



Ecuador
Tercer Seguimiento

Fideicomiso de Titularización SECOHI

Calificación

Serie	Nov-2016	Mayo 2017	Nov-2017
A	C	B-	B+
B	C	B-	B+

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

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

Nota explicativa del signo de la calificación: Para BankWatch Ratings el signo de la calificación señala una posición relativa dentro de la categoría. No indica perspectiva.

Principales participantes:

Originador y Agente de Recaudo:
Segundo Eloy Corrales Cía. Ltda.

Fiduciaria y Agente Pagador:
Fiduciaria Ecuador Fideucuator S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos, a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores S.A. DECEVALE.

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió subir la calificación del Fideicomiso de Titularización SECOHI de “B-” a “B+”. El fundamento de la decisión se basa en los siguientes argumentos:

La capacidad de pago de la empresa se mantiene presionada por la reducción de sus negocios y los altos niveles de endeudamiento en relación con sus ingresos. Sin embargo, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por el acceso a financiamiento bancario obtenido que ha permitido cambiar la estructura de plazos de la deuda financiera, reducir la deuda de corto plazo y disponer de financiamiento adicional para la compra de inventarios necesarios para elevar sus ventas. La perspectiva de generación de ingresos es positiva para el 2018, debido a la concreción de negocios con un potencial de crecimiento importante y con requerimientos de capital de trabajo definidos.

Riesgo de crédito vinculado al Originador: El Originador actúa como el agente de recaudo del derecho de cobro titularizado, por lo cual la posibilidad del Fideicomiso de recibir los flujos generados por el derecho de cobro dependerá en todo momento de la voluntad del Originador de honrar con este compromiso. En efecto, en algunos meses la empresa incurrió en atrasos en la transferencia de los flujos al Fideicomiso, aunque cabe indicar que hasta el momento el Fideicomiso ha cumplido con sus obligaciones con los inversionistas en tiempo y forma.

La empresa mantiene la perspectiva de que en el mediano plazo mejore la generación de ingresos, además dadas las condiciones de pago de la nueva facturación adicional, el crecimiento de las ventas no necesitaría de financiamiento importante del capital de trabajo por lo que la deuda podría disminuir paulatinamente a finales del año 2018.

Cobertura de flujos a ingresar al Fideicomiso: la reducción drástica de las ventas del Originador desde el año 2015 ha presionado la cobertura que mantiene el derecho de cobro titularizado (15% de las ventas) en relación con las provisiones que debe realizar para el pago a los inversionistas, la cual se está acercando a la unidad, y mantiene una tendencia a decrecer. De ser los flujos insuficientes, la estructura contempla como mecanismo de garantía la fianza solidaria del Originador.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo: La cesión de los derechos de cobro fideicomitados se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.

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



Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de la compañía Segundo Eloy Corrales e Hijos Cía. Ltda. -SECOHI- y su contenido es de responsabilidad de sus administradores. El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de Fideicomiso, reformas al contrato de constitución y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera.
- Información sobre el comportamiento histórico del derecho de cobro.
- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil de la Titularización SECOHI de Dic-2016 auditado por Consultora Jiménez Espinosa, con opinión limpia. En informe de Estados financieros del año 2015 auditado por Moore Stephens, quien emite una opinión calificada sobre la razonable presentación bajo normas NIIF. Por la falta de confirmación sobre las cuentas por cobrar y por pagar a dic-2015, que el constituyente mantiene con el Fideicomiso.
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso Mercantil SECOHI a noviembre de 2017, e información adicional presentada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado, y las distintas contrapartes de este proceso a esa fecha.
- Estados Financieros de SECOHI, a dic-2016 auditados por AUDITSOLUTIONS SOLUCIONES DE AUDITORIA INTEGRAL CCIA. LDIA. - ABALT Auditores y Consultores-, quien emite opinión limpia sobre la razonabilidad de las cifras presentadas.
- Estados Financieros de SECOHI, de los períodos anuales 2013 y 2014, auditados por DBO ECUADOR, quien emitió una opinión con salvedades sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados Financieros directos de SECOHI, con corte a noviembre-2017.

CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

La Superintendencia de Compañías Valores y Seguros autorizó el proceso de emisión de la Titularización de Flujos SECOHI CIA LTDA el 10 de diciembre de 2013, con la Resolución No. Q.IMV.2013.06020, por la suma de USD 2.5 MM, el proceso fue inscrito en el Registro de Mercado de Valores el 13 de diciembre de 2013. El plazo de la oferta pública venció el 10 de septiembre de 2014.

La Fiduciaria a cargo del proceso es PLUSVALORES Casa de Valores S.A., que colocó los títulos de la Clase A por USD 1MM el 20 de diciembre de 2013, y la Clase B por USD 1.5MM, el 13 de febrero de 2014.

Los recursos de la Titularización fueron utilizados para complementar el capital de trabajo de la empresa.

El siguiente cuadro se presenta las principales características de la Titularización de Flujos de SECOHI a nov-2017:

Titularización SECOHI	Clase A	Clase B
Originador	SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS CIA. LTDA.	
Activo Titularizado	Derecho de cobro de los Flujos Futuros determinables del Originador	
Monto autorizado (USD)	USD 1 millón	USD 1.5 millones
Saldo Insoluto (USD)	142,857	468,750
Fecha de Emisión	20-dic.-13	20-dic.-13
Plazo de la emisión	1461 días	1826 días
Fecha de Vencimiento	20-dic.-17	20-dic.-18
Período de Gracia Pago Capital	360 días desde emisión	360 días desde emisión
Pago de Capital	semestral	trimestral
Pago de Interés	semestral	trimestral
Tasa Fija	8.75%	9.00%
Mecanismos de Garantía	Exceso de Flujo de Fondos y Fianza Solidaria	
Autoriz. Superint. de Compañías	Q.IMV.2013.06020 - 10 de diciembre de 2013	
Agente de manejo y Agente de Pago	Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos	
Agente Recaudador	SECOHI CIA. LTDA.	

