

Ecuador  
Tercer Seguimiento

## Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Papel Comercial	NR	AA	-

**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

(Millones USD)	2016	2017
Activos	96,813	112,478
Ventas	81,824	98,023
Margen EBITDA (%)	10.4%	9.6%
ROE (%)*	12.2%	12.5%
Deuda /Capitalización (%)	38.9%	45.4%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.79	-0.13
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.41	-0.38
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	2.67	3.37
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4.38	5.76

## Contactos:

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

Emilio Gaete  
(5932) 226 9767 ext. 115  
[egaete@bwratings.com](mailto:egaete@bwratings.com)

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener al Programa de Papel Comercial emitido por Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. la calificación de "AA". Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

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

**Posición Competitiva Consolidada y altas barreras de entrada:** KUBIEC es un importante competidor local dentro de los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por requerir uso intensivo de capital.

**Generación operativa en recuperación aunque volátil:** En los últimos años la generación de la empresa ha seguido una tendencia creciente, recuperándose de los cambios del entorno operativo, que tiene un impacto directo en la construcción. Su rentabilidad se ha ido expandiendo gracias a la inversión constante en activos fijos que le permiten impulsar nuevos productos en el mercado. Sin embargo, los márgenes de la institución son sensibles a las variaciones del precio internacional del acero, cuya ciclicidad, y actual tendencia al alza han presionado el margen bruto en los últimos dos años. A pesar de que se espera que en el corto plazo el margen operativo se contraiga bajo esta influencia, los resultados se mantendrían crecientes.

**Mayor endeudamiento en relación a la generación:** La relación deuda financiera/EBITDA se expande hasta el cierre del 2017, lo que ubica a la compañía en una posición desfavorable en comparación a la mediana de otras empresas con calificaciones similares. Un mayor apalancamiento responde a su necesidad de capital de trabajo en base al crecimiento del negocio. Con una proyección más conservadora en cuanto al incremento en la generación, la calificación actual contempla la perspectiva de que dicha relación no se expanda significativamente en 2018.

**Liquidez volátil:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación a la deuda de corto plazo. Después de una recuperación en 2015 y 2016, al cierre del 2017 los indicadores de liquidez se presionan especialmente por una fuerte necesidad del capital del trabajo que ocasionó una mayor captación de deuda. Para el siguiente año esperamos que el emisor mantenga niveles similares de deuda con una generación más estable que permita que los indicadores se recuperen. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado y las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras acreedoras.

**La perspectiva de la calificación es estable,** sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara sobre los niveles esperados. La perspectiva también podría cambiar en la medida en que existan cambios en las políticas de manejo de flujos entre KUBIEC y su empresa participada que generaran una vinculación en su riesgo de crédito.

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

Emisión Papel Comercial	
Emisor:	Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A
No. de seguimiento calificación	Tercer seguimiento
Monto Total Programa:	10,000,000
Monto en Circulación:	10,000,000
Número de Resolución:	SCVS.IRQ.DRMV.2016.2310
Fecha de aprobación:	16-sep-16
Fecha Tope Programa:	06-sep-18
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Analytica Securities C.A Casa de Valores
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A

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

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

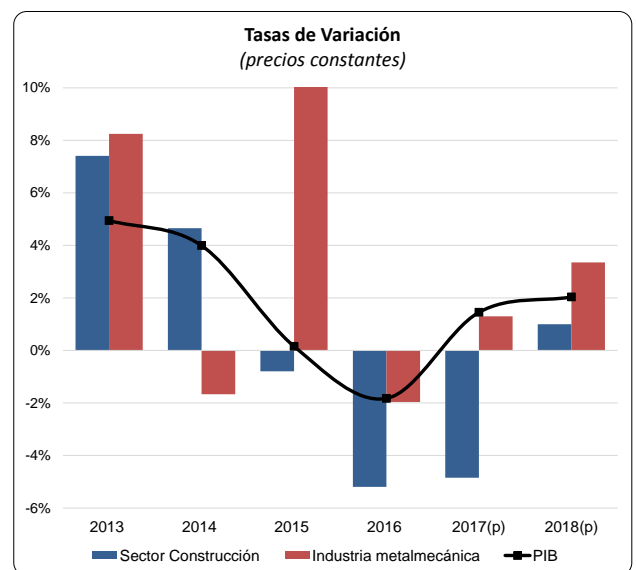
En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2017 la última estimación del Banco Central es de una recuperación económica del orden de 1.5% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares crecería en términos constantes en 4.1%.

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 0.71%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 0.2%, seguido de un modesto 0.6% para 2018. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir

mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

Con base en información del Banco Central, en 2016 la industria metalmecánica representó el 6% del total del sector manufacturero. Esto hace de esta industria una de las más importantes dentro de dicho sector y en general de la economía ecuatoriana por su contribución como insumo con un importante componente de valor agregado para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo. En 2016 la industria metalmecánica tuvo una participación de 0.75% sobre el total del PIB en términos constantes.

**Gráfico 1**



Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: BWR

El desarrollo del sector metalmecánico es parte de la meta gubernamental de cambio de la matriz productiva del país y sustitución de importaciones. Esta necesidad se enmarca en la dependencia de materias primas y producto terminado que existe en relación con el sector externo y que deriva en una balanza comercial deficitaria de este sector.

