

Ecuador
Segundo seguimiento

Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A.

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AA-	AA	dic-2018

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.

Definición de la Calificación:

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

Resumen Financiero

(USD Millones)	2018	abr-19
Activos	115.4	113.2
Ventas	95.7	31.2
Margen EBITDA (%)	4.70%	8.07%
ROE (%)*	2.11%	13.08%
Deuda / capitalización	49.83%	48.24%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.10	0.45
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.26	0.11
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	8.24	4.81
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	34.23	7.46

*Indicador anualizado para abril-2019

Fuente: Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A.

Elaboración BWR

Contactos:

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

Verónica Molina, MBA IP
(5932) 226 9767 ext. 110
jmolina@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación del Segundo Programa de Papel Comercial de Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A. que se analiza en el presente informe, en "AA-". El signo que acompaña la calificación no refleja una tendencia sino una posición relativa dentro de la misma categoría.

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

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: KUBIEC S.A. es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías; mantiene una adecuada diversificación por líneas de negocio. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

Generación operativa volátil, influenciada por factores externos: El desempeño operativo de KUBIEC se encuentra correlacionado con el entorno económico ecuatoriano, que en los últimos años se ha visto afectado, así como de las variaciones en el precio del acero, que genera volatilidad en su margen bruto. La empresa espera conseguir una recuperación de su margen bruto y de las ventas a partir de 2019, gracias a su gestión y al mejor costo promedio de su principal materia prima.

Endeudamiento importante en relación con la generación: Si bien se aprecia una importante recuperación del EBITDA frente al 2018, la compañía requerirá financiar mayores requerimientos de capital de trabajo y las inversiones de capital proyectadas. Se espera que la relación entre deuda financiera y EBITDA mejore pero se mantenga sobre las 5 veces, lo cual ubica a la Compañía en una posición desfavorable en comparación a otras empresas calificadas por BankWatch en niveles similares. La calificación considera la expectativa de que el endeudamiento en relación a la generación mantenga la tendencia a reducirse gracias a mayores ventas, una recuperación del margen bruto y mayores eficiencias operativas.

Liquidez fluctuante, en función del ciclo económico del negocio: Si bien hay una recuperación en la gestión operativa del emisor para 2019, se requerirá de nuevo financiamiento para poder cubrir la totalidad de sus inversiones de largo plazo. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la imagen y la posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras. Adicionalmente, se indica como hecho subsecuente que el emisor ha confirmado el acceso a un financiamiento de largo plazo que cubriría la mayoría de las necesidades de flujo del año.

La perspectiva de la calificación es estable, y toma en cuenta una recuperación parcial para abr-2019, y expectativas de mejora del flujo desde 2019. La calificación podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, la relación entre el endeudamiento y la generación operativa no mostrará la tendencia a decrecer esperada.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Segundo Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00005514
Fecha de Aprobación SCVS	26-jun-18
Monto Programa	10,000,000
Monto en circulación	10,000,000
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Fecha Vencimiento:	15-jun-20
Pago del capital	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Destino de la emisión	Se utilizará el 100% de los recursos captados para capital de trabajo, específicamente para el pago de proveedores, costos de producción, nómina, impuestos, contribuciones, y otros gastos operacionales.
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Analytica Securities C.A Casa de Valores
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALLE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A

De conformidad con la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los recursos que se capten a través de la emisión de obligaciones a corto plazo no podrán destinarse a la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de: grupos financieros o económicos, compañías de seguros privados o sociedades o empresas mercantiles, que estén vinculadas con el emisor; ni podrán destinarse a cancelar pasivos con personas naturales o jurídicas vinculadas con el emisor.

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

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La economía ecuatoriana en 2018 creció a un ritmo menor que el año precedente; la previsión de crecimiento del PIB para 2019, de acuerdo al BCE es de 0.2% (corregido a jun-2019). De acuerdo al BCE, el crecimiento del PIB en 2018 fue de 1.4%, mostrando una desaceleración frente a 2017 (2.4%).

A abril 2019, la previsión de crecimiento del FMI para el país es: -0.5% para 2019 y 0.2% para 2020. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.9% para 2019.

Bajo este escenario, para 2019 la economía va a desacelerarse, pues el ajuste fiscal continuará y es poco probable que sea compensado con inversión privada. Adicionalmente, la pérdida de competitividad no se va a revertir rápidamente.

La demanda interna se ha contraído, pues el consumo de los hogares, que creció 2.7% en 2018 (fue 3.7% en 2017) y representa el 49.3% del PIB por el enfoque del gasto, evidencia una menor propensión a adquirir bienes y servicios. Dado que la inflación es negativa, la variación en el poder adquisitivo de la población se explica por el nivel de empleo; de acuerdo a estadísticas del INEN el nivel de empleo y empleo no adecuado muestran una evolución negativa a mar-2019, pues el empleo cayó a 37.9% (fue 41.1% en mar-2018).

Adicionalmente, en 2018 la economía ecuatoriana registro un déficit en cuenta corriente de USD1,358MM, que refleja la necesidad de reformas para devolver competitividad al sector productivo. Uno de los factores que explican este déficit es el aumento en el servicio de la deuda por bonos soberanos (alrededor de USD 500MM).

