

Ecuador
Papel Comercial
3er. seguimiento

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último cambio
Papel Comercial 2017	NR	AAA	-

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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic.-16	dic.-17	may.-18
Activos	54.6	70.9	78.2
Ventas	76.7	90.3	42.8
Margen EBITDA (%)	18.19%	19.18%	26.74%
ROE (%) *	24.28%	32.50%	32.69%
Deuda / capitalización (%)	3.34%	11.19%	18.34%
CFO / Deuda Fin CP (X) *	35.27	13.82	3.78
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	25.84	4.83	-2.93
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	0.09	0.33	0.40
Deuda Financ. Total Ajustada / CFO (x) *	0.11	0.41	0.47

* Indicador anualizado para May-2018

Fuente: ZAIMELLA S.A.

Elaboración BWR

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 2922 426 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BWR decidió mantener la calificación de 'AAA' al programa de Papel Comercial que se analiza en el presente informe. De acuerdo a la Ley, la categoría 'AAA' corresponde a "los valores cuyos emisores y garantes que tienen una excelente capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general". La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación otorgada se fundamenta en la alta capacidad de pago que tiene la empresa, que proviene de su generación operativa con tendencia positiva y con buenas perspectivas a futuro; un sólido posicionamiento dentro de su sector; y un muy bajo nivel de endeudamiento. La calificación considera adicionalmente el corto plazo del programa de papel comercial calificado y la fortaleza de liquidez de la compañía.

Zaimella de Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana, que se dedica a la fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal y que tiene una importante trayectoria y participación dentro del mercado ecuatoriano. Sus líneas de negocio están conformadas principalmente por productos de uso básico, con marcas bien posicionadas y con pocas opciones de sustitución, por lo que esperamos que su demanda sea más estable que empresas de otros sectores, dentro del entorno económico actual. Adicionalmente, se considera positiva la diversificación de mercados de la empresa, a través de sus exportaciones a distintos países de la región y con posibilidad de crecimiento en el corto plazo. A su vez la estrategia de elaborar productos convenientes (mejor relación entre calidad y precio) puede representar una fortaleza en un entorno complicado económicamente.

La estrategia comercial de empresa alcanzó resultados positivos con tasas de crecimiento en ventas importantes, tanto en el 2017 y hasta mayo de 2018, tendencia que se mantendría hasta final del año, sustentada tanto en el mercado nacional y en un importante crecimiento de las exportaciones. El mayor crecimiento de las ventas y las mejoras en eficiencia operacional han sustentado un EBITDA con tendencia positiva.

Zaimella ha mantenido una generación operativa suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo y el pago de dividendos, lo que ha permitido conseguir sostenidamente un flujo de caja libre positivo. No obstante, en este año la empresa decidió incrementar la inversión en activos fijos tanto para ampliar su producción como para mejorar los niveles de eficiencia y ampliar su red de comercialización, a lo cual se suma también dividendos que apoyan las inversiones de los accionistas en las empresas relacionadas del exterior, razón por la cual el flujo generado por la empresa necesita el apoyo de deuda financiera. La deuda financiera se incrementa hasta mayo y se espera que se mantenga hasta final del año, no obstante, los niveles de endeudamiento se mantienen bajos, en comparación con su capacidad de generación.

La compañía posee un adecuado soporte patrimonial que se ha fortalecido con la capitalización de una parte importante de las utilidades de cada año.

En los últimos años el EBITDA ha cubierto ampliamente al gasto financiero lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera y es un reflejo también del



bajo nivel de endeudamiento, fortaleza que se mantiene hasta el momento a pesar del crecimiento de la deuda y se espera que se mantenga en el mediano plazo.

Vemos como un hecho positivo el que los ingresos por concepto de exportación, que son flujos que no son sensibles al riesgo país, son mayores a la totalidad de la deuda financiera de la empresa.

Con el respecto al riesgo de refinanciamiento la empresa mantiene una liquidez holgada que, junto a su generación hasta fin de año, le permitiría cubrir el total de la deuda financiera de corto plazo y sus requerimientos esperados de flujo, tanto operativo como de inversión. En los siguientes años esperamos que la liquidez se mantenga de igual manera holgada considerando la generación y el nivel de deuda proyectado.

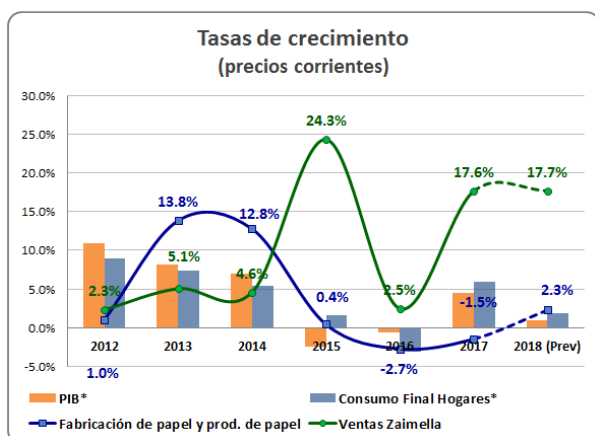


CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión Papel Comercial	
Número de seguimiento calificación:	Tercer Seguimiento
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
Monto Total Programa:	USD 4,000,000
Monto en Circulación:	USD 0,00
Número de Resolución:	No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.370
Fecha de aprobación:	10-feb-2017
Fecha Tope Programa:	31-ene-2019
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento
Garantía:	General
Destino de la emisión	Para capital de trabajo y compra de maquinaria de la compañía emisora consistente en: Hasta 70% en pago a proveedores del exterior y hasta 30% en pago a proveedores locales
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE, Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes **2017 y 2018 proyectado

La economía ecuatoriana en el año 2017 registró una recuperación económica del orden de 3% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones. Por otro lado, se sustenta en el crecimiento del consumo de los hogares y el consumo final del gobierno que mantuvieron una variación positiva del 4.9% y 3.8% respectivamente.