Las exportaciones en los últimos diez años son en promedio de USD 387 MM, por lo que existen oportunidades para potenciar esta industria, si se consolida el mercado nacional y se mejora la oferta exportable con productos de calidad que cumplan con certificaciones nacionales e internacionales.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <http://www.ekosnegocios.com/Negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9276>

Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) a escala nacional existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero. No obstante, seis empresas controlan más del 80% del mercado de los principales productos que comercializa KUBIEC: IPAC, KUBIEC, NOVACERO, FERROTORRE, DIPAC Y ROOFTEC. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima.

Si bien las actividades de KUBIEC S.A se registran dentro del sector de fabricación de metales y productos derivados del metal, su desempeño ha estado siempre ligado directamente al del sector de la construcción, por ser este su principal mercado. En 2016 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmecánica, las cuales están relacionadas con las actividades del emisor.

En términos constantes, el sector de la construcción ha registrado contracción tanto en 2015 (-0.8%) como en 2016 (-5.2%), que contrastan con los elevados crecimientos presentados en años anteriores. De acuerdo con cifras provisionales del Banco Central de Ecuador, la construcción fue el sector de mayor reducción en términos de PIB en el 2016. En este último año ocupó el tercer lugar en importancia (9.4% del PIB), luego de la manufacturera y el comercio. De esta manera se evidencia que este sigue siendo un sector clave para la economía nacional.

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

La construcción se ha visto afectada no solo por la caída de los precios del petróleo, que provoca menos ingresos económicos al país, sino también por factores como la reducción en la inversión en infraestructura pública. Además, tomando en cuenta la contracción en los ingresos de los hogares, la oferta y demanda de vivienda ha disminuido.

A más de la afectación que presenta la industria por la recesión de los últimos años, la misma ha sufrido una contracción importante tras la aprobación de la Ley para Evitar la Especulación de la Tierra (Ley de Plusvalía) aprobada por la Asamblea Nacional el 27 de diciembre del 2016, cuyo objetivo fue desincentivar la especulación y regular los precios de bienes inmuebles mediante un impuesto del 75% a la ganancia extra que se genere en la segunda venta de inmuebles y

terrenos. Según datos del Banco Central, la construcción decrecerá un 4.85% en el 2017.<sup>2</sup>

Sin embargo, en la Consulta Popular realizada a inicios de febrero del 2018 se aprobó la derogación de esta Ley. Actualmente, el Presidente Lenín Moreno ha propuesto a la Asamblea el proyecto para derogar la norma, que en este momento se encuentra en análisis por una comisión especial. Esto generaría una perspectiva positiva para la reactivación del sector, en el caso de que el nuevo proyecto elimine los desincentivos que afectaron la inversión y el desarrollo de la industria de la construcción. Es importante mencionar que el crecimiento de la industria irá de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

### PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Cubiertas del Ecuador KU-BIEC S.A. se constituye en Quito, Ecuador en el año 1995 y se dedica a la fabricación, comercialización e instalación de cubiertas metálicas y sus productos derivados para la construcción.

En Ecuador, KUBIEC se encuentra dentro las compañías productoras líderes en los mercados de cubiertas, perfiles, canales y correas, vigas de acero y tuberías. Actualmente cuenta con tres plantas industriales en Quito, Guayaquil y en el Cantón Nobol de Guayas. Adicionalmente cuenta con diferentes sucursales u oficinas de ventas en Ambato, Portoviejo, Santo Domingo, Cuenca, Loja, y Machala. En último trimestre del 2017 la compañía ha iniciado sus operaciones en su nueva sucursal comercial en Ibarra.

La empresa se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le da fortalezas frente a competidores sin esta característica. A la fecha de corte KUBIEC produce y comercializa más de 25 productos diferentes de acero y relacionados a la construcción. Los segmentos con alto valor agregado y consecuentemente con mejores márgenes son principalmente aquellos que se comercializan en la línea de vigacero y ciertos productos de la línea de cubiertas.

Dentro de su talento humano, la compañía cuenta a la fecha de análisis con 381 colaboradores. Estos están distribuidos en funcionarios, empleados y en su mayoría obreros. No se han presentado problemas laborales ni se ha conformado un Comité de Empresa.

El giro del negocio tiene un enfoque principal al mercado local, que representa el 98.0% de las ventas de KUBIEC. Sin embargo, la empresa realiza

<sup>2</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ley-plusvalia-asamblea-ecuador-explicacion.html>

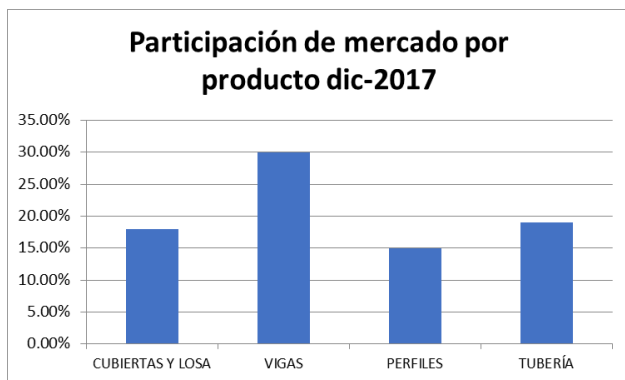
exportaciones de sus productos terminados a distintos destinos entre los que se destacan, Colombia, Perú y Nicaragua.

Alrededor del 27% de las ventas de la empresa se consiguen a través del contacto directo del área comercial con las contrapartes de proyectos de infraestructura, mientras que las líneas masivas como perfilería se negocian generalmente a través de grandes distribuidores a nivel nacional.