El 11 de marzo de 2019 fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional¹, el convenio firmado con Ecuador por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de bancos multilaterales. El objetivo de este convenio es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años.

De acuerdo a las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un crecimiento del 1.3% en el 2018 y se acercará al 0.6% para el año 2019. La industria metalmeccánica

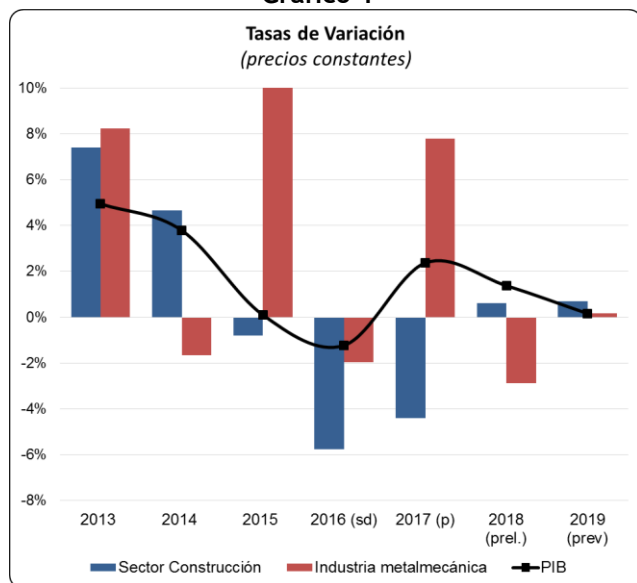
¹ <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>



representa el 11.6% del PIB manufacturero y el 0.76% del PIB general, en 2018.

La sub-industria metalmeccánica es uno de los principales componentes de la industria manufacturera y de la economía ecuatoriana en general por su contribución como insumo; con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo. Se estima que esta sub-industria genera alrededor de 80M empleos directos y 400M indirectos.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: BWR

(sd) semi-definitivo

(p) provisional

(prel.) preliminar por sumatoria de trimestres

(prev) previsión

El desarrollo del sector metalmeccánico en Ecuador ha sido históricamente un componente estratégico para promover la producción nacional y depender en menor medida de las importaciones de materia prima y producto terminado; este sector mantiene una balanza comercial deficitaria. Las exportaciones promedio de esta sub-industria llegaron a USD 330MM anuales.

Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector metalmeccánico tiene alto potencial de sustitución de insumos: un 80% de bienes de capital importados, un 30% de los productos derivados del metal y un 23% en los metales comunes importados. Una mayor inversión en tecnología, incremento de la demanda local, entre otros factores, podrían consolidar el mercado nacional y así disminuir las importaciones y mejorar la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales

e internacionales.²

De acuerdo a Fedimetal existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero a escala nacional. No obstante, seis empresas controlan la gran mayoría del mercado. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima para el sector agrícola, constructor, alimenticio, hidroeléctrico, maderero y textil.

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

Además, la industria depende en gran proporción del precio del acero, el mismo que tuvo una tendencia al alza hasta septiembre-2018, influenciada por la tensión entre las relaciones comerciales de Estados Unidos y China. Para 2019 y 2020 se prevé que el precio del acero en bobinas laminadas, que se usa como materia prima para varios productos de acero, se estabilice alrededor de USD 554, lo que representa una reducción frente a los 2 años precedentes.

De acuerdo a Fedimetal, la producción latinoamericana de acero laminado ha incrementado interanualmente un 3% a octubre-2018³. En lo que respecta a Ecuador, la producción total en toneladas tuvo un incremento del 4% en relación a octubre-2017 y la exportación de productos de acero fue 44% superior, considerando productos largos, planos, tubos sin costura y terminados.

Con respecto a la construcción, esta se ha visto afectada no solo por la fluctuación del precio del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública y el deterioro del entorno operativo. El subsector de la construcción decreció en los últimos años, y se espera que el crecimiento de esta industria vaya de la mano con el desempeño de la economía en los próximos años.

Cabe mencionar que el Ministerio de Comercio Exterior mediante Registro Oficial 482 del 7 de mayo de 2019, resolvió someter a vigilancia a los embarques de hierro y acero durante un período de doce meses. Para ello, los importadores de estas materias primas deberán contar con cierta documentación que deberá ser presentada de

²

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

³

<http://fedimetal.com.ec/federacion-ecuatoriana-de-industrias-del-metal/informacion-actualizada/>



acuerdo a la sub partida arancelaria que le corresponda.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A. se constituyó en Quito en el año 1995, y se dedica al diseño, fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y productos derivados para la construcción.

KUBIEC S.A. es una compañía importante en el mercado de cubiertas, perfiles, canales, correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente, la misma cuenta con tres plantas industriales en: Quito, Guayaquil y el cantón Nobol, en Guayas. Tiene sucursales de distribución en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala.

La planta de Nobol inició sus operaciones a mediados del 2014, y permitió ampliar la gama de productos de cubiertas; además de aumentar la capacidad de producción en líneas de perfiles livianos y pesados.

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

A abr-2019, la nómina de KUBIEC S.A. comprende a 513 personas, distribuidas en áreas administrativas, producción, ventas; frente a dic-2018, la empresa registró un aumento de 18.75% en el número de trabajadores. Este aumento se debe principalmente a contratación temporal para un proyecto.