En términos de precios corrientes el crecimiento del PIB fue de 4.5% y el consumo de los hogares

habría alcanzado un crecimiento de 5.9%.

El Banco Central del Ecuador a la fecha de elaboración del presente informe no dispone de la previsión de crecimiento para el 2018 pues se encuentra a la espera de la aprobación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, para así poder incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 2%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% 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 precio internacional del petróleo y de los resultados de su programa de incentivos para el sector privado.

Si bien desde varias fuentes se tiene una mejor previsión de crecimiento para el 2018, no obstante la economía mantiene una alta dependencia del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos.

Hasta el momento estas dos condiciones se mantienen en niveles más altos que los de los dos años anteriores. Las condiciones de corto plazo del precio internacional son positivas debido a la expectativa de reactivación de la economía mundial y de algunas economías emergentes y a los inventarios internacionales contraídos frente al crecimiento moderado de la producción mundial, tanto de los países de la OPEP como de los demás productores. En cuanto al acceso al nuevo financiamiento los mercados internacionales hasta el momento han demandado con excedente las emisiones de deuda ofertadas.

Existen sectores económicos más afectados que otros, el segmento de fabricación de papel y productos de papel también muestra una sensibilidad importante las tendencias del PIB, pero mantiene tasas de crecimiento mayores, y en el 2017 ha mostrado una recuperación ligeramente mayor. Este sector tiene un comportamiento relacionado al consumo de hogares en general, del cual también se espera un mayor ritmo de crecimiento en comparación con los dos años anteriores, pero menor a sus históricos anteriores, como se observa en el gráfico anterior.



Zaimella del Ecuador S.A. pertenece específicamente al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. Este se considera que es uno de los que podrían mantener una demanda más estable y menor impacto, al comercializar productos que en su mayoría se consideran como de primera necesidad, además con un bajo nivel de sustitución.

El mercado de pañales para bebé en el Ecuador es maduro, aunque todavía crece a un ritmo mayor que el de la población ya que los hábitos de frecuencia de uso todavía permiten una ampliación de las ventas. Por su lado, el mercado de pañales de adulto ha crecido en los últimos años a tasas mayores que los pañales de bebé por el aumento de la población de tercera edad, y la tendencia de uso de estos para manejar los problemas de incontinencia.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y tres de ellas poseen el 84% de este mercado incluyendo a Zaimella como líder. En el segmento de pañales para adulto tres empresas tienen el 100% del mercado y Zaimella tiene también la mayor participación. Por su lado el mercado de higiene y cuidado personal es algo más diversificado al existir una gama de productos más variada y direccionada a distintos nichos de mercado.

La industria de pañales se encuentra en una etapa de madurez y existe una alta disputa entre competidores por lo que las estrategias en cuanto a precio y calidad son de gran importancia.

Al ser un producto de consumo masivo, con uso bastante específico, es importante la inversión en publicidad para posicionar la marca y diferenciar el producto de la competencia.

Aproximadamente un 50% de la materia prima está relacionado con el precio del petróleo y de otros *commodities*, como por ejemplo la celulosa y el ácido acrílico, por lo que sus precios dependerán de factores externos de oferta y demanda. Por otra parte, este sector es intensivo en uso de capital, considerando los procesos productivos, de renovación tecnológica y mantenimiento de las plantas. Esto genera altas barreras de entrada para nuevos competidores.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella de Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana, con una importante participación en el mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Zaimella se constituye en agosto de 1995 y se dedica a la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal. En el año 2001 se transforma en

sociedad anónima y compra a un importante competidor (Sanitex), a través del cual adquiere activos productivos y las marcas Pompis, Prudential y Maternity.

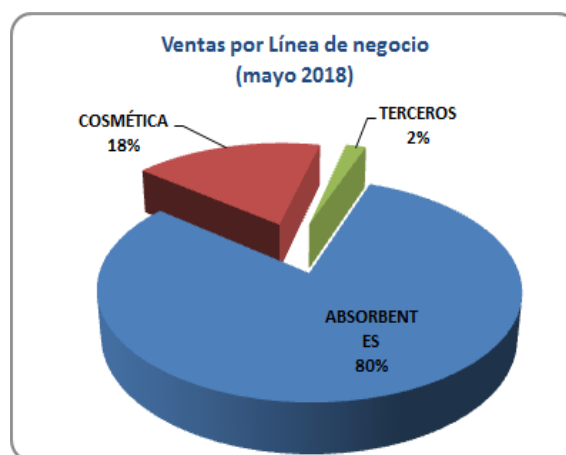
La empresa fortalece su mercado en varios países de Sudamérica, Centroamérica y el Caribe, aunque, la mayoría de sus ingresos continúan proviniendo del mercado ecuatoriano.

Los principales canales de distribución a nivel local que utiliza la empresa son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias. Adicionalmente cuenta con un operador logístico que distribuye a nivel nacional y tiene contratos con *pañaleras*, que son almacenes franquiciados especializados en la comercialización al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional y abarcan las siguientes categorías de productos: pañales desechables para bebés, pañales para la incontinencia, protectores femeninos para post parto, pañitos húmedos, papel higiénico húmedo y productos de cosmética e higiene infantil.

Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y pads absorbentes; la línea cosmética, que son principalmente productos de higiene personal y paños húmedos; y por último la línea de distribución de productos de terceros a los almacenes franquiciados (pañaleras).

Gráfico 2



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

Por línea de negocio, la división de absorbentes genera el 80% del total de ventas y a su vez la venta de pañales (para adultos y bebés) representa más del 90% de las ventas de esta división. Cabe mencionar que los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la compañía y que representan aproximadamente el 52% del total de ventas.