La comercialización a través de grandes distribuidores representa aproximadamente el 25% de los ingresos operativos, mientras que la realización directa de proyectos concretos llega a 41%. El restante 8% se entrega principalmente a relacionadas y puntos de venta.

En relación la capacidad instalada total de la empresa se debe destacar que KUBIEC tiene un potencial importante de crecimiento. Esto se debe a que el uso promedio de su capacidad instalada llega a ser durante en 2017 de un 48%.

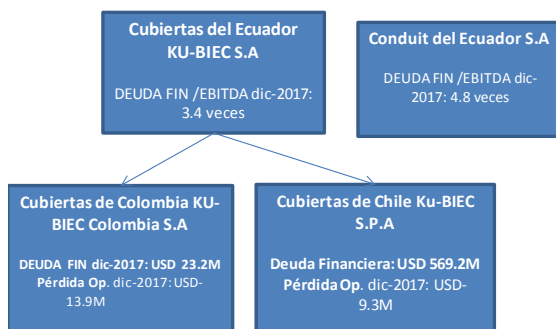
Gráfico 2



Fuente: Kubicec Elaboración: BWR

La participación de mercado de KUBIEC varía dependiendo del segmento. A dic-2017 en el segmento de vigas soldadas y vigas electro, la empresa tiene el 30% del mercado. En el caso de tubería inoxidable y kubiteja (tejas de acero) la empresa abarca el 65% del mercado.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**



\*Convertido a una tasa de 615 pesos chilenos por dólar

\*\*Convertido a una tasa de 2,985 pesos colombianos por dólar

KUBIEC consolida balance con dos subsidiarias internacionales y una participada (CONDUIT). La empresa es poseedora del 98.6% de las acciones de Cubiertas de Colombia S.A Ku-Biec, y el 99.95% de las acciones de la compañía Cubiertas de Chile Ku-Biec S.P.A.

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

En cuanto a la relación de KUBIEC con CONDUIT, las dos empresas financieramente se manejan de manera independiente. No obstante estas consolidan balances ya que ciertas instancias de la administración se manejan de manera conjunta.

KUBIEC no posee acciones en CONDUIT ni viceversa. Tampoco se advierten movimientos significativos entre ellas fuera del ámbito comercial. Cabe mencionar que no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias. En el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2016 elaborado por LEXTAX Servicios Tributarios Integrales S.A., se indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

Por otro lado, en casos puntuales una de las dos empresas realiza inversiones de capital que luego son utilizadas bajo una figura de arriendo por otras empresas relacionadas, lo cual genera una vinculación parcial de los flujos de las dos empresas.

Por tanto, si bien consideramos que la capacidad de pago del emisor debe seguirse evaluando de forma separada, el análisis también considera la evolución de los estados financieros consolidados auditados que se presentan anualmente, y en la medida en que el riesgo sea materialmente distinto al de la posición individual del emisor, esto podría tener un efecto en la calificación otorgada.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

KUBIEC es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, como indica el siguiente cuadro:

Accionistas	PARTICIPACION %
AVELLAN ARTETA FELIPE XAVIER	34.47%
YANDUN CARDENAS HENRY JAVIER	33.16%
OTROS MENORES AL10%	32.37%

Durante los últimos años KUBIEC ha capitalizado sus resultados dependiendo de las necesidades de la empresa. Esta capitalización ha sido dirigida principalmente a la inversión de equipos y desarrollo de nuevos productos. En 2015 se

reinvirtió el 100% de los resultados y de este porcentaje USD 2 MM se capitalizaron. Por otro lado en 2016 se repartió el 64.9% del resultado anterior equivalente a USD 2.5 MM, y en 2017 este porcentaje bajó a 35.1%.

A la fecha de corte el capital social de KUBIEC representa el 71.9% del patrimonio que suma un total de USD 38.3MM. Durante el 2017 el capital social incrementó anualmente en USD 3.9MM, valor que proviene de la capitalización de resultados acumulados.

### ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La administración de KUBIEC está conformada por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y operativa en la industria metalmeccánica es amplia.

La empresa no cuenta con un Directorio formal sin embargo el Directorio de la empresa Conduit, relacionada por accionariado y con quien mantiene una alianza estratégica, interviene informalmente para analizar y evaluar el desempeño de KUBIEC. Esta instancia de Gobierno Corporativo cuenta con tres accionistas, dos familiares de los accionistas y tres suplentes. Los dos principales accionistas completan la mayoría requerida para tomar las decisiones estratégicas de la empresa.

El Gerente General es a su vez el socio fundador de la compañía y tiene amplia experiencia en el sector.

Por otro lado la plana gerencial de la compañía se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros pues una parte importante lleva 5 años o más en la empresa.

Adicionalmente, la empresa cuenta con las certificaciones ISO 9001-2015 y OHSAS 128001:2007, sobre el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud Ocupacional para la ciudad de Quito.

A inicios del 2017 KUBIEC ha establecido una nueva misión y visión orientada a ampliar la gama de negocios manteniendo la calidad y tecnología que exigen las normas ISO.

La nueva planta en Nobol, que inició sus operaciones a mediados del 2014, le ha permitido ampliar su gama de productos de cubiertas además de aumentar la capacidad de producción en líneas de perfiles, livianos y pesados. En el 2017 el proceso productivo se transfirió a esta nueva planta y se mantuvieron las oficinas comerciales en la sede Perimetral.