KUBIEC se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, que le otorga una fortaleza frente a sus competidores, además la empresa mantiene una importante flexibilidad en el desarrollo de productos. KUBIEC produce y comercializa diferentes productos de acero y relacionados a la construcción que se pueden agrupar según las líneas de negocio que se aprecian en el gráfico anterior.

La línea de cubiertas constituye la línea de negocio más importante, tanto en dólares como en toneladas, y consiste en la fabricación y comercialización de cubiertas que son utilizadas como materia prima para el desarrollo y ejecución de proyectos industriales y residenciales. Dentro de esta línea se comercializa el producto *kubiteja*, cuyas principales características son ser un producto térmico, acústico, hermético y muy duradero; en el nicho de este producto en particular, la Compañía es líder con una participación del 70% del nicho de mercado.

La segunda línea más importante incorpora productos como vigas, tubería gd (gran diámetro) y placas colaborantes. En general se observa que la Compañía mantiene una participación importante dentro su mercado objetivo, donde operan pocos competidores locales y está estrechamente relacionado a las fluctuaciones de precio internacional del acero y a las variaciones de crecimiento del sector ecuatoriano de la construcción.

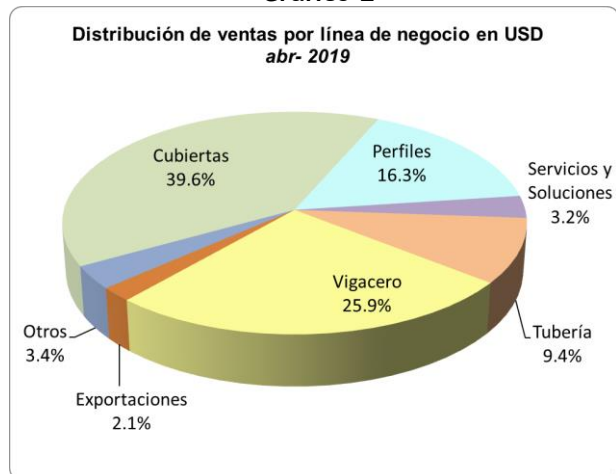
En tercer lugar por ventas se encuentra la línea de fabricación de perfiles de acero, para usos como soporte de paredes, cielo falso y canaletas. La Compañía mantiene un 15% de participación de mercado y compite con otras cinco empresas que conforman este nicho de mercado y que mantienen participaciones similares o mayores a la de KUBIEC.

Los segmentos con alto valor agregado, y consecuentemente con mejores márgenes, son principalmente aquellos que se comercializan en la línea de vigacero y ciertos productos de la línea de cubiertas.

El giro del negocio se desarrolla principalmente en el mercado ecuatoriano, que representa el 98% de las ventas de KUBIEC S.A. Sin embargo, la empresa realiza exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos; a abr-2019 el principal mercado de exportación ha sido Perú.

La comercialización de los productos se realiza principalmente a través de ventas directas (60%) mediante sus oficinas ubicadas en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, Ibarra y Machala. Un 20% se comercializa a través del contacto directo del área comercial con la contraparte de proyectos de infraestructura, un

Gráfico 2

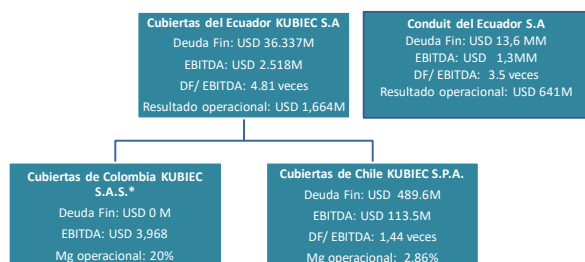


Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR

18% corresponde a ventas directas a distribuidores a nivel nacional y un 2% corresponde a ventas a sus relacionadas.

La capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta las principales líneas de negocio, es del 41%, por lo cual Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A. posee un potencial de crecimiento importante.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR con información a abril-2019
Información Colombia a diciembre-2018

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

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

En cuanto a la relación de KUBIEC S.A con CONDUIT, las dos empresas consolidan balances ya que instancias importantes de la administración se manejan de manera conjunta.

KUBIEC S.A. no posee acciones en CONDUIT ni viceversa.

KUBIEC mantiene una deuda financiera de corto plazo con su relacionada CONDUIT. De acuerdo con sus políticas internas, estas deudas son temporales y por tanto deben cancelarse antes del cierre de año.

De acuerdo al Informe Integral de Precios de Transferencia (IPT) de 2018, elaborado por Ernst & Young, las operaciones entre KUBIEC y CONDUIT cumplen con el principio de plena competencia.

Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza de forma individual aunque también se analiza la

fortaleza financiera de su participada, por los vínculos administrativos, estratégicos y comerciales existentes.