La línea de cosmética genera el 18% de las ventas y posee diferentes productos y marcas bien posicionadas. La marca *Para Mi Bebé* es la principal generadora de ingresos de esta división. Por su lado, la división de productos de terceros representa el 2% del total de ingresos de la compañía. Zaimella cuenta con una planta de producción en Amaguaña, donde se encuentran también sus oficinas administrativas. Además, la compañía posee una oficina comercial en Guayaquil y presencia de sus productos en todas las provincias del país. Por otro lado Zaimella ha adquirido varias máquinas especializadas para sus diferentes líneas de producción y se realizan inversiones anuales para mantenerse en línea con las innovaciones tecnológicas globales de la industria y mejorar la eficiencia de su producción.

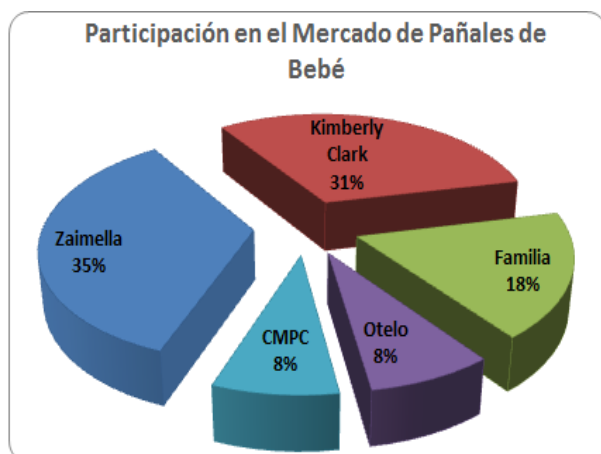
Es importante mencionar que la planta trabaja en alrededor de 60% de su capacidad instalada por lo que la empresa posee un potencial importante de crecimiento.

A la fecha de corte de información (may-2018), 481 personas trabajan en la compañía, con una estructura que refleja eficiencia y su característica de empresa productiva. El 58.63% pertenece al área de producción, 24.95% al área comercial y 16.42% al área administrativa. Zaimella no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

Zaimella es una de las empresas líderes de esta industria en Ecuador y particularmente en su principal producto como se muestra en el gráfico 3.

Además, la aplicación de la estrategia de la empresa le ha permitido que incrementar paulatinamente su participación frente a la competencia. En los últimos años y a may-2018 mantiene su posición de líder frente a sus competidores.

Gráfico 3



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

En el segmento de pañales de adulto la compañía también mantiene su posición de líder del mercado con un 69% de participación.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Zaimella del Ecuador S.A. no es parte de ningún grupo empresarial, aunque realiza operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

Los accionistas de la empresa tienen participación en Zaimella Venezuela, que compra y distribuye en dicho país la producción ecuatoriana.

Los accionistas son dueños de Cophaz empresa que posee las acciones de varias empresas:

-GEMAZ INTERNATIONAL INC., que desde el 29 de mayo cambió su domicilio a Costa Rica, cuyas acciones son 100% de Cophaz, dueña de las marcas que comercializa Zaimella.

- IMPEX OF DORAL INC., empresa domiciliada en Estados Unidos, que fabrica y compra pañales desechables, y los comercializa tanto en ese país como en otros del continente americano.

-Zaimella SAC que es una empresa domiciliada en Perú.

Adicionalmente, los accionistas mediante la empresa Cophaz Inc Panamá han establecido empresas en Bolivia y en República Dominicana, las cuales se encargarán de posicionar y distribuir algunos de sus productos.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Zaimella del Ecuador S.A. es una sociedad anónima con un patrimonio de USD 48.3MM, del cual el 48.7% corresponde a capital social que se incrementó en 20.5% (USD 4MM) en el año 2017. La estructura accionaria de la empresa posee un accionista mayoritario y se clasifica de la siguiente manera:

Accionista	% Partic. Accionaria	Capital en USD	Accionista
Di Mella Vespa Giovanni Carlos	80.23%	18,882,246	Persona Natural
Farraye Henech Gabriel	9.03%	2,125,420	Persona Natural
Di Mella Vespa Gian Carlo	3.01%	708,474	Persona Natural
Di Mella Vespa Angelo	3.01%	708,473	Persona Natural
Di Mella Vespa Silvana	3.01%	708,473	Persona Natural
Ortiz González Carlos	1.71%	401,436	Persona Natural
	100%	23,534,522	

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

Los accionistas han mantenido la capacidad y voluntad de fortalecer el soporte patrimonial a través de la capitalización de una parte de los



resultados. El incremento de capital realizado en el 2017 compensó con exceso la disminución realizada en el 2015.

Por otro lado, a may-2018 los dividendos repartidos representan alrededor del 24.5% de los resultados en los últimos 6 años.

A may-2018 la deuda financiera total ajustada / capitalización¹ es el 18.3% por lo que el restante 81.7% es financiado vía patrimonio.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de Zaimella del Ecuador la constituyen profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa adecuada. Además el Presidente Ejecutivo, que es el accionista mayoritario de la compañía, tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector.

El Directorio se reúne mensualmente, y está presidido por el accionista mayoritario. Los demás miembros son directores independientes externos a la compañía. Las decisiones estratégicas de Zaimella son tomadas por el accionista principal y el plan estratégico se discute en la Junta General de Accionistas realizada una vez al año. Se encuentra implementada una estructura tecnológica y de recursos humanos que promueve una adecuada cultura organizacional y el cumplimiento de los objetivos establecidos para cada área.

Zaimella dispone de un comité financiero donde se discuten periódicamente las cifras e indicadores financieros; además cada área maneja directrices específicas alineadas a la estrategia principal de la compañía.

La Administración maneja políticas conservadoras, el nivel de endeudamiento ha sido bajo y consistente con el crecimiento del negocio y de las inversiones.

Es importante mencionar que Los estados financieros de Zaimella del Ecuador han sido auditados por empresas reconocidas lo cual refleja transparencia y consideramos que la información recibida ha sido clara y consistente.