A nov-2017 se ha pagado 6 dividendos de capital y 7 de interés de la Clase A y 11 dividendos de capital y 15 de interés de la Clase B, que suman un total de capital redimido de USD 1.888.393, quedando un saldo insoluto total de USD 611.607. Posterior a la fecha de corte de la información analizada se pagó una cuota más de capital e interés de las dos clases por lo que ha ene-2018 quedó un saldo insoluto de USD 375.00 que corresponden a cuatro dividendos de capital de la Serie B que vencen hasta el 20 de diciembre del 2018.

Para calcular los intereses a pagar a los inversionistas, y los plazos de los dividendos, se considera la forma 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago del Fideicomiso de Titularización de Flujos de SECOHI provendrá del derecho de cobro titularizado, el cual se explica en los siguientes párrafos del presente informe, y de ser insuficiente con los mecanismos de garantía existentes, que incluyen la fianza solidaria del Originador.

Si bien se ha cancelado los dividendos correspondientes a los inversionistas, el Originador ha incurrido en atrasos en las transferencias de flujos al Fideicomiso de Titularización, debido a la

disminución de las ventas y a la lenta recuperación de las cuentas por cobrar.

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso mantiene a nov-2017 fondos disponibles por USD 44M y además certificados de inversión de corto plazo por 240M que cubren parte el próximo dividendo de las dos clases (253.40M).

La liquidez del fideicomiso se encuentra principalmente en inversiones temporales y se concentra en Ifis de bajo riesgo de crédito local de acuerdo con lo establecido en la escritura del Fideicomiso. Los certificados tienen vencimientos anteriores a los plazos de pago de los dividendos de intereses y de capital de las dos clases de la titularización.

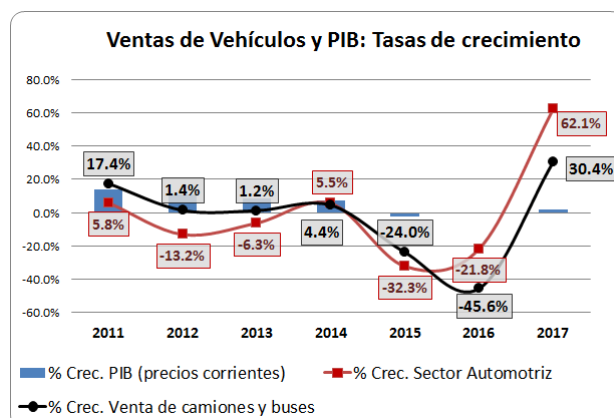
Las inversiones temporales del Fideicomiso (USD 240 mil) corresponden a certificados de depósito emitidos por Banco del Pacífico.

Por su parte, los fondos disponibles corresponden al Fondo Rotativo (USD 44M) al 30-noviembre-2017. Estos recursos se encuentran en una cuenta corriente del Banco Internacional.

Banco Internacional mantiene una calificación global de riesgo en escala local de AAA-, otorgada por BankWatch Ratings, por lo cual el riesgo de contraparte es bajo. Banco del Pacífico mantiene también una calificación de riesgo de AAA- otorgada por otra calificadora.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

Analizamos el sector automotor ya que las ventas de la empresa están directamente relacionadas con uno de sus segmentos, el de ventas de repuestos para camiones y buses.

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que encarecen los vehículos y dificultan el proceso, mayores impuestos y cupos de importación.

En estos últimos dos años un entorno macro económico, con menor crecimiento y con presiones de liquidez, explican la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016.

La eliminación de los cupos de importación, de las salvaguardas, la menor restricción de las importaciones y la recuperación de la liquidez de la economía y del crédito de la banca, permitieron que en el 2017 se recuperen las ventas del sector, que alcanzó un crecimiento de 62.1%. Según la información de AEADE durante el año 2017 se vendieron 103 mil unidades⁽¹⁾. (63.56 mil en el 2016), 39 mil más que el año 2016. Sin embargo, a pesar del crecimiento importante del año, no se llegaron a las cifras históricas alcanzadas anteriores al 2015.

El crecimiento es mucho menor en el segmento de vehículos de trabajo (camiones y buses) 30%

¹<http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/en-2017-se-vendieron-103-000-vehiculos>



aproximadamente a dic-2017. El crecimiento de este segmento está relacionado directamente con la actividad productiva y comercial de la economía, cuya reactivación aun es paulatina.

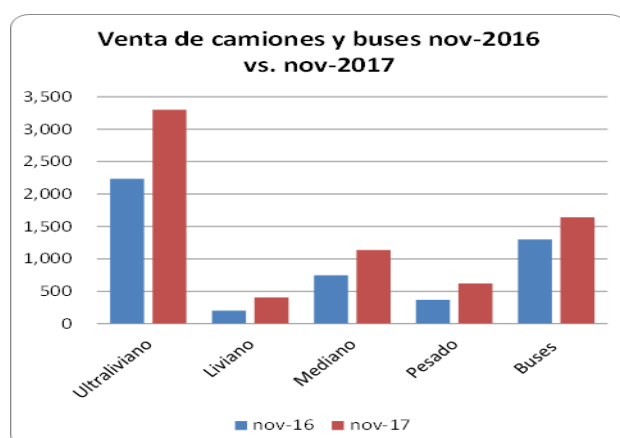
El crecimiento del segmento de vehículos livianos se apoyó en la recuperación del financiamiento bancario. La AEADE considera que el sector automotor ecuatoriano se beneficie en el mediano plazo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, y la eliminación del sistema de cupos.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de buses y camiones. Como se puede apreciar en el gráfico 1 la industria de buses y camiones muestra una mayor variabilidad, sufrió una mayor contracción que el mercado automotor en general en 2016, y en el 2017 su recuperación es menor. Para el año 2018, se espera que la recuperación de los sectores productivos y del comercio impulse también un mayor incremento de las ventas de vehículos de trabajo.