Finalmente, KUBIEC en 2018 invirtió en una empresa dedicada a la elaboración de paredes prefabricadas, y para el primer cuatrimestre de 2019, se convirtió en el socio mayoritario de una empresa enfocada en la construcción sustentable, aunque las inversiones no son materiales en relación con su activo total. La Administración detalla que no se realizarán nuevos desembolsos para estas dos inversiones en desarrollo, durante 2019.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A. es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Felipe Xavier Avellán Arteta	10,122	33.8%
Henry Javier Yandún Cárdenas	9,399	31.4%
Juan Daniel Kohn Topfer	2,492	8.3%
Otros menores al 10%	7,951	26.5%
TOTAL	29,965	100%

El patrimonio de KUBIEC S.A. a abr-2019 es de USD 38.99MM, y de este el 77% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades, la deuda financiera representa el 48.2% de la capitalización⁴ de la Compañía. A futuro se esperaría que dicha relación se mantenga debajo de 50%.

No existen políticas definidas en cuanto a la repartición de dividendos en la empresa; los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo. De acuerdo con la administración, se ha decidido la retención en la empresa de la totalidad de las utilidades de 2018.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de KUBIEC S.A. está conformada

⁴ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa considerable.

La empresa no cuenta con un Directorio formal, sin embargo, los miembros directores de la empresa CONDUIT DEL ECUADOR S.A., relacionada por accionariado y con quien mantiene una alianza estratégica, intervienen informalmente en el análisis y evaluación del desempeño de KUBIEC S.A. El Directorio de su relacionada cuenta con cinco directores principales y tres suplementes y se reúne bimensualmente.

El Gerente General de KUBIEC, Henry Yandún, es a su vez socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en negocios de materiales de acabados para la construcción, además de una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

Por otro lado, la plana gerencial de la Compañía ha sido estable y no muestra variaciones; muchos tienen cinco años o más de experiencia en la empresa.

Adicionalmente, KUBIEC cuenta con las certificaciones ISO 9001-2015 y OHSAS 18001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional para la ciudad de Quito.

La Compañía utiliza el aplicativo ERP Dinamycs AX para su gestión contable-financiera y control de la producción y comercialización. De igual manera, la empresa utiliza sistemas informáticos para la gestión de recursos humanos. De esta manera, KUBIEC genera información financiera oportuna, consistente y clara, que es auditada anualmente.

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

Algunas estrategias importantes de Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A. a corto y mediano plazo son:

- Ampliar su gama de productos manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.
- Buscar la utilización de la capacidad instalada de sus plantas.
- Adquisición de maquinaria que les permita optimizar sus procesos.
- Mejora del servicio en general del negocio a través de la optimización de procesos, capacitación del personal e incremento de productos y servicios alternativos.

KUBIEC con el fin de controlar y mejorar su

rentabilidad implementa estrategias tales como: mayor diversificación de productos y líneas de negocios que ofrezcan mayor valor agregado; mayor fuerza de ventas y apertura de nuevos centros de distribución para generar un mayor movimiento comercial; optimización de inventarios, y políticas más estrictas de financiación de clientes.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A., auditados a dic-2018 por Deloitte & Touche; y los estados financieros individuales de KUBIEC S.A., auditados por la firma Baker Tilly Ecuador para el 2013, por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. para el 2014, 2015 y 2016, y por la firma Deloitte & Touche para el 2017 y 2018. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte abril de 2019.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2019 y 2020, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

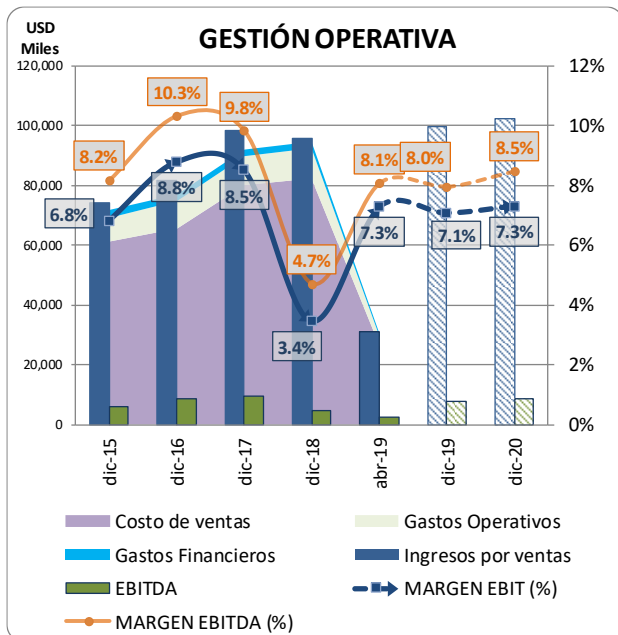
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor.

Gestión Operativa y Tendencias

Al ser KUBIEC una empresa manufacturera de partes y componentes de acero, enfocada en el mercado de la construcción, su nivel de ventas mantiene una correlación importante con la dinámica de dicho sector.

A dic-2018, los ingresos por ventas y servicios de KUBIEC mostraron una reducción del 2.6% en comparación a 2017, por efecto del precio, pues en toneladas, el nivel de ventas se mantuvo. En 2018, la empresa fortaleció su fuerza de ventas para hacer frente al entorno operativo, lo que ayudó a que la contracción en ingresos operativos a dic-2018 fuera menor a la esperada originalmente (-2.9%).