Para el 2018, la empresa proyecta mantener niveles de resultados similares a los obtenidos en el 2017. Esto sería alcanzado gracias a una optimización de los gastos de operativos

(administración y ventas) que absorba un margen bruto presionado por los incrementos de los precios de la materia prima. Adicionalmente, la estimación de mayores niveles de toneladas vendidas para el 2018 ayudará a reducir el impacto de crecimiento de precios.

En cuanto a la estructura de activos, la empresa planea invertir en activos fijos que vayan alineados a expansión en productividad. Es importante mencionar que la estructura de financiamiento que se adquiera podría impactar en los resultados proyectados.

### PERFIL FINANCIERO

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros tanto individuales como consolidados de KUBIEC; auditados del período 2013 por la firma Baker Tilly Ecuador. Los estados financieros del periodo 2014 y 2016 fueron auditados por la firma Ernst & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades.

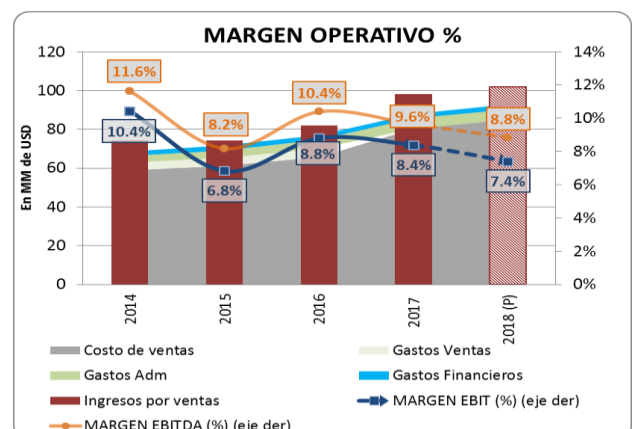
Considerando los plazos máximos para la entrega de los informes de auditoría externa para el período 2017, cuya entrega fue limitada dentro del período de análisis; el presente informe se analiza con la información proporcionada por el KUBIEC con corte a dic-2017.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por KUBIEC y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

Salvo que se indique lo contrario, las cifras presentadas a lo largo del informe corresponden a los estados financieros individuales de KUBIEC.

### Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 3



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Los ingresos de KUBIEC mantienen una vinculación con la dinámica del sector de la construcción, el cual mostró crecimientos importantes en la última década, aunque como se mencionó anteriormente, ha venido desacelerándose en los últimos años.

Considerando la recesión económica del país desde el año 2015, los ingresos en tal año se mantuvieron estables en comparación al 2014. En el 2016 KUBIEC logró contrarrestar la tendencia contractiva del sector con las nuevas líneas de negocio que ha incorporado como resultado de las importantes inversiones de capital realizadas hasta 2016, y la innovación de productos desarrollados adicionalmente para optimizar la utilización de su inventario. Esto junto a un precio del acero más alto en el año, influyeron para que tanto sus ventas nominales como en toneladas se expandan.

Al cierre del 2017, la empresa ha seguido la misma tendencia que el 2016, con un crecimiento en sus resultados de 8% y en sus resultados integrales de 4%. El incremento de la utilidad del ejercicio se explica principalmente por el cierre de proyectos específicos iniciados en años anteriores, lo que permitió mejorar los niveles de ventas (+19.8%). En cuanto al tonelaje, el incremento es notorio al variar anualmente en 10.4%. Se evidencia el cambio en el mix de ventas (productos con mayor valor agregado, pero más costosos) y la influencia del aumento del precio del acero.

Para el 2018 se estima que la tendencia se mantenga con ingresos superiores anuales, pero más conservadores en comparación al crecimiento del cierre del 2017. Las ventas aumentarían en un 3.8% y en tonelaje un 3.2%.

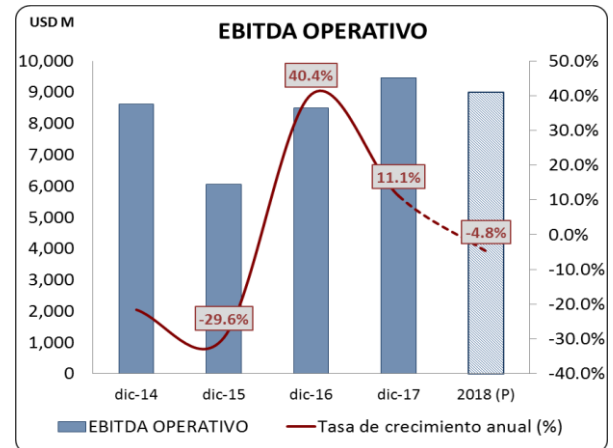
El margen bruto ha tenido volatilidades durante los últimos cuatro años. El margen es sensible al incremento de los precios del acero y por otro lado su movimiento también refleja los esfuerzos de la empresa para participar en proyectos que involucren una mezcla de productos más rentables, con el fin de contrarrestar los efectos de la desaceleración del sector de la construcción. Considerando esto, el margen bruto de KUBIEC en 2017 se ha presionado 1.6pp principalmente por el alza de los precios de la materia prima.

La proyección para el 2018 considera la tendencia creciente de los precios de sus insumos, por tal motivo el margen bruto se contraería hasta alcanzar un indicador de 16.4%. Sin embargo, los esfuerzos de la institución estarán enfocados en optimizar otros gastos que le permitan mantener la utilidad en niveles similares a los 2017.

