sostenibilidad-financiera-del-sector-sanitario-en-el-pais/>



compañías manejan una participación de mercado importante.<sup>4</sup>

El sector farmacéutico ecuatoriano es estructuralmente importador, incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados. En la discusión de la mesa sectorial de Química, Farmacéutica, Productos de Aseo y Cosméticos realizada en agosto-2017, se señaló que la balanza comercial del sector farmacéutico es altamente negativa y que se debe trabajar en el acceso de los productos elaborados en el Ecuador en mercados externos. De las peticiones realizadas por el sector privado se pueden destacar la solicitud a los entes reguladores de garantizar la calidad de los productos, eliminación de los aranceles para materias primas importadas y estabilidad normativa y jurídica.<sup>5</sup>

Gráfico 3



Fuente: Trade Map  
Elaboración: BWR

El 10 de mayo del 2018, se suscribió el Acuerdo Productivo Nacional entre varios entes del Estado y empresas farmacéuticas privadas que pretende fomentar la producción y creación de medicamentos en el país mediante el aumento de la capacidad instalada y la mejora de la calidad de los procesos de manufactura de medicamentos.<sup>6</sup> Con este acuerdo se pretende dar incentivos arancelarios para materias primas e insumos pues actualmente los fabricantes de medicamentos pagan un arancel por la importación de materia prima y equipos, mientras que los medicamentos importados no pagan aranceles.

El desafío del sector farmacéutico ecuatoriano se centra en el incremento de la capacidad instalada,

la mejora en tecnología, buenas prácticas de manufactura y el desarrollo de productos de calidad que cumplan estándares nacionales e internacionales. Esperamos que la firma del Acuerdo Comercial con la Unión Europea incentive a la industria farmacéutica a importar maquinaria que genere una industria más eficiente.

Además al ser una industria especialmente vigilada por la importancia de los productos farmacéuticos para la salud poblacional, debe encontrarse atenta a cualquier cambio normativo para así minimizar riesgos y contingentes de los entes reguladores. Actualmente existen controles específicos en cuanto a registros sanitarios, regulación de precios, promoción y publicidad y permisos de funcionamiento.

La venta de medicinas se encuentra regulada por las disposiciones de la Ley de Producción, Importación, Comercialización y Expendio de Medicamentos de Uso Humano, la Ley Orgánica de Salud y el Reglamento de Control y Funcionamiento de Establecimientos Farmacéuticos, normas que establecen los procesos y precios de venta al consumidor de los medicamentos que son establecidos por el Consejo Nacional de Fijación y Revisión de Precios de los Medicamentos de Uso y Consumo Humano.

En julio del 2015, se emitió el nuevo Reglamento para la fijación de precios de medicamentos que se presenta en tres regímenes: a) Regulado: medicamentos que se consideran estratégicos, b) Liberado: aquellos productos que no se consideran estratégicos, cuyo precio deberá ser notificado a la autoridad en forma semestral; y c) Fijación Directa: que se aplicará en casos de incumplimiento de alguno de los anteriores. Este reglamento entró en vigencia el 8 de abril del 2016.

La Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA) mediante Resolución No.- ARCSA-DE-007-2017-JCGO publicada en el Registro Oficial el 24 de mayo del 2017 emitió la normativa técnica sanitaria para regular, controlar y vigilar la autorización y la emisión del permiso de funcionamiento para distribuidoras farmacéuticas, casas de representación de medicamentos y

<sup>4</sup> <http://farma.ebizor.com/ecuador-como-productor-farmaceutico/>

<sup>5</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/importaciones-sector-farmaceutico-supera-exportaciones.html>

<sup>6</sup> [http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=news\\_use\\_r\\_view&id=2818836776](http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=news_use_r_view&id=2818836776)

laboratorios farmacéuticos<sup>7</sup>. La normativa señala que toda distribuidora farmacéutica deberá:

- Contar con un responsable técnico.
- Cumplir con Normas de Buenas Prácticas de Almacenamiento, Distribución y Transporte y que las instalaciones cuenten con condiciones óptimas para los medicamentos.
- En el caso de laboratorios farmacéuticos se debe contar con un Director Técnico, de profesión Químico Farmacéutico o Bioquímico Farmacéutico.
- Queda prohibido dentro de los establecimientos farmacéuticos la instalación de cualquier tipo de consultorio médico, odontológico, obstétrico, psicológico, y laboratorios químicos. Además no se podrá aplicar tratamientos o toma de muestras.