Gráfico 3



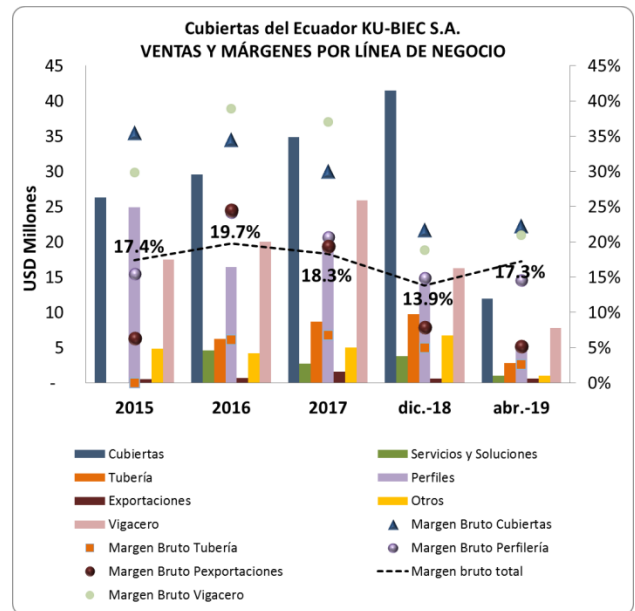
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Para 2019, esperamos que el emisor consiga un crecimiento de alrededor de 4%, gracias a contratos importantes que ya ha negociado a la fecha y que se reflejan solo parcialmente a la fecha de corte.

Por su parte, el costo de ventas creció durante 2018 en 2.7%, debido al peso y variabilidad en el precio de su principal insumo (bobinas de acero) y la mayor presión competitiva, lo que explica la caída en el margen bruto. Frente a la coyuntura económica local, en un mercado con demanda limitada, un traspaso inmediato de las variaciones en el precio de la materia prima al consumidor final puede afectar las ventas y/o su participación de mercado, por lo cual los resultados se ven afectados en el corto plazo.

En 2019 el precio de la bobina de acero se mantiene estable en un rango inferior al observado en 2018, y los futuros sobre este se están negociando a la baja hasta 2020 (15 meses), lo cual se reflejará en una recuperación del margen bruto, que también se beneficiará de las estrategias comerciales aplicadas.

Gráfico 4

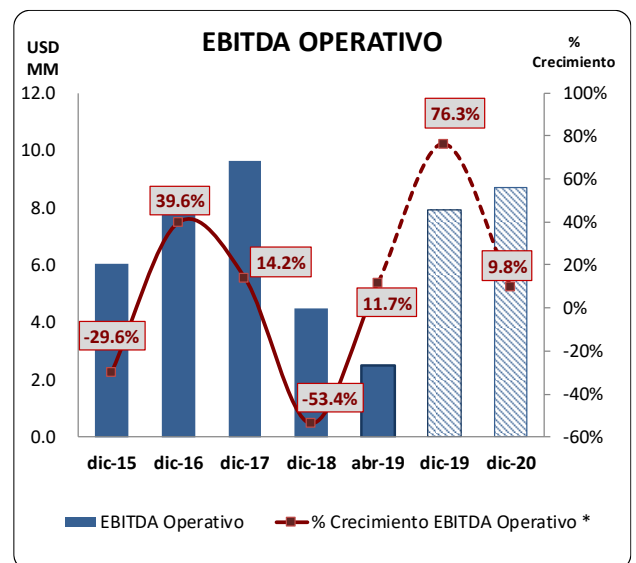


Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR.

*Margen de las líneas de negocio no incluye otros costos (variación del costo estándar, fletes, y otros) que no han sido repartidos mediante un sistema de costeo.

A dic-2018 los gastos operativos absorben el 10.4% de los ingresos por ventas y servicios; proporción que cae al 10% para abr-2019. En nuestras proyecciones consideramos una relación de 9.9% en 2019 y 9.7% en 2020, gracias a los esfuerzos de reducción de gastos y mayor eficiencia por economías de escala.

Gráfico 5



Fuente: Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

*Indicador anualizado a abril-2019

KUBIEC es una empresa con capacidad generadora de flujos operativos, cuyo EBITDA varía en función del comportamiento del precio de su principal



materia prima y de las ventas.

A abr-2019, el EBITDA tiende a recuperarse. Las proyecciones analizadas y sensibilizadas consideran que la empresa podría llegar en 2019 y 2020 a un EBITDA de USD 7.9MM y USD 8.7MM, respectivamente.

El margen EBITDA se ha presionado en los últimos años, debido al momento económico del país (en 2016 fue 10.33%, de 9.83% en 2017 y de 4.7% en 2018), pero se espera que empiece a recuperarse a partir de 2019.

Cabe indicar que la Compañía mantiene un contrato de inversión firmado con el Estado mediante el cual a cambio de inversiones que la empresa ya ha sido realizado, podría mantener una tasa constante del 22% hasta el 2030, a pesar de reformas tributarias que se den en un futuro.