La estrategia principal de la compañía se enfoca en ofrecer, posicionarse y desarrollar productos de conveniencia en el mercado latinoamericano. Cabe resaltar que para que la estrategia esté alineada a la elaboración de productos convenientes (mejor relación entre calidad y precio), la compañía ha mantenido una constante actualización tecnológica de su planta y de sus procesos.

Como estrategia de mediano y largo plazo se espera que la empresa y las marcas mantengan un posicionamiento importante en el mercado local. Además los accionistas tienen como estrategia ampliar el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A., del período 2015-2017 auditados por KPMG del Ecuador, y del período 2012-2014 por la firma Ernst & Young. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de mayo de 2018 y mayo de 2017.

Las proyecciones utilizadas para 2018 fueron actualizadas por Zaimella y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

Gestión Operativa y Tendencias

La generación de ingresos de Zaimella alcanzó un crecimiento importante en el año 2017, luego del año 2016 en que la tasa de crecimiento fue pequeña. Históricamente, Zaimella mantiene resultados positivos de sus estrategias comerciales y la diversificación de su mercado a través de las exportaciones, la diversificación de productos y la captación de segmentos de clientes hacia sus productos. El promedio de crecimiento en los años anteriores de 3.6%, con excepción del 2015 cuya tasa de crecimiento fue de 24.3%.

Las ventas de la empresa muestran un crecimiento mayor al presentado por el promedio de su sector, al crecimiento del consumo de los hogares y la economía en general, como se puede observar en el gráfico número 1 de este informe.

De acuerdo a la empresa un factor que ha contribuido al incremento en sus ventas ha sido una migración del consumidor desde marcas de precio más elevado hacia los productos del segmento de la empresa, ya que Zaimella mantiene la estrategia de brindar productos más convenientes. Adicionalmente, la diversificación de productos contribuyó a este crecimiento debido al incremento

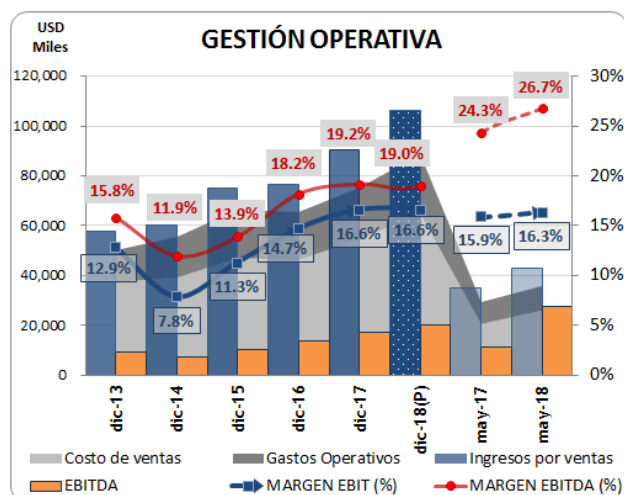
¹ Capitalización = Ob. Financieras Total (ajustadas por contingentes) + Patrimonio.



del portafolio de productos principalmente en la línea cosmética.

A la fecha de corte may-2018, las ventas muestran un crecimiento interanual de 22.4%. Para dic-2018 se espera un crecimiento de 17.7% y de 5% para el año 2019, sostenido por un importante crecimiento de las exportaciones.

Gráfico 5



Fuente: Zaimella del Ecuador
Proyecciones ajustadas: BWR

Elaboración: BWR.

La empresa logra un mejoramiento continuo de sus niveles de eficiencia operacional y de su rentabilidad en las diferentes fases de la producción y comercialización. La empresa mantiene procesos de mejoras de eficiencia en la producción a través de la estandarización del equipo técnico, que ha permitido un crecimiento en volumen y por tanto mejoras en eficiencia que ayudan a disminuir el costo unitario y por tanto el costo de ventas.

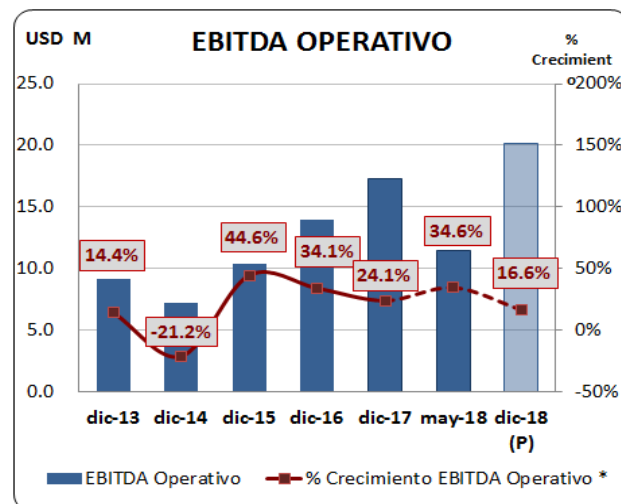
El margen bruto conservó una tendencia positiva importante hasta el año 2016, apoyada por la disminución de los costos de la materia prima en el mercado internacional, tendencia que se observó en general en otras materias primas en el mismo período. El margen bruto pasó de 31.4% en 2012 a 39.73% en 2016. Durante este año 2017 se sostiene en 39.6%. A may-2018 el margen bruto se reduce ligeramente debido al mayor peso de las exportaciones a relacionadas, que tienen un menor margen. El peso de las ventas a relacionadas pasó del 2% al 7% entre may-2017 y may-2018 y para fin del año se espera sostener esta participación, el total de exportaciones que suman las relacionadas y a terceros llega al 16% en mayo y para final del año se espera que ese porcentaje se mantenga.

En los siguientes años se podría esperar una ligera disminución debido al incremento de los precios de algunas materias primas.