En cuanto a la publicidad y promoción, ningún producto sujeto a venta bajo prescripción médica puede ser publicitado en medios de comunicación, mientras que los productos de venta libre no deberán afectar a los derechos del consumidor, por lo que debe ser publicidad no engañosa, que no cause miedo, que no sea desleal y que no incentive su uso indiscriminado.

En 2017, el mercado farmacéutico ecuatoriano alcanzó los USD 1.469MM lo que significó un crecimiento de 6.34% frente a 2016. El precio promedio de los medicamentos también sufrió un incremento de 3.35%, a pesar de lo cual el precio promedio de los medicamentos se mantiene un 13.6% por debajo del precio promedio de Latinoamérica.<sup>8</sup>

Los laboratorios farmacéuticos distribuyen sus productos principalmente a través de distribuidores y tan solo un 30% de sus ingresos se generan por venta directa. En el país actualmente funcionan 5734 farmacias: 2747 en la región Costa, 2609 en la Sierra, 345 en el Oriente, 25 en Galápagos y 8 en zonas no delimitadas geográficamente. Estas farmacias se encuentran concentradas en tres grupos grandes, dado que en los últimos años las farmacias pequeñas se han reducido significativamente, y se han incrementado las que forman parte de las cadenas, especialmente bajo la modalidad de franquicia.

A partir de esta realidad, el sector comenzó a ser regulado a través de la Superintendencia de Control de Poder de Mercado (SCPM) la cual expidió el “Manual de Buenas Prácticas del mercado farmacéutico”, que tiene la intención de favorecer al negocio independiente.

El sector farmacéutico ha mostrado históricamente menor sensibilidad que otras industrias en épocas de recesión económica, por tratarse de bienes de primera necesidad, de forma que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos.

No obstante, la alta competencia entre las distintas farmacias y las regulaciones de precios generan presión en los márgenes de utilidad. Adicionalmente, esto impulsa a las grandes cadenas a aplicar distintas estrategias de precio o diferenciación para mantener e incrementar la lealtad de sus clientes.

## **Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador**

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere de un análisis de la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen del mismo. Partiendo de este análisis se realiza una valoración del riesgo de la titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales de Econofarm, como Originador del presente proceso de Titularización.

La calificación de continuidad del negocio de Econofarm S.A. es consistente con la calificación otorgada a esta titularización, y es más alta que su calificación de riesgo de crédito, la misma que también se encuentra en una escala alta de inversión. Este análisis incorpora la probabilidad de que el Originador continúe como empresa en marcha, aun en un escenario de estrés elevado, donde tuviera que reestructurar otras deudas de su balance.

La calificación de continuidad del negocio se fundamenta en la madurez y presencia de mercado que tienen Farcomed y Econofarm S.A. a través de las marcas que comercializan, “Fybica” y “SanaSana”, en el respaldo financiero que ambas compañías representan para la Corporación Grupo Fybica (GPF) al ser las mayores generadoras de

<sup>7</sup> [http://www.pbplaw.com/arcsa-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmaceuticos/#\\_ftn1](http://www.pbplaw.com/arcsa-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmaceuticos/#_ftn1)

<sup>8</sup> IMS, 2017.



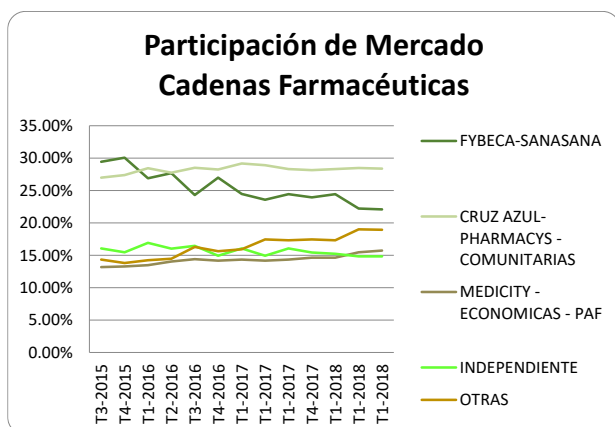
flujo (75% del EBITDA) y su trascendencia para la economía nacional como una fuente importante de empleo e impuestos. La calificación se sustenta en la capacidad de la empresa y del Grupo de generar flujos operativos importantes y consistentes.