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, así como de la variación de precios del acero, que es su principal materia prima. El EBITDA al cierre del 2017 se

recupera y supera a los niveles obtenidos en 2014. Esto después de una fuerte reducción en 2015 principalmente por un decrecimiento coyuntural del margen bruto. Considerando la expansión de los ingresos de la empresa, el EBITDA varía positivamente en 11.1% anualmente y en comparación al 2014 en 9.8%.

Gráfico 4

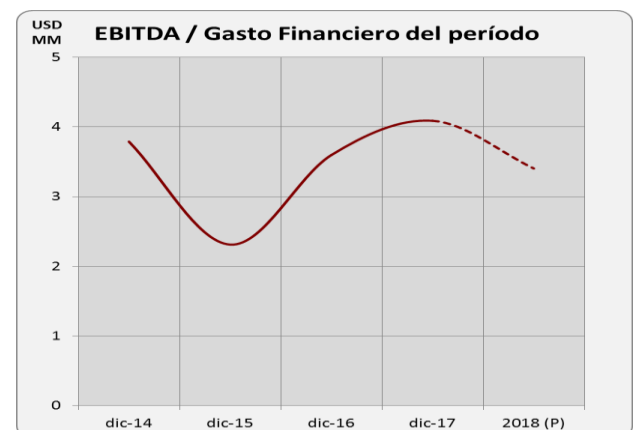


Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Para el presente año, la proyección ajustada estima que el EBITDA se presione en 4.8% considerando un decrecimiento del margen bruto por un aumento en sus costos de producción superior al crecimiento en ventas. Uno de los factores más influyentes para desviar la estimación inicial será el movimiento del precio del acero durante el año.

En cuanto a niveles de eficiencia se observa que el 2017 se obtuvo un indicador de *egreso operativo sobre las ventas* de 9.8%, inferior en 1.2pp al del 2016. La variación positiva es alcanzada gracias a la notable expansión de los ingresos de la institución con un control en sus gastos operacionales.

Gráfico 5



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Con un nivel de gasto financiero relativamente estable durante los últimos, KUBIEC ha mantenido una flexibilidad financiera para cumplir con sus obligaciones. Este ha sido cubierto en promedio en 3.4 veces por el EBITDA. Al cierre del 2017 el indicador se expande a 4.1, pero se proyecta una posible contracción considerando el impacto de su estructura de fondeo para la expansión de activos fijos, junto con crecimiento en ventas más conservador.

**Estructura del Balance**

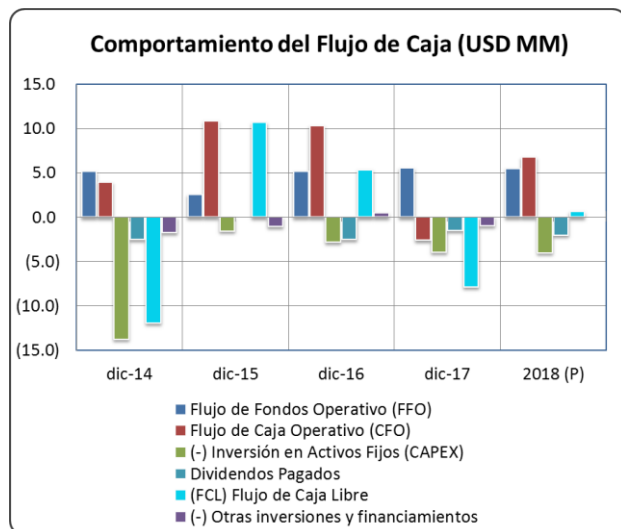
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Total Activo Corriente</b>	58%	56%	58%	60%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	1%	1%	1%	1%
CxC Comerciales	18%	17%	22%	20%
Inventarios Neto	34%	32%	29%	30%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	0%
Gastos anticipados y otros	5%	5%	5%	9%
<b>Total Activo No Corriente</b>	42%	44%	42%	40%
Propiedades	39%	40%	39%	36%
Propiedades de inversión	0%	1%	1%	1%
Activos intangibles	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	1%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	100%	100%	100%	100%

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Total Pasivo Corriente</b>	48%	50%	51%	53%
Deuda Financiera CP	26%	22%	13%	18%
Deuda Comercial	13%	20%	21%	22%
Otros Pasivos CP	9%	8%	17%	13%
<b>Total Pasivo LP</b>	18%	12%	12%	13%
<b>PATRIMONIO</b>	34%	38%	37%	34%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	100%	100%	100%	100%

Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Gráfico 6



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

En 2016 la empresa logró negociar mejores plazos con proveedores y manejó más eficiente su nivel

de inventario. Además recibió anticipos importantes de clientes por el cierre de algunos proyectos específicos. Lo anterior, sumado a un mayor nivel de ingresos diferidos provocó una importante liberación de capital de trabajo. De esta manera la empresa obtuvo en 2016 un CFO (Flujo de Caja Operativo) de USD 9.8 MM.

Tomando en cuenta dicha liberación, un nivel de inversiones de capital netas relativamente pequeño (USD 2.9 MM en 2016), y un pago de dividendos de USD 2.5 MM, la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL) que le permitió reducir la deuda financiera en USD 6 MM respecto al 2015.