A nov-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (camiones y buses) crecen en 38.4%, influenciado principalmente por el segmento de camiones. La estimación para fin de año 2017 es que al menos el crecimiento anual haya llegado a 30.4%.

En el gráfico 2 se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de camiones y de los buses, donde se aprecia la recuperación que han tenido los diferentes subsegmentos de camiones y en menor medida de buses.

Gráfico 2

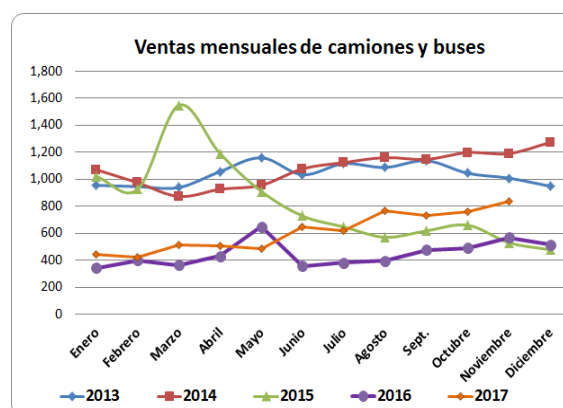


Fuente: AEADE

Elaboración BWR

El subsector de camiones y buses desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores con corte nov-2017.

Gráfico 3



Fuente: AEADE Elaboración BWR

A futuro esperamos que el sector vaya mostrando señales de convalecencia, sin embargo, esta irá de la mano con las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que de ser necesario el gobierno podría aplicar regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el país.

Una de estas regulaciones es la que emitió la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en abril-2017, que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

El plan económico presentado por el presidente Lenin Moreno el pasado 11 de octubre, incluyó medidas aduaneras para incrementar la recaudación y de medidas de disuasión, para evitar el contrabando y la defraudación que afectan a los ingresos del Fisco. A través de este plan, el Servicio Nacional de Aduanas definió la aplicación de una tasa de USD 0,10 por tonelada métrica para todas las importaciones, exceptuado los productos de la canasta básica y materias primas.²

Se han generado posiciones de apertura del gobierno a una propuesta única de exportadores e importadores para fomentar la industria automotriz. Dentro de esta se incluyen temas relacionados con el desarrollo de una política de Estado con participación público-privada para fomentar las inversiones, generación de una alianza público-privada para la renovación del parque automotor (se estima que en el parque automotor existen alrededor de 51,000 camiones

2

<http://www.elcomercio.com/actualidad/cobro-tasa-productos-importacion-senae.html>



que ya cumplieron su vida útil)³, impulso el acceso a nuevas tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.⁴

▪ ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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

La cesión de los DERECHOS DE COBRO se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.

En este momento y sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro seleccionado será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el Fideicomiso el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro seleccionado.

La capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra directamente vinculada con la permanencia del Originador como negocio en marcha, y adicionalmente, debido a que el originador cumple con la funciones de agente de recaudo dentro de la presente titularización, también dependerá de su voluntad de honrar su compromiso de traspasar los flujos al fideicomiso de propósito exclusivo. Además, el Originador es garante solidario de la titularización, y deberá responder por las obligaciones del Fideicomiso, en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

El agente de recaudo está obligado a depositar hasta el 25 de cada mes el 15% de los flujos recaudados correspondientes a las ventas de repuestos, llantas y servicios, del mes antepasado, directamente en las cuentas corrientes del Fideicomiso. La fiduciaria debe recibir del

originador los flujos aportados y a partir de las fechas en las que los reciba, destinar los mismos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Retener USD 25.000 mensuales durante los primeros 6 meses desde la fecha de emisión, a partir del séptimo mes hasta el mes 50 la cantidad de USD 62.500 mensuales, y a partir del mes 51 hasta la total cancelación de los valores colocados USD 27.000, con estos valores se formará una provisión que será acumulada en las cuentas del Fideicomiso con el fin de destinarla al pago de los dividendos presentes y futuros en las fechas de vencimiento. Si en un algún mes no se pudiera realizar la provisión total, el saldo faltante deberá ser completado en el siguiente mes en forma adicional al monto correspondiente a ese mes.
2. Retener la suma que sea necesaria para completar o reponer, de ser el caso, el Depósito en Garantía de USD 85 mil.
3. Retener los valores correspondientes para cubrir costos y gastos del fideicomiso. Realizar la provisión del valor a pagar a terceros distintos de los Inversionistas.
4. Restituir al originador la parte proporcional de los flujos entregados por el recaudador al Fideicomiso que no correspondan a los flujos titularizados, dentro del plazo máximo de un día laborable a contarse a partir de la recepción de tales flujos por parte del Fideicomiso.
5. Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el originador declara bajo juramento y se obliga, según corresponda a lo siguiente:

1. Que, es legalmente capaz y está facultado por su Junta General Extraordinaria Universal de Socios para celebrar este instrumento y para cumplir las obligaciones derivadas del mismo, conforme se desprende del acta de la Junta celebrada el 4 de julio del 2013.
2. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso.