Corporación GPF emplea a 4,334 colaboradores, de los cuales 1,273 pertenecen a Farcomed y 2,268 a Econofarm S.A. (datos a noviembre-2018). La Compañía a la fecha de elaboración del presente informe no mantiene Comité de Empresa.

El Grupo tiene una importante presencia con su red comercial de farmacias, conformada por 603 locales a nivel nacional, de los cuales el 78% pertenecen a la red "SanaSana", 16% a Fybica y el 5% restante a la marca OkiDoki.

En cuanto al posicionamiento en el mercado, como se mencionó, los participantes principales son tres cadenas representativas. El 50.48% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos más grandes del país, Corporación GPF con 22.09% de participación y Difare con el 28.39%, incluyendo a la línea de farmacias económicas que son parte de cada grupo.

Gráfico 4



Fuente: Econofarm  
Elaboración: BWR

Farmaenlace es el tercer grupo importante del sector, y es la que gana participación en los dos últimos años. El 15.2% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

La competencia es agresiva en servicios, precios y promociones, en especial entre los tres miembros mayoritarios del mercado. En ese sentido, el Grupo GPF procura desarrollar ventajas competitivas que sean poco asequibles a sus competidores directos con el fin de mantener su posicionamiento. Se desenvuelven en un mercado donde las principales empresas del Grupo son líderes, tienen un importante posicionamiento y trayectoria, lo que

les permite consolidar ventajas diferenciales sobre sus competidores.

La alta competencia del mercado farmacéutico, especialmente entre las grandes cadenas de comercialización, ha implicado la necesidad de una mayor inversión en infraestructura y el desarrollo de nuevas ventajas competitivas. En ese sentido, como parte de las decisiones estratégicas de la Corporación se emprendió el proyecto "Mundo Vanguardista", que tiene como enfoque dotar a la Corporación de soluciones tecnológicas para la optimización de sus procesos, y que ha requerido inversiones significativas por parte del Grupo desde el 2014.

Desde el año 2015, el Grupo utiliza un sistema de planificación de recursos empresariales (ERP) desarrollado por la empresa Oracle, que apoya al área financiera, comercial y de compras y permite el acceso a información confiable, precisa y oportuna además otorga la posibilidad de compartir datos entre todos los componentes de la Organización. Es importante mencionar que el cambio de ERP, le generó varios problemas operacionales que afectaron sus ingresos operativos del 2015 y 2016. A la fecha de corte, estas debilidades en el sistema han sido solventadas en su mayoría.

La Corporación en julio del 2016 puso en marcha la implementación de una nueva infraestructura física y de sistemas para la administración de inventario, que incluye tecnología robotizada para los procesos de recepción y despacho, los cuales están conectados con los procesos de monitoreo de inventario y requerimientos de compra. En 2017, el CLA logró estabilizar sus operaciones logrando incrementar la productividad diaria, el número de pedidos y un control exhaustivo de sus inventarios. Una segunda fase que consiste en implementar aplicativos en los puntos de venta se realizará en el 2018 y 2019.

En 2016 la Corporación adquirió un crédito con el Internacional Finance Corporation (IFC) por USD 18.5 MM a un plazo de ocho años y con dos años de gracia (USD 15MM con tasa de interés fija y 3.5MM con tasa de interés variable). Este contrato mantiene algunas condiciones que GPF debe cumplir, entre las que se encuentran:

- Mantener un indicador de Deuda Financiera/ EBITDA menor o igual a 3.0 veces para el 2017 y 2018 y de 2.5 veces para el 2019.
- Mantener un ratio de cobertura de deuda mayor o igual a 1.2 veces.

- c) Mantener un índice de liquidez ajustado mayor o igual a 1.4 veces.
- d) Se podrán repartir dividendos cuando el indicador Deuda Financiera/ EBITDA alcance las 2 veces.

El IFC acordó una concesión de excepción a la primera cláusula que estuvo en incumplimiento para el 2017 y 2018 y la Corporación se encuentra a la espera de la aceptación de la modificación de esta cláusula para 2019 pues espera un indicador EBITDA/ Deuda Financiera de 3.5 veces.

La liquidez del Grupo ha sido limitada en los períodos analizados, debido a que las decisiones de inversión requirieron importantes recursos. Adicionalmente, el pago de impuestos bajo el esquema de impuesto mínimo genera una carga pesada cuando existen niveles bajos de generación.