Por otro lado, mantiene un gasto operacional

controlado y de acuerdo con sus estrategias de ventas, con períodos de mayor gasto de comercialización que se originan en campañas de publicidad y mayores incentivos a sus canales de distribución.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador
Proyecciones ajustadas BWR

Elaboración: BWR

*Crecimiento de may-2018 es con respecto a may-2017

El EBITDA muestra una tendencia positiva desde el año 2015, año en el que alcanzó un máximo crecimiento desde entonces tasas de crecimiento disminuyen llegando a 24.1% en el año 2017. El EBITDA mantiene crecimientos importantes sostenidos por el incremento de ventas, un mejor margen bruto, y una mayor eficiencia en gastos operativos.

La disminución que se observó en el año 2014 (21%) obedece a mayores egresos operativos por la implementación de campañas publicitarias y mayores incentivos a sus canales de distribución.

A may-2018 el crecimiento anualizado mejora tanto por el crecimiento de las ventas (22.4% interanual) como también porque la reducción del margen bruto en el período, se compensa con una mayor eficiencia en el gasto de operación.

El EBITDA alcanzó un crecimiento de 34.6% en el período interanual y el peso del gasto operacional se reduce de 25.34% a 22.9% en el mismo período, la mejor eficiencia operacional y tecnológica permitió también una reducción del personal. Estimamos que para fin de año el EBITDA tenga un crecimiento de 16.64% anual ya que se espera un menor margen bruto, por un mayor costo de las materias primas y un mayor peso de las exportaciones, que tienen un menor margen que el mercado nacional.

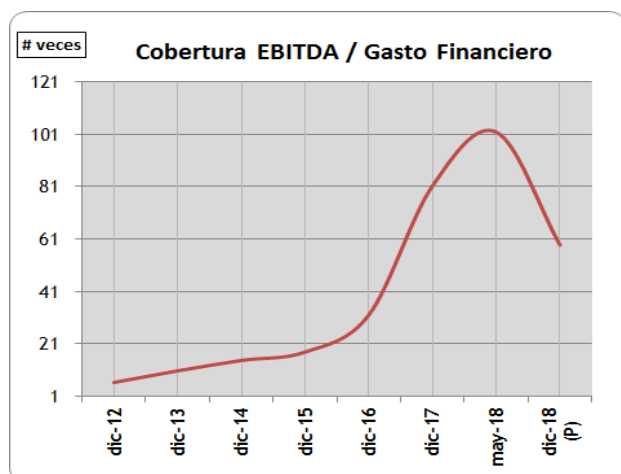
El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (17.9 veces en 2015, 32.1 veces en 2016), lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera. A may-2018, el



EBITDA cubre en 102 veces el gasto financiero, debido a que mantiene un bajo nivel de deuda financiera y esperamos que, por las razones explicadas en párrafos anteriores, el valor sea cercano a 58.74 veces al final del año 2018.

En los próximos años prevemos que dicha relación se mantenga en niveles holgados, a pesar de que podría disminuir si la deuda financiera se eleva en caso de que la empresa decida mantener su estrategia de crecimiento en la Región.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.
Proyecciones ajustadas BWR

Elaboración: BWR

Estructura del Balance

ACTIVOS	dic-15	dic-16	may-17	dic-17	may-18
Total Activo Corriente	60.3%	62.4%	62.4%	66.8%	65.8%
Fondos Disponibles	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%
Inversiones corto plazo	6.8%	8.6%	8.8%	14.5%	9.3%
CxC Comerciales	30.3%	26.7%	28.3%	28.3%	27.3%
Inventarios Neto	19.2%	22.5%	21.2%	23.0%	19.1%
Gastos anticipados	4.0%	4.5%	4.0%	0.9%	3.4%
Total Activo No Corriente	39.8%	37.7%	37.6%	33.2%	34.2%
Propiedad, planta y equipo	38.7%	37.2%	35.0%	31.2%	32.5%
Activos Intangibles y Diferidos	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.04%
Otros activos	0.4%	0.3%	2.4%	1.9%	1.6%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO	dic-15	dic-16	may-17	dic-17	may-18
Total Pasivo Corriente	38.5%	29.1%	31.2%	33.4%	31.9%
Deuda Financiera CP	12%	1%	2%	1%	3%
Deuda Comercial	18%	21%	16%	24%	19%
Otros Pasivos CP	9%	7%	14%	8%	10%
Total Pasivo LP	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%	6.4%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	5%
Otros pasivos LP	2%	2%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	59.7%	68.8%	66.8%	64.8%	61.7%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

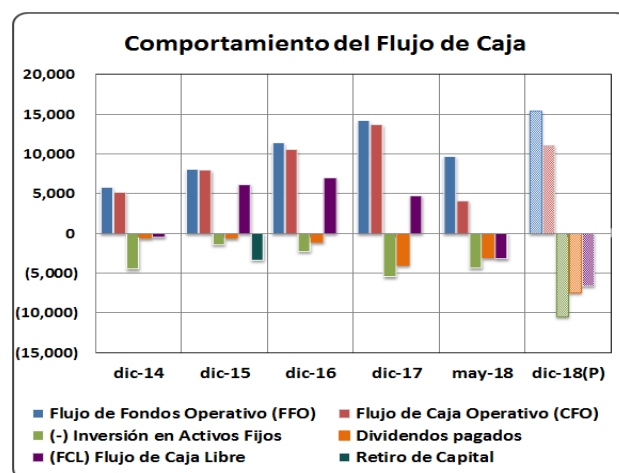
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Zaimella históricamente ha tenido una excelente capacidad de generación, lo cual le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo y necesidades de inversión sin necesidad de recurrir a nuevo endeudamiento externo.

Gráfico 8



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR para 2017 y 2018

La compañía ha tenido flujos de caja operativos (CFO) positivos en todos los periodos analizados. El crecimiento de ingresos del período y requerimientos de capital de trabajo relativamente pequeños han permitido alcanzar un crecimiento constante del CFO.