Por último, el resultado neto del emisor se ha mantenido positivo aunque en 2018 se contrajo de forma importante por los hechos explicados anteriormente. En 2019 se espera que este muestre la misma tendencia favorable que el EBITDA.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19
Total Activo Corriente	56%	58%	59%	53%	50%
Fondos Disponibles	1%	1%	1%	0%	0%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	17%	22%	19%	17%	18%
Inventarios Neto	32%	29%	31%	30%	26%
Otras cuentas por cobrar	1%	3%	1%	1%	0%
Gastos anticipados	5%	3%	6%	5%	5%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	44%	42%	41%	47%	50%
Propiedad, planta y equipo	40%	39%	38%	41%	44%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades de inversión	1%	1%	1%	2%	3%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	2%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	1%
Cuentas por cobrar a LP	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19
Total Pasivo Corriente	50%	51%	52%	53%	50%
Deuda Financiera CP	22%	13%	19%	20%	19%
Deuda Comercial	20%	21%	23%	25%	24%
Otros Pasivos CP	8%	17%	11%	8%	7%
Total Pasivo LP	12%	12%	13%	14%	16%
Deuda Financiera LP	10%	10%	10%	12%	13%
Otros pasivos LP	1%	2%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	38%	37%	35%	32%	34%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	99%	100%

Fuente: Cubiertas del Ecuador KUBIEC S.A.
Elaboración: BWR.

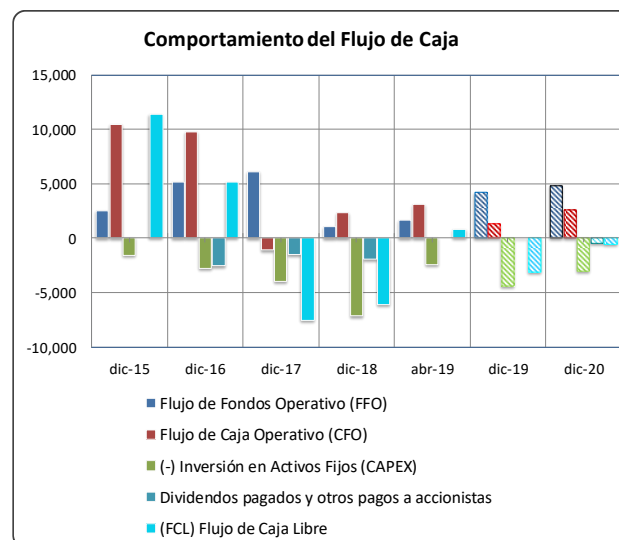
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Tradicionalmente, KUBIEC ha generado flujos de fondos y operativos positivos. El Flujo de Fondos Operativo (FFO) se ha mantenido positivo en todos los períodos analizados, mientras que el Flujo de Caja Operativo (CFO) tiende a hacerse negativo en períodos de crecimiento, por las necesidades de capital de trabajo.

El CFO a dic-2018 y a abr-2019 es positivo; a dic-2018 se requiere de financiamiento adicional para el pago de dividendos, las inversiones en CAPEX y la inversión en activos intangibles, mientras que a abr-2019, la inversión en CAPEX e intangibles está cubierta y se consigue un flujo de caja libre positivo. Al cierre de 2019, ya con mayores requerimientos de capital de trabajo y CAPEX, se espera que se termine con un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo que sería financiado con nueva deuda financiera.

KUBIEC está enfocada en alcanzar nichos de mercados no satisfechos que demandan productos específicos y que son rentables. En consecuencia, para 2018, KUBIEC registró un nivel de inversiones de capital de USD 7.2MM, cifra mayor a los históricos recientes y a los originalmente proyectados. Adicionalmente la compañía tuvo la oportunidad de comprar maquinaria de una empresa en liquidación que impulsará la producción de productos de alto valor para mercados demandantes. De acuerdo a la proyección, para 2019 y 2020 se realizarán inversiones en CAPEX por USD 4.4MM y USD 3MM, respectivamente.

Gráfico 7

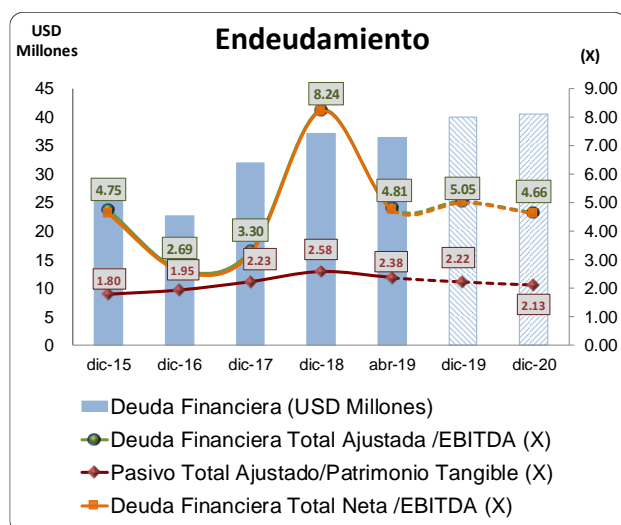


Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

KUBIEC a la fecha mantiene niveles de endeudamiento elevados en relación al EBITDA, y que tuvieron su pico en diciembre-2018. A abril-2019 esta relación ha bajado a 4.8 veces.

A futuro se esperaría que el endeudamiento en relación a la generación operativa siga manteniendo su tendencia a la baja aunque todavía en niveles que se consideran importantes. La metodología de análisis crediticio utilizada considera que en las empresas que son cíclicas a la economía se debe evaluar su comportamiento promedio a través del ciclo económico.