Si bien el nivel de liquidez del sistema financiero y de la economía en general se ha contraído, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por la trayectoria y posición del emisor y del Grupo en su industria y en el país.

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

La administración está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

## Riesgo de continuidad del derecho de cobro titularizado

La generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá en el futuro tanto de la continuidad del negocio del Originador como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza en los párrafos siguientes.

Mientras el Originador se mantenga en marcha, la generación del derecho de cobro titularizado dependerá principalmente de la evolución de la utilización de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard, Diners y Discover, como medio de pago en las farmacias SanaSana.

Si bien la participación de esta forma de pago es baja en comparación a las ventas en efectivo, mantiene una tendencia a incrementarse, y de eliminarse tendría un efecto negativo en la experiencia del cliente y el nivel de ventas.

Por los motivos expuestos y tomando en cuenta que la emisión se cancelará totalmente en abril 2019

consideramos que la continuidad de las ventas con tarjeta de crédito es altamente probable.

## Ventas y Flujos Históricos

Econofarm S.A. forma parte del holding empresarial Corporación GPF que se conformó jurídicamente en el año 2010, período a partir del cual se empezó también a consolidar información financiera. El Grupo se encuentra conformado por Farcomed (farmacias Fybeca), Econofarm S.A. (farmacias SanaSana), Tiecone (tiendas OkiDoki), Farmaliadas S.A., Farmagestión, Terraplaza, Abefarm S.A. ABF y Provefarma.

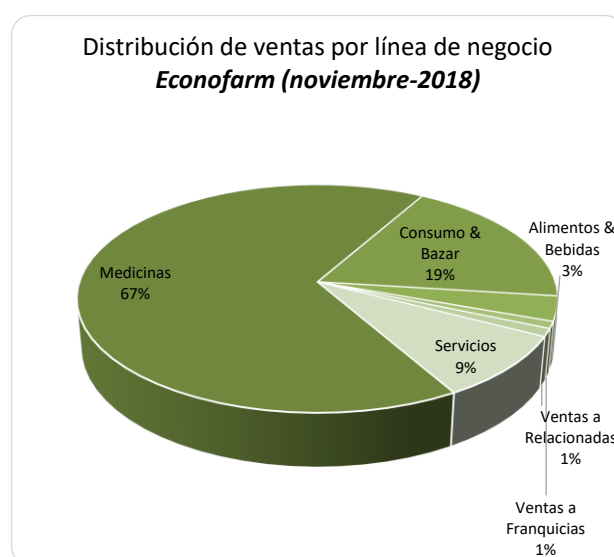
Econofarm S.A. fue constituida en enero del año 2000, con el objetivo de realizar la comercialización tanto de medicinas y productos de consumo masivo para atender a un nuevo segmento de mercado, a través de las farmacias SanaSana.

El 67% de las ventas de Econofarm S.A. provienen de la comercialización de medicinas, el 19% se origina de la venta de artículos de consumo, bazar y el 15% corresponde a la venta de alimentos y bebidas, ventas a relacionadas, ventas a franquicias y servicios.

La estructura de las ventas en Farcomed y Econofarm S.A. es similar, aunque en Econofarm S.A. existe una mayor participación del segmento de medicinas por su esquema de ventas al mostrador, a diferencia de Farcomed que actualmente opera como un autoservicio.

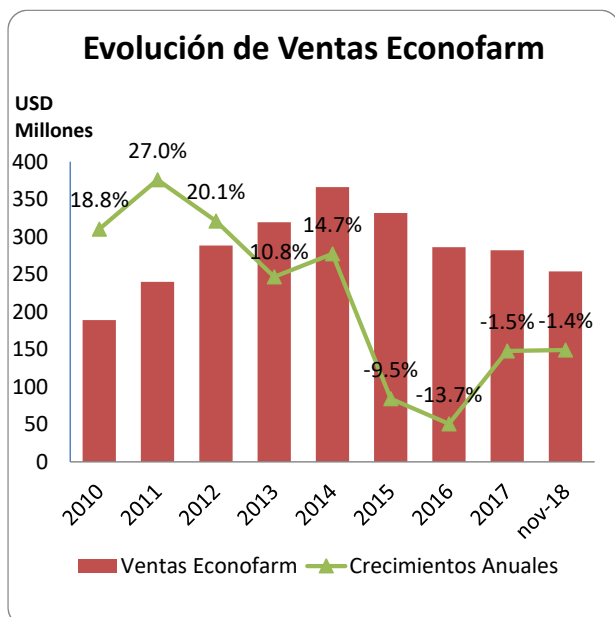
Las ventas muestran una baja estacionalidad, registrándose en promedio entre el 51% y el 52% de las mismas en el segundo semestre de cada año.