³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-automotrices-ecuador-plan-renova.html>

⁴ <http://www.aeade.net/el-sector-automotor-define-cinco-propuestas-claves-para-apoyar-el-desarrollo-productivo/>



3. Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al fideicomiso.
4. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo, y en especial no provienen ni provendrán de ninguna conducta tipificada por la Ley para reprimir el lavado de activos o por actividades relacionadas con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas o cualquier otra actividad ilegal o ilícita, tipificada en la Ley de Prevención, detección y Erradicación del delito de Lavado de activos y del Financiamiento del terrorismo.
5. Que la constitución del Fideicomiso tiene un origen lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución.
6. Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las bolsas de valores, a las casas de valores, a la calificadora de riesgos, a los inversionistas y al público en general, es veraz y refleja la realidad financiera de las operaciones del Originador.

Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que el Originador transfiere al presente fideicomiso consiste el 15% del Derecho de Cobro de los flujos futuros de fondos determinables del Originador, provenientes de la totalidad de las ventas de repuestos, llantas y servicios. El porcentaje de derecho de cobro transferido se refiere a los flujos de las ventas del mes inmediato antepasado. Estos flujos constan en el informe de estructuración financiera y en la oferta pública de la titularización.

Mecanismos de Garantía

En el contrato del Fideicomiso se especifican dos **mecanismos de garantía**: el *exceso de flujo de fondos* y la *fianza solidaria*.

El **exceso de flujo de fondos** consiste en que los flujos que se generen por la cobranza del derecho de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos. Según el escenario pesimista proyectado en la estructuración inicial este el flujo esperado era de USD 10.155M y el pago de dividendos USD 3.141M por lo que existía un exceso de flujos de alrededor de USD 7MM, este

exceso de flujos representa 1.65 el pago de dividendos.

La escritura del Fideicomiso dispone que, como parte de este mecanismo de garantía se conforme el *Depósito de Garantía*, que podrá ser utilizado para el pago de los inversionistas, en caso de insuficiencia de fondos para el pago de los pasivos con inversionistas. Dicho Depósito de Garantía podrá estar constituido por dinero en efectivo o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato, este depósito en Garantía debe mantener una cobertura de por lo menos 9 veces el índice de desviación promedio ponderado de los flujos comprometidos mensuales. Este depósito se determinó en USD 85.000, que se mantiene fijo durante la vigencia de la titularización hasta la cancelación de las dos clases emitidas.

A la fecha de corte el fideicomiso cuenta con una garantía bancaria en Banco Internacional por el monto indicado anteriormente y con un plazo de validez de 79 días, plazo que vence el 13 de diciembre de 2017. La garantía ha sido renovada desde la constitución del Fideicomiso.

La garantía bancaria podrá ser ejecutada por el Fideicomiso si SECOHI no la hubiese renovado luego de 7 días calendario desde su vencimiento. En caso de que el Depósito en Garantía sea utilizado durante el plazo, el mismo deberá ser repuesto o reconstituido con cargo a los valores producto de la colocación de los valores o con cargo a los flujos titularizados, o de cualquier otro recurso a ser restituido a SECOHI. Hasta el momento este mecanismo de garantía no ha sido utilizado porque las provisiones de flujos realizadas han sido suficientes para el pago a los inversionistas.

Con respecto al segundo mecanismo de garantía, el Originador se constituye en fiador solidario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. Esta fianza se mantendrá vigente hasta el pago total de los pasivos con inversionistas.

Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Fecha de corte	nov-17
Activo Líquido (USD M)	262
Activo Ajustado (USD M)	15,345
Activo Total (USD M)	15,377

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,284	1,284	0.20	11.95
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	1,976	3,259	0.08	4.71
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	4,009	7,268	0.04	2.11
TOTAL		7,268	7,268	0.04	2.11

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de SECOHI Cía. Ltda., con datos a nov-2017. Para el cálculo de los activos ajustados se parte del valor en libros de los activos totales, y se restan principalmente cuentas por cobrar no comerciales diversas relacionadas de corto plazo (USD 12M) y otros activos no corrientes (USD 19M), a nov-2016 la compañía no tiene inversiones en acciones en otras empresas.

En un escenario de liquidación del Originador, los inversionistas de este proceso de titularización de flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la empresa.

ANÁLISIS DEL ORIGINADOR

Riesgo de Crédito del Originador

La calificación de esta titularización se encuentra vinculada directamente al riesgo de crédito del Originador, porque los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad de las ventas de SECOHI Cía. Ltda., y del traspaso de su recaudación al Fideicomiso por parte del mismo Originador, quien es además el recaudador del derecho de cobro titularizado.

La capacidad de pago del Originador se ha visto afectada por la disminución de las ventas de la empresa, que ha no ha podido ser superada desde el año 2015, la disminución de las ventas fue de 24.12% en el 2015, 32% en el 2016 y aproximadamente 12% en el 2017.

Esta situación obedece a varios factores que afectan tanto al sector como a la gestión individual de la empresa, algunos de los cuales son de mediano plazo, e influyen tanto en la capacidad de financiar el capital de trabajo necesario y también en la recuperación lenta de la cartera de clientes.

La empresa SECOHI tiene su principal nicho de negocios en la importación y comercialización de repuestos de vehículos principalmente de buses y camiones de las marcas europeas como Mercedes Benz, Volvo, Scania, Volkswagen, entre otras como Ford, y tiene la representación para Ecuador de la Motores MWM. Una segunda línea de negocios son los neumáticos de la marca Goodyear, y una tercera la de talleres de servicio técnico y mantenimiento.

En la actualidad mantiene 12 puntos de distribución en Quito, Cuenca Latacunga, Ambato, Machala, Santo Domingo, Ibarra, y Guayaquil; y tres de servicio técnico y mantenimiento multimarca, en las ciudades de Quito, Latacunga y Cuenca.

La actividad de la empresa creció sostenidamente a la par que la tendencia de la economía en general y particularmente del sector de la construcción, tanto pública como privada, que tiene una estrecha relación integral con el sector del transporte.