Gráfico 8



* Indicador de abril-2019 calculado con EBITDA anualizado
Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR

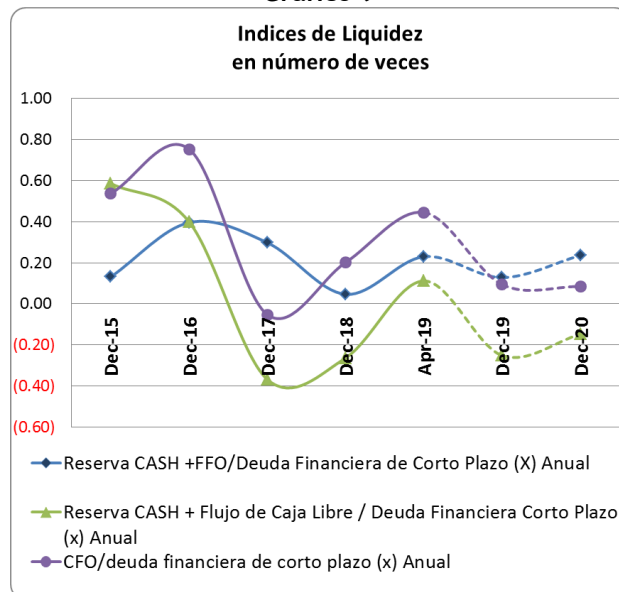
El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable. El nivel de deuda sobre capitalización a abr-2019 fue de 48.2%, lo que indica que la empresa mantiene un mayor apalancamiento, frente a sus históricos.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la liquidez de la empresa ha sido estrecha, especialmente en períodos de crecimiento. Como se dijo anteriormente, en 2018 la generación operativa se redujo y por tanto la liquidez se apretó.

De acuerdo a las proyecciones, se espera que el flujo continúe presionado por las necesidades de capital de trabajo, y de inversiones en CAPEX; por lo cual se espera que el flujo de caja libre de 2019 y 2020 sea negativo y por tanto se requiera más deuda financiera.

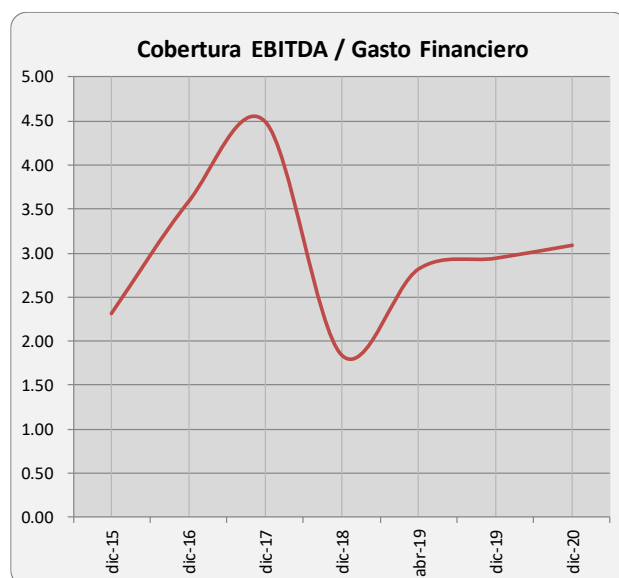
Gráfico 9



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR

En relación a la flexibilidad financiera de KUBIEC, medida por la cobertura de su gasto financiero con el EBITDA, esta se ha deteriorado desde su máximo histórico de 4.5 veces a dic-2017 aunque todavía se mantiene en niveles adecuados. Esperamos que para fines del 2019 y 2020 dicha relación mejore y se ubique por las 3 veces aproximadamente.

Gráfico 11



Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Al igual que en períodos anteriores, la estructura de la deuda financiera es fundamentalmente de corto plazo; a abr-2019, las obligaciones



financieras de corto plazo (incluye porción corriente de las deudas de largo plazo) del emisor representan el 58% del total de obligaciones financieras ajustadas.

A abr-2019, KUBIEC S.A. mantiene una deuda financiera por USD 1.2MM con su relacionada Conduit.

Finalmente, el riesgo de refinanciamiento de las deudas con instituciones bancarias se mitiga parcialmente por la imagen y posición de la empresa en el mercado, así como por las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

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

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

Fecha de corte	abr-19
Activo Ajustado (USD M)	105,409
Activo Total (USD M)	113,201

abr-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3,586	3,586	29.40
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	36,337	39,923	2.64
3era	Deuda sin garantía específica de balance	34,289	74,211	1.42
TOTAL		74,211	74,211	1.42

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.42 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

El papel comercial tiene garantía general, por tanto, está respaldado con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en

circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

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

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 50% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 50% restante representa principalmente activo fijo y propiedades de inversión, cuya capacidad de ser liquidados, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Resguardos del Papel Comercial

Dentro del contrato de emisión de la emisión del Segundo Programa de Papel Comercial Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del Emisor:
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I del Capítulo IV del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el



Consejo Nacional de Valores o la normativa que fuere aplicable.

Adicionalmente la estructura contempla una limitación al endeudamiento en la cual el emisor se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0.75 a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores. A la fecha de corte este indicador es de 0.66.