A may-2018 el crecimiento de ventas requirió un mayor financiamiento de clientes, pagos a proveedores y pasivos varios, que explican el incremento de flujo requerido para capital de trabajo, que si bien fue cubierto con amplitud por el flujo de fondos de operaciones, que creció en 34.6% en relación con may-2017, pero redujo el CFO (USD4.1MM) en 19.2% en relación con el mismo período del año anterior.

A dic-2017 se acumularon cuentas por pagar a proveedores que apoyaron un crecimiento de CFO de 29.7% a dic-2017, parte de estos pasivos debieron ser cancelados a may-2018.

El CFO a may-2018 no logró cubrir totalmente las inversiones en activos fijos y el pago de dividendos, por lo que se precisó un incremento de la deuda financiera.

Para fin de año 2018 se espera que el incremento de capital de trabajo absorba el crecimiento en el flujo de fondos operativos (9% anual), pero que se sostenga un CFO positivo aunque con una disminución de 16.7% anual.

Para fin del año se planifica que el proceso de inversiones CAPEX alcance un total de USD 10.5MM.



Las inversiones corresponden a la construcción de un centro de distribución Pototin, construcción de una plataforma para eventos, y una nueva planta de envases plásticos para la utilización en la producción de cosmética, además de inversiones en varios proyectos industriales en activos fijos como nuevas máquinas, mejoras y repotenciación de maquinaria.

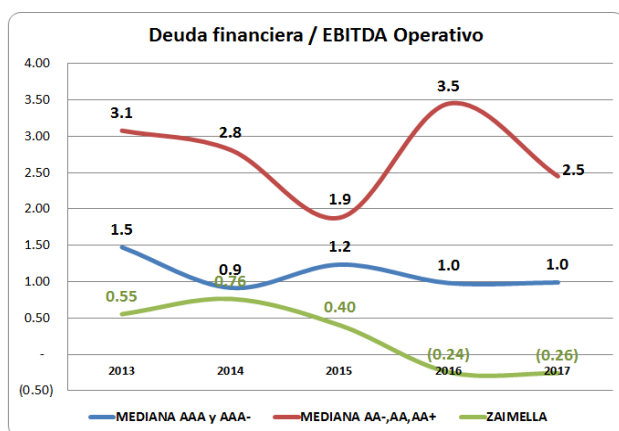
Adicionalmente, los dividendos planificados para este año llegarán a USD 4.7MM, un monto más alto que sus niveles históricos. En los años anteriores la política de dividendos fue repartir un monto de USD 600M. En el 2017 se decidió un reparto de USD 4MM, a pesar de lo cual se cerró el año con un capital libre positivo de USD 4.8MM. En el flujo de Otros financiamientos, se compensó ingresos de la venta de una maquinaria y un préstamo de largo plazo a relacionadas, si bien se mantuvo un pequeño incremento de deuda, el flujo positivo generado apoyó la liquidez del período.

El CFO proyectado para final del año no cubriría totalmente los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos, llegando un flujo de caja libre negativo, siendo necesario un incremento de deuda financiera de USD 4.9MM.

Esperamos que para el próximo año el flujo de caja libre sea positivo, debido al crecimiento de la generación de ingresos y a menores requerimientos de capital de trabajo, por lo que el CFO alcanzaría para cubrir un menor pago de dividendos y el CAPEX planificado, llegando a consolidar un flujo de caja positivo que podría ser utilizado para el pago de parte de la deuda financiera.

Preveamos que las políticas de cobro a clientes, manejo de inventario y pago a proveedores se mantengan estables en los niveles históricos.

Gráfico 9



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

**Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escalas AAA y AA por BWR. Indicador agrupa las escalas de calificación independiente del signo asignado.

El indicador considera en el numerador los contingentes de riesgo de las empresas.

Históricamente Zaimella ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación y su patrimonio lo cual le otorga a la empresa una gran flexibilidad financiera frente a los posibles riesgos generados por el complicado entorno macroeconómico y en casos de iliquidez en la economía.

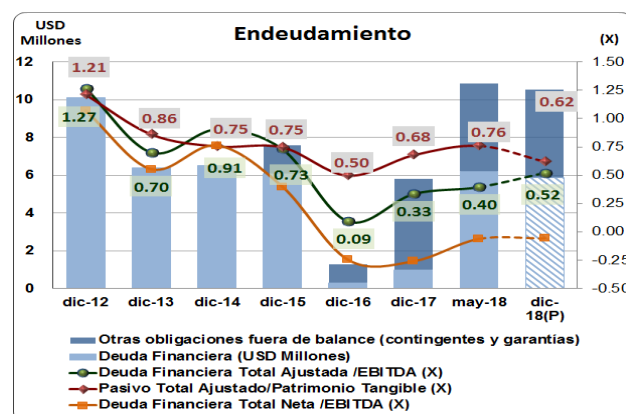
La empresa mantiene un bajo endeudamiento financiero a pesar del crecimiento actual y el esperado para fin de año, en su totalidad es financiamiento local. La deuda financiera total a may-2018 es de USD 6.2MM, Zaimella canceló la deuda con el mercado de valores, la deuda financiera está compuesta por deuda de corto plazo en el 41.9% integrada tanto de deuda bancaria y deuda con terceros relacionados; y el 58.1% corresponde a deuda bancaria de largo plazo.

En los periodos analizados el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA ha sido menor a uno con excepción del año 2012 (1.27 veces) llegando a dic-2017 llegó a 0.33:1 veces, y a may-2018 llegó a 0.40:1 veces. A fin de año se espera que este indicador sea de igual manera menor a 1 (0.52 veces).

Zaimella no ha tenido contingentes tributarios puesto que ha cancelado los valores en disputa, por lo que la deuda financiera ajustada no se ha visto afectada por este motivo. No obstante, el emisor otorga garantías a empresas relacionadas, las cuales se incorporan en el numerador del indicador antes descrito; a may-2018 las garantías son de USD 4.65MM, consideramos que estas podrían mantenerse en el siguiente año.