Desde el año 2015 la empresa se vio afectada por la reducción de la actividad económica, particularmente del sector de la transportación ligado con la construcción y el comercio. La demanda del sector ha disminuido y por tanto se han retrasado los planes de renovación de las unidades o de reparaciones no emergentes, a lo que se sumó el retraso en los pagos de los proveedores del Estado entre los que está el sector transportista, lo que ha provocó incumplimientos de estos clientes con sus propios proveedores.

Durante el año 2016 la empresa atravesó por dificultades de acceso al crédito del sector financiero luego del atraso en el pago de sus obligaciones emitidas en el mercado de valores, a lo que se sumó las restricciones de liquidez que afectó al sistema bancario durante el año 2016.

Al momento, ha cancelado totalmente las obligaciones emitidas en el mercado de valores, que fueron refinanciadas hasta dic-2016. La presente titularización no ha tenido incumplimientos con los inversionistas.

Con la finalidad de diversificar su mercado y recuperar la generación de ingresos, la empresa abordó nuevos proyectos, no obstante hasta el momento no se han logrado consolidar aunque podrían reactivarse en el mediano plazo.

En el segundo semestre del año anterior logró concretar alianzas estratégicas de corto plazo que podrían mejorar la generación de ingresos en el año 2018.



La gestión comercial en este año se orienta a incrementar las ventas a través de clientes estratégicos con perfiles de riesgo menor.

Al momento, han concretado convenios comerciales, que incluyen tanto la venta de repuestos como de los servicios de sus talleres de mantenimiento en todo el país; a final del año 2017 iniciaron los trabajos de este convenio y se espera que las operaciones se impulsen durante este año. Por esta razón, el presupuesto de la empresa prevé un importante crecimiento de las ventas y una mejor recuperación de las cuentas por cobrar. Adicionalmente, se mantiene la facturación proveniente de su mercado tradicional.

El incremento de estas ventas requerirá de un incremento de capital de trabajo por cuentas por cobrar e inventarios, pero se mantendrá el financiamiento necesario gracias a los mecanismos de financiamiento bancario contratados.

La empresa espera alcanzar mayor eficiencia en el proceso de importaciones, para optimizar el stock de inventarios que precisa el convenio mencionado. Adicionalmente, no se espera incrementar los días de cuentas por cobrar ya que se han definido contractualmente los plazos de entrega y los pagos de las facturas son de corto plazo, y permiten el avance oportuno de los trabajos contratados.

Durante el año 2017 la situación mejoró por la mayor liquidez de la economía, el sector de la construcción mantiene contracción menor a la del año anterior y el transporte registra ya una recuperación de su crecimiento, no así las ventas de la empresa registran nuevamente una disminución de 12.8% con los resultados anualizados de nov-2017, principalmente por la política comercial más conservadora, en cuanto a ventas a crédito, debido a su menor capacidad de financiamiento.

La mayor liquidez de la banca y el cumplimiento de sus obligaciones en el mercado de valores durante el 2017 le han permitido el acceso a nuevas líneas de financiamiento bancarias que han apoyado el crecimiento del inventario, adecuado para su estrategia de negocios, y el pago de la deuda financiera de corto plazo.

Además, el refinanciamiento de la deuda con relacionados apoya una mejor estructura de plazos de la deuda financiera total y sostiene sus indicadores de liquidez a pesar de la disminución de sus flujos de caja.

Consideramos que el crecimiento de las ventas para el año 2018 es factible, gracias a los contratos conseguidos con el sector de las FF.AA. y el financiamiento bancario disponible para los inventarios que se precise.

La recuperación de ingresos permitirá mejorar la capacidad de pago de la empresa y reducir los niveles de la deuda total.

A nov-2017, si bien mantiene un bajo nivel de deuda en relación con su patrimonio tangible (0.87), y su capitalización es de 0.34:1, su nivel de deuda financiera es alto en relación con su generación, la deuda financiera representa 7.78:1 veces (7.15:1 nov-2016) en relación con el EBITDA. Sin embargo, disminuye en relación con may-2017 cuando alcanzó 10.48:1, la expectativa para el año 2018 es que el nivel de endeudamiento baje a 3.47:1 tanto por el crecimiento de ingresos como por el cumplimiento oportuno de sus obligaciones de corto plazo.

Los nuevos financiamientos le permitirán un mayor financiamiento de capital de trabajo, recuperar paulatinamente sus niveles de ventas, mejorar la provisión a sus clientes y recuperar su participación en el mercado.

Paralelamente, si bien mantiene márgenes brutos adecuados, la empresa sustenta una estructura operativa pesada en relación con su generación, a nov-2017 los gastos operacionales absorben el 34.7% (32.7% a nov- de los ingresos por ventas. Esta carga operacional crece por la menor generación de ingresos, a pesar de que en términos absolutos el gasto operacional se reducen en 7.9% en comparación con nov-2016. 2016)

El Originador presentó un margen operacional EBITDA⁵ de alrededor de 8.86% en el año 2015 que se disminuyó a 6.51% en el 2016. No obstante el EBITDA operativo no alcanzó para cubrir un costo financiero importante y el pago de impuestos, generándose un resultado final negativo en los dos años.

El EBITDA a nov-2017 es de USD 509M que mantiene una disminución de 6.04% en relación con nov-2016. El resultado final es positivo (USD 46M) ya que no se contabiliza aún el gasto de impuestos a la renta, por lo que para fin de año se podría mantener un resultado similar al del año anterior.

⁵ Ingresos operativos antes de intereses, impuestos, y gastos operativos que no son flujo como depreciaciones, amortizaciones, provisiones de cuentas incobrables y de jubilación patronal.



Estimamos que los negocios conseguidos podrían mantener un potencial de crecimiento importante y las condiciones definidas para la pago de esas ventas aliviarían la presión de sus requerimientos de capital de trabajo.