**Gráfico 5**



Fuente: Econofarm S.A.  
 Elaboración: BWR

Gráfico 6



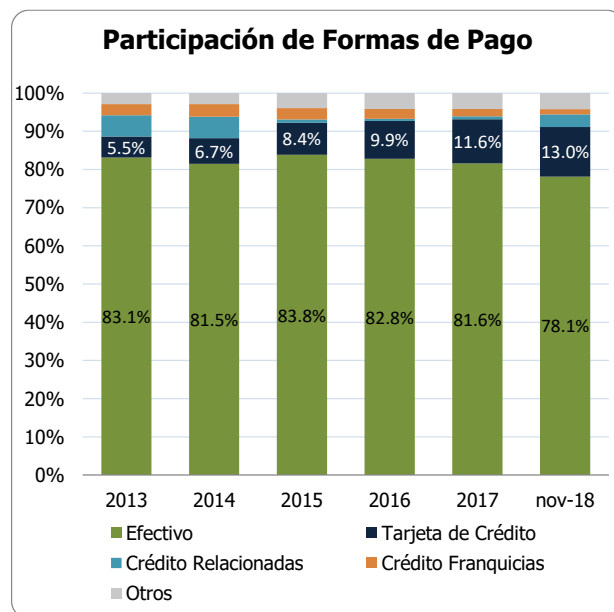
Crecimiento noviembre-2018 calculado interanualmente  
 Fuente: Econofarm S.A.  
 Elaboración: BWR

Corporación GPF, con sus principales filiales, han sido empresas que históricamente han mostrado una generación operativa positiva y un margen a nivel corporativo relativamente estable, que es característico de su negocio. Sin embargo, tanto el emisor como el Grupo sufrieron un decrecimiento de sus ingresos operativos. En el caso de la Corporación GPF, estos decrecieron un 11.9% en 2015, 14.4% en 2016 y 1.1% en 2017.

En cuanto a las ventas del emisor, estas decrecieron un 9.5% en 2015, 13.7% en 2016 y 1.5% en 2017. Además de la desaceleración económica, desde el año 2015, la Corporación puso en marcha la ejecución del proyecto tecnológico denominado "Mundo Vanguardista", explicado en párrafos anteriores, mediante el cual se realizó el cambio de ERP y se inició la construcción del centro de logística avanzada (CLA) que generó varios problemas operativos que al momento se encuentran solucionados en su mayor parte.

A la fecha de corte (noviembre-2018) observamos un decrecimiento anual de los ingresos operativos del emisor de 1.4%.

Gráfico 7



Fuente: Econofarm S.A.  
 Elaboración: BWR

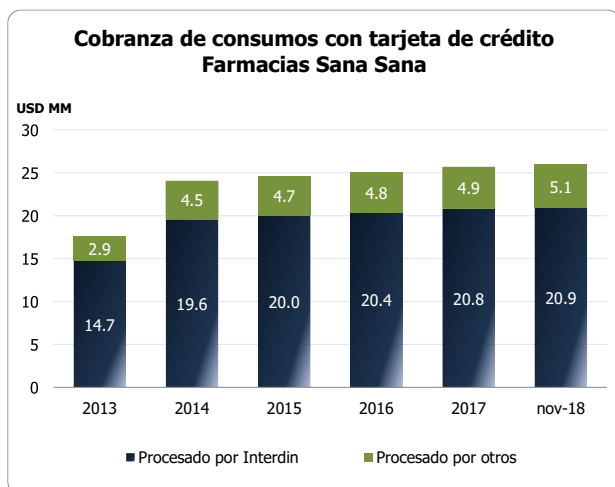
La mayoría de las ventas de Econofarm S.A. se realizan en efectivo, en línea con la característica del segmento al que atiende. No obstante, las compras con tarjetas de crédito muestran una tendencia a incrementarse a lo largo de los años.

## Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

Econofarm S.A. mantiene desde marzo-2011 un Contrato Mercantil de Afiliación de Establecimientos y Adquirencia, mediante el cual la Compañía se compromete a consignar directamente a Interdin las ventas realizadas con las tarjetas de crédito Diners Club, Visa y MasterCard, por medios automatizados. La tarjeta Discover, emitida por Interdin también se maneja a través del mismo convenio.