En contraste, en el 2017 la empresa obtuvo un flujo de caja libre (FCF) negativo de USD -7.9MM. Esto es explicado por una importante necesidad de capital de trabajo que superó el flujo de los fondos operativos (FFO 2017: USD 5.5MM); junto con mayores inversiones en CAPEX.

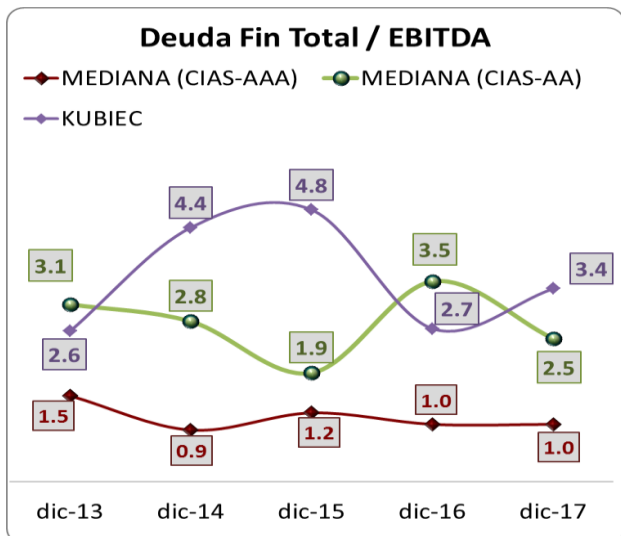
El requerimiento en capital de trabajo (USD 8.1MM) se da tanto por un fuerte crecimiento del negocio, que demandó mayores niveles de inventarios y anticipos a proveedores, como por una contracción de la cuenta de anticipos de clientes en comparación al 2016, por haber correspondido a proyectos terminados en el 2017. Considerando esto, el año cerró con un CFO negativo de USD -2.6MM. Para el 2018 se estima que la situación nuevamente se revierta y se consiga un CFO de 6.8MM.

Las inversiones en activos fijos (CAPEX) realizadas por KUBIEC en el año sumaron un monto de USD 3.9MM, y estuvieron orientadas principalmente a nueva maquinaria y edificios. Durante el 2018, las inversiones se mantendrían en niveles similares y se destinarían igualmente a maquinarias para una expansión de la productividad.

En el año la empresa repartió dividendos por un total de USD 1.5 MM, que representa un 35% del resultado del 2016. En el 2018 se estima que los dividendos repartidos de resultados 2017 incrementen a USD 2.0MM.

Un CFO negativo, junto con un incremento de activos ha requerido que KUBIEC recurra a un mayor financiamiento en el sistema financiero. La empresa incrementó sus obligaciones financieras en el 2017 en USD 6.1MM, de los cuales USD 4.4MM son a corto plazo, alineados a sus requerimientos de capital de trabajo.

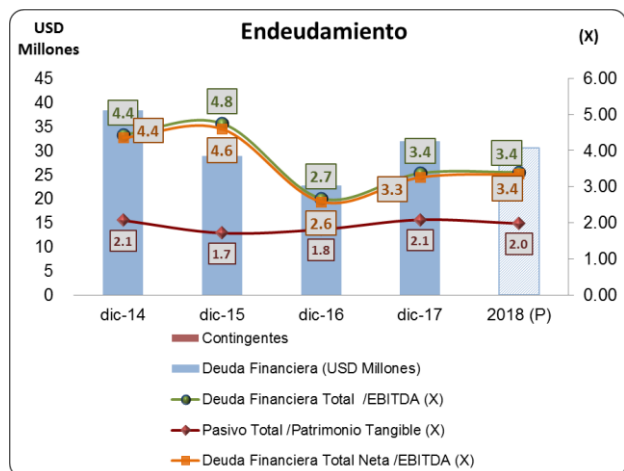
Gráfico 7



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a su pico en 2015 en donde la deuda financiera representó 4.8 veces el EBITDA, por la contracción de la generación. Después de una mejoría en el 2016, el indicador cierra el 2017 en 3.4 veces. El nivel actual compara desfavorablemente con la mediana de otras empresas calificadas por BankWatch Ratings en el mismo rango.

Gráfico 8



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Tomando en cuenta una generación más conservadora en 2018 en comparación al año de análisis, la incertidumbre en relación a la evolución de la economía ecuatoriana y el sector de la construcción, al igual que una necesidad de inversión en activos fijos; se estima que la relación entre el endeudamiento y la generación no tendría cambios significativos a la observada en el 2017.

### Capacidad de Pago y Liquidez

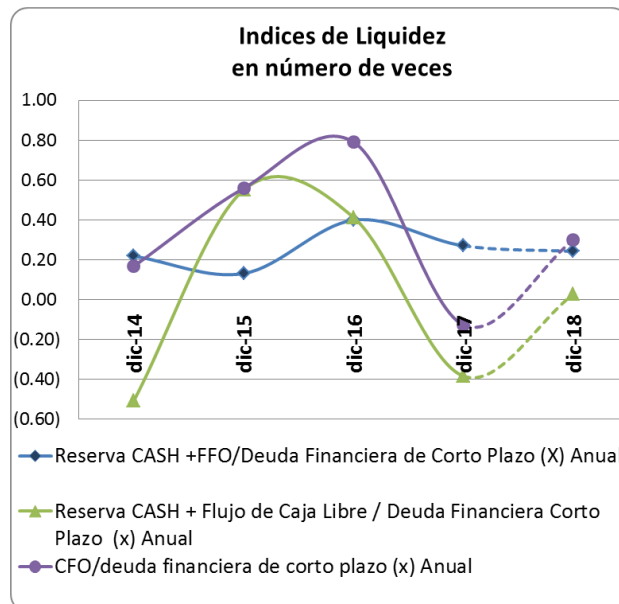
Los requerimientos de liquidez del emisor han estado altamente influenciados históricamente por las variaciones de capital de trabajo. En 2013 y 2014 estos demandaron recursos significativos, mientras que en 2015 y 2016 se dieron liberaciones que permitieron disminuir el endeudamiento financiero.