Para el 2018 las ventas alcanzarían un crecimiento de 79%, sustentado en el nuevo segmento que atenderá la empresa. El EBITDA (USD 1110M) crecerá en 111% en relación lo alcanzado en el 2017, ya que el menor margen bruto se compensará con un menor peso del gasto operativo, dado que una parte del gasto es fijo y se diluye con el crecimiento de ventas.

En la proyección para el año 2018 el margen bruto podría ser menor dado que las ventas históricas de la empresa tienen una mayor rentabilidad que las que corresponden al nuevo segmento atendido.

Por otro lado, una parte del gasto operacional es variable y podría crecer por el crecimiento de ventas, esto implicaría que si bien mejore la eficiencia operacional, y el indicador que relaciona gastos operacionales / ventas mejoren de 34.7% (nov-2016) a 37.4% (dic-2017) y 26.34% a dic-2018, el valor absoluto de gastos crezca en 26% en vez de disminuir (-6.7%) como espera la empresa.

Los gastos financieros de la empresa disminuirán ligeramente por la menor deuda financiera promedio en el año 2018, pero absorbe el 4.26% de los ingresos por ventas. La restructuración de la deuda implicó una ligera reducción a final de 2017, la mayor generación proyectada para el 2018 permitirán el pago paulatino de la deuda financiera 10.7% a final del 2018.

Los ingresos operativos esperados para fin de año 2018 cubren el costo financiero y de impuestos, alcanzando así un resultado final positivo aunque pequeño.

La empresa mantiene históricamente **indicadores altos de endeudamiento** en relación con su capacidad de generación. El promedio de la relación deuda financiera de corto plazo y EBITDA ha estado alrededor de 6.35:1 veces. Pero en los últimos dos años se eleva significativamente a 9.43:1 veces en dic-2016, no obstante desde mayo 2017 los indicadores de endeudamiento disminuyen a nov-2017 llega a 7.78:1 veces, y 8.21 veces en la proyección a dic-2017.

Los indicadores de endeudamiento esperados para 2018 muestran el sostenimiento de esta tendencia, llegando a niveles mucho menores (3.47 veces) debido a la recuperación importante de la generación operativa, reflejando una recuperación de la capacidad de pago, que al momento aún es limitada.

A nov-2017 la reducción de la generación de ingresos precisa un mayor margen de refinanciamiento de la deuda de corto plazo pero mantiene la capacidad de pago del servicio de la deuda. El EBITDA cubre 1.46 veces (nov-2017) el gasto financiero, relación que disminuye ligeramente a 1.38 veces en la proyección de fin de año 2017. La cobertura mejora drásticamente en el 2018 a 3.02 veces, de mantenerse el crecimiento esperado en las ventas y las condiciones de los nuevos negocios emprendidos.

A nov-2017 el EBITDA cubre el gasto financiero y genera un flujo positivo de fondos operativo (FFO), que recibe un aporte adicional de capital de trabajo particularmente de cuentas por cobrar y otros activos corrientes, lo que explica el flujo de caja operativo positivo (CFO), que se refuerza con ingresos no operativos, y cubre el requerimiento de inversiones en capex. No obstante, el cumplimiento de sus obligaciones financieras de corto plazo requirió el refinanciamiento total de la deuda con un margen adicional que permanece a nov-2017 como inversiones de corto plazo, y en diciembre apoyaron el pago de las obligaciones de la titularización.

El ciclo contractivo de las ventas, ocasionó que el flujo de caja operativo (CFO) reciba un aporte positivo de la variación de capital de trabajo, el aporte se da por la recuperación de la cuentas por cobrar y el mantenimiento del financiamiento de proveedores, por el contrario los inventarios empiezan a demandar capital de trabajo de acuerdo con las expectativas de crecimiento de corto plazo. Además la empresa no ha realizado inversiones importantes en CAPEX y genera un flujo de caja libre positivo que ha utilizado para provisionar los fondos de para el próximo pago de la titularización.

La empresa logró un importante financiamiento bancario de largo plazo, gracias a lo cual cambió la estructura de la deuda financiera, reduciendo así la porción de corto plazo, a nov-2017 concentra el 33.3%, cuando a dic-2016 esta porción representó el 59%, este cambio en la estructura de plazos de la deuda reduce la presión de los indicadores de liquidez.

Las obligaciones con el **mercado de valores** se han transferido paulatinamente al corto plazo, según las cifras de nov-2017 asciende a USD 611.6M que constituyen el 14.16% del total de la deuda financiera. El 20-dic-2017 se canceló un dividendo de las dos series de la titularización, con lo que se canceló totalmente la clase A, quedando pendiente un saldo de USD 375M de la clase B, son cuatro dividendos trimestrales de capital de USD 93.75M hasta el 20 de diciembre de 2018.

	SALDO INICIAL	CAPITAL	INTERESES	DIVIDENDOS	SALDO FINAL
20-dic.-17	611,607	236,607	16,797	253,404	375,000
20-mar.-18	375,000	93,750	8,438	102,188	281,250
20-jun.-18	281,250	93,750	6,328	100,078	187,500
20-sep.-18	187,500	93,750	4,219	97,969	93,750
20-dic.-18	93,750	93,750	2,109	95,859	0

Fuente: SECOHI Cia. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

El pago de los dividendos de la titularización de flujos se ha cumplido hasta el momento en tiempo y forma, aunque se mantienen retrasos en la transferencia mensual de fondos al fideicomiso, ya que la recaudación está a cargo del emisor y no existe ningún mecanismo de independencia de flujos que aisle el riesgo de liquidez de la empresa.

A nov-2017 la capacidad de pago de la deuda de corto plazo mejora, tanto por la disminución de la deuda de corto plazo como también por las reservas ya realizadas para el pago de la deuda del mes de diciembre. El flujo de caja libre y el efectivo reservado para el pago de la deuda cubren el 34% de la deuda de corto plazo, por lo tanto necesita refinanciar el restante 66%.