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

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

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
nov-18	24,342,354	14,338,458	1.70
dic-18	28,738,259	20,507,514	1.40
ene-19	25,415,194	17,076,644	1.49
feb-19	23,481,634	15,315,958	1.53
mar-19	24,567,172	16,675,699	1.47
abr-19	25,373,821	17,338,507	1.46
Promedio semestral			1.51

Fuente: Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A.
Elaboración: BWR

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

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

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

De acuerdo a la información de las Bolsas de Valores de Guayaquil y de Quito han existido movimientos bursátiles de la emisión analizada en este informe, cuyo detalle se presenta a continuación:

Fecha	# días negociados	# transacciones	monto negociado	# días bursátiles	presencia bursátil
nov-18	0	0	0	20	0.0%
dic-18	0	0	0	18	0.0%
ene-19	0	0	0	22	0.0%
feb-19	0	0	0	20	0.0%
mar-19	2	2	2,500,000	19	10.5%
abr-19	1	1	500,000	21	4.8%



KUBIEC S.A. (Miles de USD)							PROYECCIONES BWR	
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19	dic-19	dic-20
Resumen de Resultados								
Ventas	74,040	74,112	81,824	98,245	95,707	31,210	99,535	102,521
% crecimiento	2.9%	0.1%	10.4%	20.1%	-2.6%	1.5%	4.0%	3.0%
MARGEN BRUTO (%)	20.5%	17.4%	19.7%	18.3%	13.9%	17.3%	17.0%	17.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8,608	6,056	8,456	9,653	4,499	2,518	7,929	8,706
MARGEN EBITDA (%)	11.6%	8.2%	10.3%	9.8%	4.7%	8.1%	8.0%	8.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8,608	6,056	8,456	9,653	4,499	2,518	7,929	8,706
MARGEN EBITDAR (%)	11.6%	8.2%	10.3%	9.8%	4.7%	8.1%	8.0%	8.5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,712	5,049	7,192	8,350	3,297	2,269	7,036	7,485
MARGEN EBIT (%)	10.4%	6.8%	8.8%	8.5%	3.4%	7.3%	7.1%	7.3%
Gasto Financiero del período	-2,272	-2,621	-2,364	-2,147	-2,449	-894	-2,698	-2,820
Impuestos a la renta	-1,196	-886	-941	-1,407	-967	0	-1,000	-1,079
UTILIDAD NETA	4,734	3,777	4,272	4,839	798	1,664	3,547	3,825
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	741	937	753	1,252	155	493	400	400
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,690	15,016	21,139	21,308	19,431	19,908	16,538	18,224
Inventarios	30,500	28,810	27,908	34,065	34,700	29,749	34,776	35,688
Cuentas por Pagar Proveedores	11,362	18,388	20,423	25,036	28,317	27,702	25,137	25,761
Deuda Financiera Total	38,245	28,785	22,739	31,878	37,067	36,337	40,014	40,566
Otros Pasivos	9,354	8,419	17,981	14,250	12,675	10,174	10,470	11,579
Patrimonio	30,541	34,393	35,670	38,197	37,326	38,990	40,427	42,791
Patrimonio Tangible	27,409	30,860	31,422	31,896	30,247	31,198	33,993	36,639
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	8,608	6,056	8,456	9,653	4,499	2,518	7,929	8,706
(-) Gasto Financiero del período	-2,272	-2,621	-2,364	-2,147	-2,449	-894	-2,698	-2,820
(-) Impuesto a la renta del período	-1,196	-886	-941	-1,407	-967	0	-1,000	-1,079
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,140	2,549	5,152	6,099	1,083	1,624	4,231	4,807
(-) Variación Capital de Trabajo	-962	7,874	4,654	-7,180	1,277	1,521	-2,896	-2,226
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,178	10,424	9,806	-1,081	2,360	3,145	1,335	2,581
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	519	2,116	425	97	824	289	209	240
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-1	-21	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-227	436	440	-946	19	273	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,502	0	-2,500	-1,500	-1,955	0	0	-446
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-13,754	-1,541	-2,806	-3,963	-7,165	-2,402	-4,429	-3,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-64	-67	-146	-146	-227	-516	-227	73
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-11,850	11,367	5,198	-7,539	-6,144	789	-3,111	-552
Margen de Flujo de Caja Libre %	-16.0%	15.3%	6.4%	-7.7%	-6.4%	2.5%	-3.1%	-0.5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	9,377	-9,460	-6,046	9,138	5,189	-730	2,947	552
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,799	-1,711	663	-1,129	-202	279	410	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-4,272	197	-185	498	-1,096	338	245	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,013	741	937	753	1,252	155	155	400
Indicadores								
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.26	1.97	3.18	3.84	1.44	2.82	2.57	2.70
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.79	2.31	3.58	4.50	1.84	2.82	2.94	3.09
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.79	2.31	3.58	4.50	1.84	2.82	2.94	3.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.44	4.75	2.69	3.30	8.24	4.81	5.05	4.66
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.36	4.60	2.60	3.17	8.20	4.75	5.00	4.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	56%	46%	39%	45%	50%	48%	50%	49%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.22	0.13	0.40	0.30	0.05	0.23	0.18	0.23
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	0.54	0.75	(0.05)	0.10	0.45	0.06	0.12
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.50)	0.59	0.40	(0.37)	(0.26)	0.11	(0.13)	(0.03)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.58)	0.50	0.45	(0.42)	(0.27)	0.15	(0.11)	(0.03)



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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo con 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 con 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.