El derecho de cobro a Interdin que se genera por este concepto representa cerca del 80% del flujo recaudado por consumos con tarjeta de crédito en las Farmacias SanaSana. Dicho derecho de cobro es el que se encuentra comprometido para esta titularización.

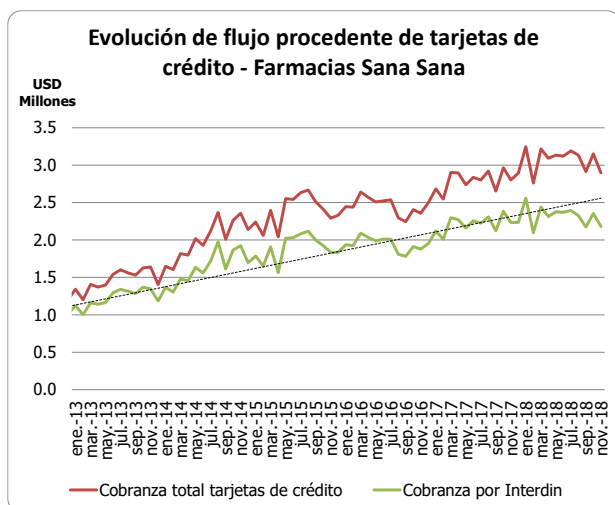
**Gráfico 8**



Nota: Flujo recibido neto de comisiones y retenciones  
 Fuente: Econofarm. Elaboración: BWR

La información correspondiente a los consumos con tarjeta habientes se envía diariamente a Interdin por medios electrónicos, y el pago es acreditado en una cuenta a la vista de Econofarm S.A. en un plazo de dos días hábiles para consumos bajo la modalidad corriente, y de hasta 15 días para los consumos diferidos.

**Gráfico 9**



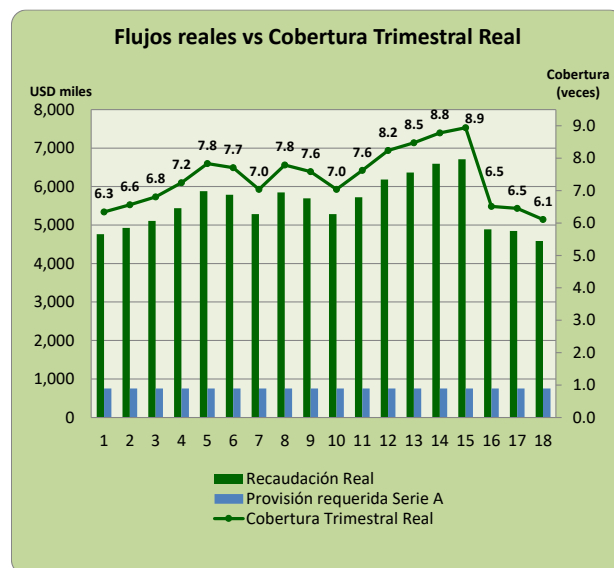
Nota: Flujo recibido neto de comisiones y retenciones.  
 Fuente: Econofarm  
 Elaboración: BWR

Como se aprecia en el cuadro anterior, la evolución del derecho de cobro titularizado mantiene una tendencia histórica positiva. Con corte noviembre-2018 el monto procesado por Interdin representó el 80.5% de las ventas con tarjeta de crédito de Econofarm.

El derecho de cobro se ha incrementado en el tiempo, como se indicó en párrafos anteriores, por lo que la cobertura a los dividendos trimestrales

muestra una tendencia histórica positiva, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 10**



Fuente: Econofarm  
 Elaboración: BWR

Si bien la cobertura trimestral varía en función de la estacionalidad propia de las ventas de Econofarm, esta se encuentra en niveles muy holgados frente a la volatilidad normal del derecho de cobro. Esto ha permitido que la estructura reciba flujos suficientes para el pago de los valores, aun si el derecho de cobro se redujera significativamente.

Por último, el exceso de flujos existente en los últimos 13 meses desde la emisión cubre en 24.51 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (3.51%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal.

## Gastos proyectados del Fideicomiso

La estructura establece un fondo rotativo por un monto de USD 10,000, con el objeto de cubrir los gastos mensuales proyectados del Fideicomiso.