Los recursos se utilizan principalmente para afianzar los proyectos de expansión internacional de los accionistas. Cabe indicar que en condiciones normales Zaimella no realizará los desembolsos para el pago de este contingente, debido a que las empresas relacionadas lo pagarían con sus propios flujos.

Gráfico 10



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR Proyecciones ajustadas BWR



Zaimella se compara muy favorablemente con empresas calificadas por BWR en las más altas categorías. Se espera que en los próximos años los índices de endeudamiento se mantengan de igual forma en niveles conservadores en comparación con su capacidad de generación.

La generación de la empresa ha sido suficiente para financiar las inversiones en CAPEX, que han sido necesarias tanto para mejorar la eficiencia como para el crecimiento de la producción. Por lo que no ha requerido incrementar de forma importante la deuda financiera. En el año 2017 y en este año 2018 se ha elevado el capital para de inversiones en CAPEX y paralelamente el monto de pago por dividendos, por lo que se ha cubierto con un incremento de deuda financiera, a lo que se suma también los garantías ofrecidas para las empresas relacionadas en la Región, a pesar de esto los niveles de endeudamiento, ajustados con obligaciones fuera del balance, se mantienen bajos en márgenes adecuados.

Consideramos como positivo el hecho de que los ingresos por concepto de exportación continúan siendo mayores a la totalidad de la deuda financiera de la empresa, ya que las ventas en el exterior alcanzan un crecimiento de 55.8% en relación con may-2017.

El índice de deuda financiera ajustada frente al patrimonio tangible se mantiene en niveles bajos (0.24:1 veces a may-2018), para final del 2018 se esperaría que se mantenga en niveles ligeramente más altos, a pesar del aumento de inversiones y de dividendos.

En general Zaimella presenta un comportamiento histórico estable que refleja la importante posición patrimonial que tiene la empresa, gracias a que las utilidades se han retenido y una parte se han capitalizado. En el 2017 se realizó una distribución de dividendos por un valor de USD 4 MM y en el 2018 se ha planificado una distribución de USD 7.4MM, en función de estrategias de ampliación de los mercados internacionales por parte de los accionistas, pero la cobertura patrimonial se mantiene sólida.

Por otro lado, la relación pasivo total sobre patrimonio tangible ha regresado paulatinamente a los niveles de dic-2015, en el último año se elevó de 0.52:1 a 0.66:1 veces en relación con mayo 2017, que a pesar de ello se mantiene en niveles adecuados.

Capacidad de Pago y Liquidez

Zaimella ha mantenido históricamente indicadores de liquidez holgados y se han mantenido relativamente estables en el tiempo. No obstante,

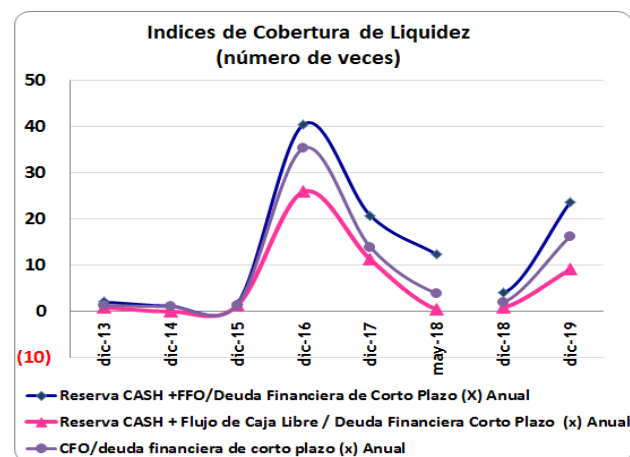
desde el año anterior y en este año 2018 la estrategia de crecimiento de la empresa y las inversiones de los accionistas en la Región han demandado un flujo mayor de recursos que no son cubiertas totalmente por el flujo generado por la empresa, por lo que ha requerido un incremento de la deuda financiera, las obligaciones financieras han sido cubiertas adecuadamente con nueva deuda y han elevado las inversiones temporales y fondos disponibles. Como hemos visto anteriormente a may-2018 el flujo de caja libre se presionó, por lo que coyunturalmente es negativo y la deuda financiera ha sido refinanciada totalmente, ya que la empresa accedió a nuevo financiamiento bancario.

Esta situación se mantendría hasta final del año ya que el monto de inversiones planificadas y el pago de dividendos son mayores a los montos cumplidos hasta mayo.

Los indicadores de liquidez se presionan, no obstante la posición de la empresa y su bajo nivel de endeudamiento mitiga el riesgo de refinanciamiento, adicionalmente, la empresa mantiene líneas de crédito no utilizadas disponibles para financiar sus necesidades de capital de trabajo y de inversiones CAPEX. Es importante señalar que si consideramos la liquidez excedente, a may-2018 la empresa podría cubrir el 35% de su deuda financiera de corto plazo.

Para final de 2018 se podría esperar que los indicadores de liquidez se mantengan presionados, con un flujo de caja libre negativo, pero la empresa mantiene una amplia capacidad de pago de su deuda financiera para el siguiente año, considerando la generación y el nivel de deuda proyectado. Además, si se considera el flujo de caja libre neto y se incluye los activos líquidos - fondos disponibles e inversiones temporales- la empresa pagaría totalmente su deuda financiera.

Gráfico 11



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas BWR



A may-2018 la empresa refinanció su deuda financiera, el 42% es deuda de corto plazo y el 58% tiene un plazo promedio de cinco años.

Es importante señalar que la capacidad de pago de la deuda actual sin considerar el flujo de inversiones y dividendos es fuerte, el CFO cubre 3.78:1 veces la deuda financiera de corto plazo.