En el 2017 la liquidez ha sido estrecha debido a que el emisor ha requerido financiar el incremento del capital de trabajo derivado del fuerte crecimiento de las ventas y menor proporción de anticipos de clientes en comparación al 2016 (proyectos ejecutados en el 2017).

En 2018 se espera que KUBIEC vuelva a generar un flujo operativo positivo, pero el mismo se utilizaría casi en su totalidad para la ejecución de sus inversiones en CAPEX y el pago estimado de dividendos. Por este motivo, prácticamente toda la deuda de corto plazo requeriría ser renovada.

Como mitigante se indica que en el caso de que se diera en el mercado una situación de menor liquidez, la empresa tiene la flexibilidad de posponer sus inversiones en CAPEX y por tanto cubrir una porción más importante de su pasivo corriente.

Gráfico 9



Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Por otro lado, la deuda a largo plazo (35.7% de deuda total) tiene vencimientos entre el 2019 y 2022, los cuales en su mayoría vencen dentro de los próximos cuatro años.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado y las garantías reales que respaldan las líneas de crédito de las instituciones financieras

acreedoras. A la fecha de análisis, la empresa cuenta con líneas de crédito disponibles por USD 11.3MM, que podrían llegar a ser utilizadas en el caso de ser requeridas.

**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. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en la tercera prelación, con una cobertura de 1.54 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Fecha de corte	dic-17
Activo Líquido (USD M)	1,082.20
Activo Ajustado (USD M)	109,713
Activo Total (USD M)	112,478

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)*	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	4,864	4,864	0.22	22.56
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	22,131	26,995	0.04	4.06
3era	Deuda sin garantía específica de balance	44,439	71,433	0.02	1.54
<b>TOTAL</b>		<b>71,433</b>	<b>71,433</b>	<b>0.02</b>	<b>1.54</b>

Fuente: KUBIEC Elaboración: BWR

\*Para este cuadro los activos líquidos equivalen a fondos disponibles e inversiones temporales.

La estructura de activos de KUBIEC en base a su naturaleza operativa está distribuida en mayor proporción en activos de corto plazo. Esto representan el 60% del total de activos de la compañía y están distribuidos principalmente en inventarios (30%) y cartera por cobrar (20%) con plazos menores a un año. Se considera que dichos activos a corto plazo son de buena calidad. La empresa se ha enfocado en mantener positivos niveles de calidad de la cartera comercial, aunque esta podría deteriorare en base a la evolución del sector de la construcción y el cumplimiento de los pagos a contratistas por parte del Gobierno.

La diferencia del total de activos (40%) está conforma primordialmente por su por propiedades planta y equipo (36%), cuya capacidad de ser liquidados, así como el valor de liquidación

dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

De acuerdo al cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

**Resguardos del Papel Comercial**

En función del certificado entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión.

Por último se ha recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

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

Debe notarse que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los seis últimos meses calculada por el emisor:

Saldos contables en dólares						
	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17
Activo corriente	58,309	58,591	61,140	61,673	57,749	67,461
Pasivo corriente	48,875	49,236	50,519	49,846	45,962	57,243
Indicador Liquidez Corriente	1.19	1.19	1.21	1.24	1.26	1.18

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

A la fecha de corte de este análisis, KUBIEC no mantiene emisiones en el mercado de valores además de la que se analiza en este informe.