Dicho fondo se repondrá a partir de los flujos que ingresen al fideicomiso y si por cualquier causa no fuera posible reponerlo de esa manera, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado mediante carta, a la que adjuntará la liquidación de los gastos a realizarse con el fondo rotativo.

Los gastos proyectados no son significativos respecto al volumen de flujos que ingresará a la titularización.



### POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Fecha de corte           | nov-18 |
| Activo ajustado (USD MM) | 73,315 |
| Activo Total (USD MM)    | 96,580 |

| nov-18    |                                                                   |                                       |                     |                                 |
|-----------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| Prelación | Descripción                                                       | Pasivo + conting. tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
| 1         | Pasivos tributarios, empleados e IESS.                            | 5,455                                 | 5,455               | 13.44                           |
| 2         | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 11,778                                | 17,233              | 4.25                            |
| 3         | Deuda sin garantía específica de balance                          | 74,335                                | 91,568              | 0.80                            |
|           | <b>Total</b>                                                      | <b>91,568</b>                         | <b>91,568</b>       | <b>0.80</b>                     |

Fuente: Estados financieros de Econofarm. Elaboración: BWR

El cuadro anterior clasifica a los pasivos del emisor en función del grado de prelación que estos tendrían en caso de liquidación. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 0.8 veces con los activos ajustados.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 80% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Del 20% restante, el 42% es activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Por último, de acuerdo a la certificación suscrita por el Originador, el monto emitido se encuentra dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen. La Compañía mantiene USD 297M como activos pignorados.

### HEIMDALTRUST Administrador de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria)

La Fiduciaria HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (anteriormente denominada HOLDUNTRUST y previamente UNIFIDA S.A.), actúa como Agente de Manejo de la presente titularización. Su escritura pública se protocolizó ante el Notario Trigésimo Cuarto del cantón Quito el 17 de junio de 2008, y fue inscrita en el Registro Mercantil el 4 de julio de 2008. Su objetivo le faculta a actuar como agente de manejo en procesos de titularización, entre otras actividades autorizadas al amparo de la Ley de Mercado de Valores.

El 4 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de la Fiduciaria, anteriormente llamada UNIFIDA, se transfieren a la compañía neozelandesa HOLDUN INVESTMENT PARTNERS LTD y el 14 de agosto del mismo año se inscribe en el Registro Mercantil la reforma a los estatutos la compañía, cambiando su denominación a HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

El 15 de febrero de 2016, HOLDUN TRUST adquirió la totalidad de las acciones de Integra S.A. Administradora del Fideicomiso INTEGRASA. Por la fusión por absorción se actualiza el RUC, se nombra un nuevo Gerente General, se cambia de denominación a HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., se aumenta el capital y se reforma y codifica el estatuto social.

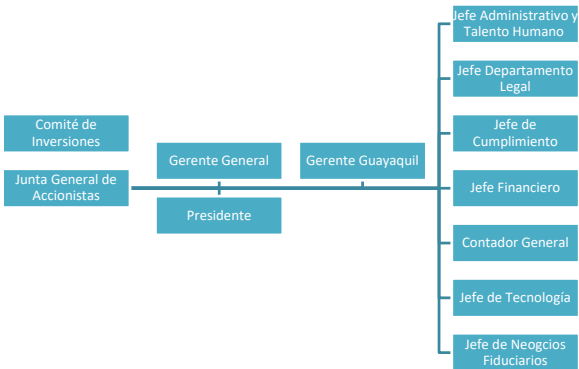
El Gerente General actual, Álvaro Pólit, asumió su cargo en 2016; anteriormente se desempeñaba como Jefe Legal de la Empresa.

Los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos.

La fiduciaria administra la información mediante el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios magnéticos y semanalmente se almacena en el casillero de seguridad de un banco local.

En nuestro criterio, HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

A continuación se expone el organigrama resumido de la Compañía:



Fuente: HEIMDALTRUST Administrador de Fondos y Fideicomisos S.A.  
Elaboración: BWR

Posicionamiento del Valor en el Mercado,  
Presencia Bursátil, Liquidez de los  
Valores

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

La presente titularización es la primera incursión del Originador en el mercado de valores, aunque su empresa relacionada, Farcomed ha originado una titularización de flujos y un programa de papel comercial.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado valores del proceso de titularización analizado en mercado secundario.

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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.