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

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

Fecha de corte	may-18
Activo Líquido (USD M)	12,504
Activo Ajustado (USD M)	75,398
Activo Total (USD M)	78,229

may-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	5,781	5,781	13.04
2da	Deudas con garantía específica de balance	4,500	10,281	7.33
3era	Deuda sin garantía específica de balance	19,642	29,923	2.52
TOTAL		29,923	29,923	2.52

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.52 veces.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, los activos y pasivos por impuesto diferido se netearon, por esta razón los saldos contables difieren del cálculo de este cuadro. Además se ha restado del activo total otros activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

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 han estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad y no existen riesgos significativos previsible al momento. Al ser una emisión con garantía general, los activos totales son los que respaldan la emisión.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 65.8% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 34.2% restante representa principalmente 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.

A continuación se presenta un cuadro de liquidez o circulante de los últimos 6 meses:

	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	PROMEDIO
ACTIVOS CORRIENTES	49,031	46,823	49,901	47,933	51,487	53,611	49,798
PASIVOS CORRIENTES	22,341	19,249	24,193	21,720	24,947	26,918	23,228
INDICADOR DE LIQUIDEZ	2,19	2,43	2,06	2,21	2,06	1,99	2,14

RESGUARDOS DEL PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

1.- Establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos de la compañía deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2.- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3.- Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos libres de gravamen sobre papel comercial en circulación, según lo establecido en la codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

Hemos recibido el certificado de Zaimella de que la emisión vigente en el Mercado de Valores cumple con los resguardos de ley y no establece ningún resguardo adicional. La emisión se encuentra dentro del monto máximo permitido por la ley.

Si bien al momento la empresa no tiene deuda en el mercado de valores, el papel comercial analizado que está vigente hasta enero 2019, representa únicamente el 8.3% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

Además, hemos recibido la confirmación del agente pagado DECEVAL y de la administración de la Zaimella de que la empresa no registra valores pendientes de pago o cancelación por concepto de cupones, tanto de capital como de intereses. Si bien a la fecha la empresa ha cancelado el papel



comercial emitido y al momento la empresa no planifica realizar una nueva colocación a pesar de que el programa está vigente hasta enero 2019.

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

Zaimella del Ecuador ha tenido algunos procesos en mercado de valores por emisiones de papel comercial y emisión de obligaciones. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma, y los títulos han tenido aceptación entre los inversionistas.

Actualmente Zaimella no posee emisiones en el mercado además de la que se analiza en este informe. A mayo la empresa ha cancelado las obligaciones emitidas.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.

(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	may-18
Resumen de Resultados							
Ventas	54,840	57,611	60,254	74,896	76,743	90,275	42,772
% crecimiento	2.3%	5.1%	4.6%	24.3%	2.5%	17.6%	22.4%
MARGEN BRUTO (%)	31.4%	35.0%	35.0%	37.2%	39.7%	39.6%	39.2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,978	9,128	7,197	10,406	13,958	17,315	11,435
MARGEN EBITDA (%)	14.5%	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	19.2%	26.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,978	9,128	7,197	10,406	13,958	17,315	11,435
MARGEN EBITDAR (%)	14.5%	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	19.2%	26.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,257	7,410	4,724	8,429	11,254	14,974	6,976
MARGEN EBIT (%)	11.4%	12.9%	7.8%	11.3%	14.7%	16.6%	16.3%
Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-580	-435	-213	-112
Impuestos a la renta	-993	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-2,914	-1,603
UTILIDAD NETA	4,339	5,675	3,621	6,193	8,502	12,384	5,409
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	1,560	1,343	1,015	3,437	4,708	10,265	12,504
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,428	12,774	12,848	15,376	14,645	20,051	21,364
Inventarios	10,144	9,209	11,217	9,703	12,267	16,285	14,972
Cuentas por Pagar Proveedores	9,180	8,850	10,072	8,996	11,694	17,094	14,591
Deuda Financiera Total	10,109	6,401	6,514	7,602	1,299	5,789	10,852
Otros Pasivos	2,926	4,004	3,636	3,809	4,019	2,029	4,481
Patrimonio	19,966	25,041	28,062	30,258	37,601	45,961	48,306
Patrimonio Tangible	18,345	22,370	26,814	29,382	36,259	43,889	45,475
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	7,978	9,128	7,197	10,406	13,958	17,315	11,435
(-) Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-580	-435	-213	-112
(-) Impuesto a la renta del período	-980	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-2,914	-1,603
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,741	6,998	5,810	8,060	11,377	14,189	9,720
(-) Variación Capital de Trabajo	2,581	-2,601	-670	-110	-836	-512	-5,626
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	8,322	4,397	5,140	7,951	10,541	13,677	4,094
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	333	435	187	245	-147	561	148
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-590	-600	-600	-600	-1,100	-4,000	-3,064
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,874	-1,306	-4,463	-1,379	-2,245	-5,438	-4,348
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-60	-31	-720	-32	-35	-18	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6,132	2,896	-456	6,185	7,015	4,782	-3,169
Margen de Flujo de Caja Libre %	11.2%	5.0%	-0.8%	8.3%	9.1%	5.3%	-7.4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,058	-3,709	113	-439	-5,776	690	5,211
OTRAS INVERSIONES NETO	-380	596	15	16	32	-1,302	188
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	-3,338	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	694	-217	-328	2,423	1,271	5,557	2,239
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	866	1,560	1,343	1,015	3,437	4,708	10,265
Indicadores							
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.57	9.25	12.90	14.89	27.17	67.70	87.59
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.35	10.76	14.75	17.94	32.11	81.39	101.87
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.35	10.76	14.75	17.94	32.11	81.39	101.87
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1.27	0.70	0.91	0.73	0.09	0.33	0.40
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flex	1.07	0.55	0.76	0.40	(0.24)	(0.26)	(0.06)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	20%	19%	20%	3%	11%	18%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1.16	1.99	1.10	1.49	40.44	14.34	8.97
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.68	1.25	0.98	1.47	37.64	13.82	3.78
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.24	0.83	(0.09)	1.18	25.84	4.83	(2.93)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.16	1.00	(0.08)	1.19	25.95	4.92	(2.74)

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2018.