La posición de la empresa mejoró por el financiamiento bancario que permitió la reestructuración de la deuda total y la línea de crédito que apoya la compra de inventarios. Por lo que a la fecha cuenta con un financiamiento adicional en caso de necesitarlo que podría apoyar a liquidez para impulsar su gestión operativa y recuperar la generación de ingresos.

Para el final del año 2017 y particularmente durante el 2018 la deuda financiera se reducirá paulatinamente y se espera que el nivel de endeudamiento en relación con el EBITDA disminuya en relación con el observado en los años anteriores, debido al crecimiento de la generación de ingresos. La mayor generación le permitiría cubrir con amplitud el costo de la deuda, lo que representa una mejor flexibilidad financiera.

A nov-2017 el patrimonio financia el 53.5% de los activos y el pasivo mantiene una relación de 0.87:1 veces su patrimonio tangible⁶ lo que le da una cobertura patrimonial adecuada.

Para los próximos años se espera que la empresa mejore sus niveles de ventas, la gestión comercial busca incorporar nuevos clientes estratégicos que le permitan diversificar las ventas y mejorar el

perfil de crédito de sus clientes y por tanto de sus cuentas por cobrar.

Sin embargo, en el corto plazo se mantendrá aún un flujo de caja con necesidades de refinanciamiento, el flujo de caja libre se mantendrá negativo a dic-2017 pero durante el 2018, la mejor generación de ingresos y requerimientos de capital de trabajo limitados, permitirán que la empresa genere un flujo de caja libre positivo y disminuya paulatinamente sus niveles de deuda financiera.

Por otro lado, en los próximos años no se prevé inversiones importantes en CAPEX; por el contrario la empresa prevé la venta de alguno de sus activos fijos y el cierre de algunos de sus locales de menor generación, no obstante la situación económica complica la factibilidad de lograr su realización efectiva dentro del tiempo que la empresa requiere.

El riesgo de refinanciamiento disminuye también ya que parte de la deuda financiera con Ifi's del exterior se canjeó con nuevas obligaciones a largo plazo. Esta deuda está garantizada con fondos líquidos de los accionistas. A nov-2017 representa el 29.9% de la deuda financiera total y tiene un plazo promedio de vencimiento de 1.9 años, pero la empresa la ha venido renovando sin pagos importantes de capital.

Adicionalmente, hay un saldo de deuda directa con accionistas que a nov-2017 representa el 24.8% de la deuda de corto plazo, igualmente se espera renovar totalmente sin pagos importantes de capital. Sin considerar la deuda directa de corto plazo con accionistas, el resto de la deuda financiera representa 7.13 veces (5.79 a dic-2016) el EBITDA y la capacidad de pago del resto de la deuda financiera mejora. Sin la deuda directa con accionistas que está contabilizada en el corto plazo, el flujo de caja libre cubre el 45% de la deuda de corto plazo a nov-2017.

ANÁLISIS DEL DERECHO DE COBRO TITULARIZADO

Riesgo del Derecho de cobro titularizado

Como se mencionó en párrafos anteriores, la generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá tanto de la continuidad del negocio y riesgo de crédito del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

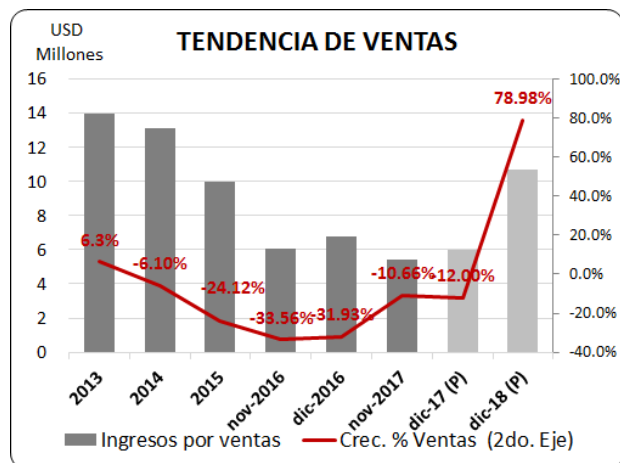
El derecho de cobro transferido está constituido por el 15% del total de las ventas de SECOHI, que analizamos en el punto anterior.

⁶ Patrimonio tangible = Patrimonio - activos diferidos - activos intangibles - cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.



Por este motivo, se considera que la recuperación de las ventas y por tanto de la generación de flujos operativos está vinculada a la continuidad del negocio del Originador, pero también a su capacidad de pago en el corto plazo, ya que de ella depende la transferencia de fondos al fideicomiso, dada la calidad de recaudador del Originador.

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: SECOHI. Proyección ajustada por BWR.
Elaboración: BWR.

La empresa mantiene la tendencia negativa en las ventas, del orden del 24% y 32% de los años 2015 y 2016, y una disminución de 10.7% anualizado con las cifras a nov-2017. Para final dic-2017 se esperaría una disminución de 12% en relación con dic-2016.

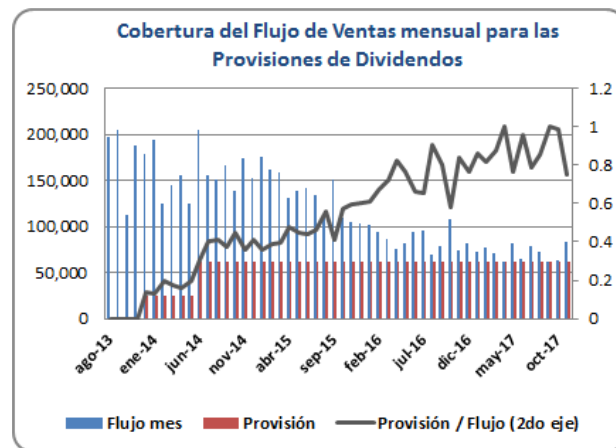
El crecimiento esperado para el 2018 se explica por el financiamiento alcanzado y los resultados positivos de las estrategias comerciales adoptadas que se han descrito anteriormente.