<b>KUBIEC</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ingresos Operativos	72,041	74,040	74,112	81,824	98,023
Costo de Ventas	-54,664	-58,832	-61,204	-65,673	-80,266
Gastos Operativos	-7,891	-7,496	-7,860	-8,959	-9,562
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,486	7,712	5,049	7,192	8,195
Ingresos y Gastos No Operativos	160	519	2,116	405	327
Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,364	-2,311
Impuestos a la renta	-1,705	-1,225	-767	-961	-1,600
Utilidad Neta	6,002	4,734	3,777	4,272	4,612
EBITDA OPERATIVO (antes de depreciación, amortización, y otras provisiones)	10,981	8,608	6,056	8,502	9,449
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	5,013	741	937	753	1,082
Cuentas por Cobrar Comerciales Corto Plazo	15,277	15,690	15,016	21,139	22,066
Inventarios	30,202	30,500	28,810	27,908	33,245
Otros Activos Corrientes	10,085	4,962	6,011	6,010	10,755
Activos Fijos	22,375	35,347	36,372	37,654	40,973
Otros Activos no Corrientes	1,131	2,262	2,838	3,350	4,356
Activos Totales	84,083	89,502	89,984	96,813	112,478
Cuentas por Pagar Proveedores	14,015	11,362	18,388	20,423	24,805
Deuda Financiera Total	28,867	38,245	28,785	22,739	31,872
Otros Pasivos	12,699	9,354	8,419	17,981	17,457
Pasivo Total	55,582	58,961	55,591	61,144	74,133
Patrimonio	28,501	30,541	34,393	35,670	38,345
Patrimonio Tangible	27,933	28,535	32,435	33,687	35,580
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
EBITDA OPERATIVO	10,981	8,608	6,056	8,502	9,449
(-) Gasto Financiero del período	-1,938	-2,272	-2,621	-2,364	-2,311
(-) Impuesto a la renta del período	-1,825	-1,196	-886	-941	-1,600
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,218	5,140	2,549	5,197	5,538
(-) Variación Capital de Trabajo	-10,006	-1,190	8,311	5,094	-8,143
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,787	3,951	10,860	10,291	-2,605
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	160	519	2,116	425	327
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1	-21	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	-26
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-222	-2,502	0	-2,500	-1,496
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5,761	-13,754	-1,541	-2,806	-3,942
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-74	-134	-739	-24	-117
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,685	-11,920	10,695	5,365	-7,860
Otras Inversiones y ventas neto	-830	-1,729	-1,039	496	-944
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-9,515	-13,649	9,656	5,861	-8,803
Variación Neta de Deuda Financiera	13,062	9,377	-9,460	-6,046	9,132
Variación Neta de Capital o Aportes	0	0	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	3,547	-4,272	197	-185	329
<b>Indicadores</b>					
Margen Bruto (%)	24.1%	20.5%	17.4%	19.7%	18.1%
Margen EBIT (%)	13.2%	10.4%	6.8%	8.8%	8.4%
Margen EBITDA (%)	15.2%	11.6%	8.2%	10.4%	9.6%
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.72	3.26	1.97	3.20	3.40
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	5.67	3.79	2.31	3.60	4.09
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.67	3.79	2.31	3.60	4.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.63	4.44	4.75	2.67	3.37
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.17	4.36	4.60	2.59	3.26
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	50%	56%	46%	39%	45%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.39	0.22	0.13	0.40	0.27
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.15)	0.17	0.56	0.79	(0.13)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.48)	(0.51)	0.55	0.41	(0.38)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.48)	(0.51)	0.55	0.41	(0.38)
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	(0.52)	(0.51)	0.50	0.45	(0.40)

<b>KUBIEC CONSOLIDADO</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ingresos Operativos	97,337	100,617	98,630	104,242
Costo de Ventas	-72,790	-80,053	-81,194	-82,964
Gastos Operativos	-11,946	-10,871	-11,256	-13,099
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,601	9,693	6,181	8,179
Ingresos y Gastos No Operativos	-3	451	2,168	667
Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-3,637
Impuestos a la renta	-2,281	-1,603	-1,066	-1,322
Utilidad Neta	7,532	5,102	3,196	3,887
EBITDA OPERATIVO (antes de depreciación, amortización, y otras provisiones)	15,012	11,394	7,614	9,814
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	7,380	1,124	1,282	1,237
Cuentas por Cobrar Comerciales Corto Plazo	19,521	20,794	19,892	24,753
Inventarios	45,685	47,522	45,377	41,535
Otros Activos Corrientes	13,528	9,859	9,022	8,793
Activos Fijos	32,322	45,795	46,991	48,173
Otros Activos no Corrientes	2,329	1,972	4,605	4,825
Activos Totales	120,764	127,138	127,199	129,350
Cuentas por Pagar Proveedores	19,425	19,006	24,290	28,014
Deuda Financiera Total	41,151	52,316	44,969	32,532
Otros Pasivos	17,307	12,319	11,004	21,071
Pasivos Totales	77,883	83,641	80,262	81,618
Patrimonio	42,881	43,497	46,938	47,733
Patrimonio Tangible	41,978	43,079	46,617	47,382
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	15,012	11,394	7,614	9,814
(-) Gasto Financiero del período	-2,785	-3,440	-4,088	-3,637
(-) Impuesto a la renta del período	-2,386	-1,549	-1,242	-1,296
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,841	6,405	2,285	4,880
(-) Variación Capital de Trabajo	-11,186	-4,051	11,352	9,667
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,345	2,354	13,637	14,547
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-3	730	2,494	626
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-279	-325	41
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	137
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,679	-4,293	0	-2,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,617	-14,866	-2,088	-2,374
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-88	-584	-2,616	-465
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10,732	-16,939	11,102	10,014
Otras Inversiones y ventas neto	-56	-483	-3,595	2,377
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-10,788	-17,422	7,506	12,391
Variación Neta de Deuda Financiera	15,841	11,166	-7,348	-12,436
Variación Neta de Capital o Aportes	0	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	5,052	-6,256	159	-45
<b>Indicadores</b>				
Margen Bruto (%)	24.9%	20.4%	17.7%	20.4%
Margen EBIT (%)	13.0%	9.6%	6.3%	7.8%
Margen EBITDA (%)	15.5%	11.3%	7.7%	9.4%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.54	2.86	1.56	2.34
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5.39	3.31	1.86	2.70
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.39	3.31	1.86	2.70
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.97	4.59	5.91	3.32
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.44	4.49	5.74	3.19
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	55%	49%	41%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.21	0.07	0.24
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.05)	0.08	0.44	0.72
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.55)	0.36	0.50
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.43)	(0.55)	0.36	0.50
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	(0.56)	0.24	0.61

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. Esta opinión se basa 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 cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación 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 2017.