El financiamiento de su capital de trabajo le permitirá recuperar gradualmente su participación de mercado, ya que el año 2016 la empresa restringió sus inventarios y sus ventas, por la presión de liquidez que debió afrontar en un entorno de restricciones en el sistema financiero, y desde el segundo semestre la empresa logró nuevos financiamientos pero aún no ha podido recuperar sus niveles de ventas.

Se debe señalar que las proyecciones de ventas para el 2017 no se alcanzaron, y los nuevos contratos y estrategias de negocios se han retrasado, debido al tiempo que llevó las etapas de análisis y evaluación previa a los trabajos; recién en diciembre 2017 inició el proceso de venta de servicios y repuestos con los nuevos clientes, proceso que tendrá continuidad en la facturación de la empresa desde el mes de febrero.

El derecho de cobro titularizado se fortalecerá en el año 2018 de cumplirse la planificación de la empresa.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión



Fuente: SECOHI Cía. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

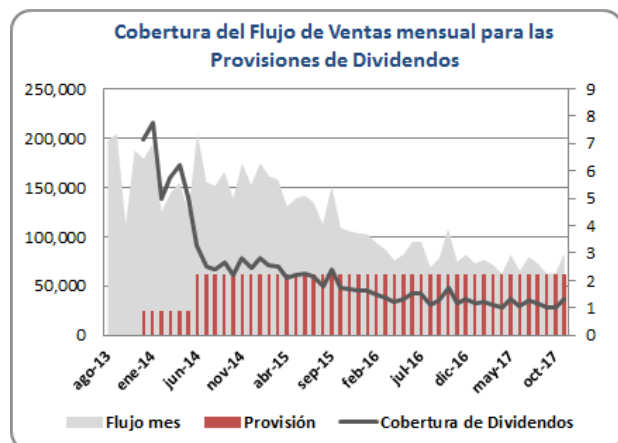
En el presente gráfico puede observarse la relación entre las ventas mensuales o flujo de efectivo recibido por el Fideicomiso y las provisiones realizadas, se advierte el cumplimiento histórico del Originador y agente de recaudo sobre su obligación contractual. Pero también la reducción del exceso de flujos que se había previsto, ya que las provisiones para la titularización representan un porcentaje creciente de las ventas de la empresa.

En el gráfico se observa también la reducción del derecho de cobro titularizado particularmente desde el año 2015, tendencia que se mantiene hasta la fecha, en el período de enero a nov-2017 se registra una reducción de 17.52% del flujo entregado al fideicomiso, en comparación con el mismo período del año 2016. Se debe señalar sin embargo que en el mismo período del año anterior la disminución interanual fue de 36.7%.

El peso de las provisiones mensuales por tanto se acrecienta drásticamente, pasando de un 20% en los primeros meses al 87.7% promedio del enero a noviembre del 2017, y en algunos meses ha llegado al 100%, por lo que la devolución de recursos al Originador es cada vez menor. Lo que evidencia paralelamente la reducción de su capacidad para cumplir en tiempo y forma con los dividendos adeudados a los inversionistas.

Lo dicho se corrobora con algunos atrasos ocurridos en la transferencia de fondos mensuales, ocurridos tanto en algunos meses del 2015 y 2016 como también durante este año, según las fechas de recepción de los flujos de ingresos reportadas

por la Fiduciaria. Si bien se advierte la voluntad de pago del originador para cumplir el pago de las obligaciones de la titularización, no se cumple en tiempo y forma los compromisos de la entrega de flujos mensuales.



Fuente: SECOHI Cía. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

La cobertura de los flujos mensuales ingresados al fideicomiso para las provisiones que se debe realizar para el pago de dividendos trimestrales mantiene la tendencia a disminuir ya observada en los seguimientos anteriores, que pasan de 6.1 veces en promedio en los primeros 6 meses, 1.39 veces durante el año 2016 y 1.15 veces entre enero y noviembre de 2017. De seguir disminuyendo podría ser necesario acudir a la aplicación de la fianza solidaria otorgada por el Originador para poder cumplir con sus obligaciones.

A noviembre 2017 el exceso de flujos aportados durante la vida del fideicomiso, luego de cubrir las provisiones realizadas para el pago a los inversionistas y los gastos del fideicomiso cubren 9.23 veces el índice de desviación calculado en la estructuración de la titularización.

Por otro lado, se mantiene el depósito en garantía de USD 85.000, en la cuenta del fideicomiso, de acuerdo con lo establecido en el contrato del fideicomiso.

Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso se pagan con cargo al flujo al excedente del por devolver al originador.

Desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte se han registrado gastos operativos por USD 63.71M, un promedio de USD 1225 mensuales.

Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados.

FiduEcuador S.A. (Fiduciaria)

En nuestro criterio, la Fiduciaria de la presente titularización cuenta con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente. La empresa fue constituida en el año 2001 y se transformó en FiduEcuador S.A. en el año 2009. Actualmente cuenta con un equipo de expertos fiduciarios con experiencia del mercado ecuatoriano.

Los Directores Principales de la empresa cuentan con preparación académica y larga trayectoria en el sector financiero y de capitales, lo cual se considera positivo.

Por otro lado, tanto el Gerente General como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

▪ 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 los títulos en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte SECOHI Cía. Ltda. mantiene en el mercado de valores únicamente los títulos de la presente titularización.

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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en él expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©. BANKWATCH RATINGS 2017.