

Ecuador  
Emisión de Obligaciones  
Cuarto seguimiento

## NOVACERO S.A.

## Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
2da Emisión de Obligaciones	AA	N/R	N/R

**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.

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

**NA:** No aplica

**NR:** No registra cambio de calificación.

## Resumen Financiero

(USD Millones)	2016 (diciembre)	2017 (noviembre)
Activos	224.8	251.7
Ventas	201.7	232.2
Margen EBITDA (%)	13.82%	12.20%
ROE (%) *	8.69%	8.58%
Deuda / capitalización (%)	52.20%	53.92%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.29	0.17
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.04	-0.21
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	3.56	3.59
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	5.79	5.58

\* Indicador anualizado para noviembre-2017

Fuente: NOVACERO S.A.

Elaboración BWR

## Contactos:

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

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

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de "AA" a la **Segunda Emisión de Obligaciones** de NOVACERO S.A., que se analiza en el presente informe. 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, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

**Posición Competitiva Consolidada y altas barreras de entrada:** Novacero S.A. es una empresa líder del mercado nacional de acero, con participación en varias líneas de negocio que diversifican su operación. La producción de acero se desarrolla bajo altos estándares de calidad y tecnología que influyen en la calidad y costo de los productos. La industria presenta altas barreras de entrada principalmente por tratarse de un segmento de uso intensivo de capital.

**Inversiones constantes de mejora bajo un entorno económico desfavorable:** A pesar de las condiciones actuales del mercado, la Compañía ha mantenido inversiones constantes en CAPEX las cuales le han proporcionado automatizaciones importantes en los procesos productivos.

**Generación operativa volátil y sensible al precio del acero:** En los años analizados la generación de la empresa ha sido volátil, debido a las variaciones del precio internacional del acero y los cambios en el entorno operativo, que tienen un impacto directo en sus líneas de negocio. Por otra parte, en 2017 se aprecia un crecimiento significativo de los ingresos operativos, que se logra tanto gracias a un precio del acero más alto, como a mayores ventas a una importante red local de distribuidores. Se espera que su posición dentro de esta red de distribución continúe y que las estrategias comerciales que manejan actualmente influyan positivamente en las ventas de la Compañía, lo cual mitigaría parcialmente la volatilidad de su principal materia prima.

**Endeudamiento importante en relación con la generación:** Pese al importante crecimiento del EBITDA, el endeudamiento en relación con la generación no ha disminuido de manera importante, y se mantiene en niveles relativamente elevados. El endeudamiento se relaciona principalmente a las constantes inversiones en CAPEX del emisor y en 2017 también se da por el pago de dividendos aprobado. Para 2018 esperamos que esta relación muestre nuevamente una tendencia a disminuir.

**Liquidez volátil:** Históricamente la liquidez de la empresa ha sido volátil y ajustada en relación a la deuda de corto plazo. El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente por la posición de la empresa en el mercado, y el hecho de que el 48% de la deuda financiera vence en un plazo mayor a 1 año.

**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 en relación con la generación se incrementara hasta niveles no consistentes con la calificación otorgada.

**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

Segunda Emisión de Obligaciones				
Emisor:	NOVACERO S.A.			
Clases	A	B	C	D
Fecha Aprobación SCVS	15-abr-13			
Número de Resolución:	Q.IMV.2013.1933			
Monto Total Emisión:	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00
Saldo Insoluto	Cancelada	Cancelada	625,000.00	1,250,000.00
Fecha de emisión:	21-may-13	11-jun-13	21-may-13	05-jun-13
Fecha Vencimiento:	21-may-17	11-jun-17	21-may-18	05-jun-18
Plazo:	1440 días	1440 días	1800 días	1800 días
Tasa de interés:	Tasa Pasiva Referencial +3% anual	Tasa Pasiva Referencial +3% anual	Tasa Pasiva Referencial +3.5% anual	Tasa Pasiva Referencial +3.5% anual
Pago de intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Garantía:	General			
Destino de la Emisión:	Fortalecimiento de negocios de la Compañía.			
Agente Estructurador y Colocador:	Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.			
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.			
Rep. Obligacionistas:	Governance Asesores Corporativos S.A.			

**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%.

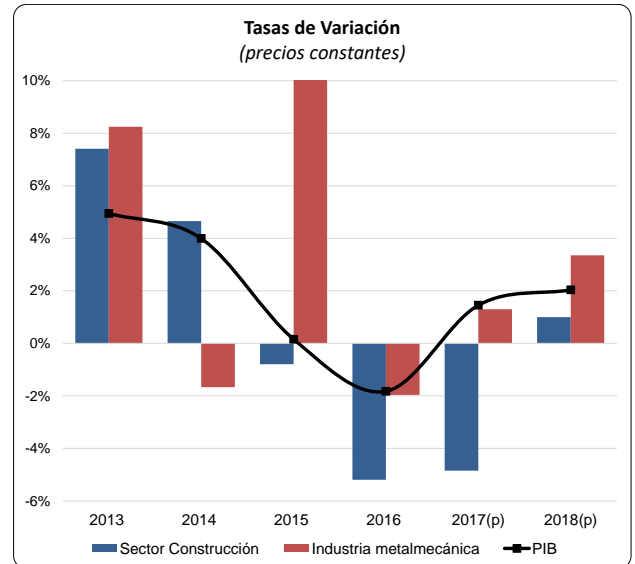
A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.71%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 0.2%, 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.

NOVACERO S.A. se dedica principalmente a la producción y comercialización de tubería de acero, paneles estructurales, perfiles conformados al frío, perfiles laminados en caliente y otros insumos tales como: estructuras metálicas para edificios, puentes, torres de transmisión, guardavías alcantarillas metálicas y otros. En 2016 el comportamiento inestable de la economía ecuatoriana influyó en la desaceleración de algunos sectores incluyendo la industria de la construcción y la metalmeccánica, las cuales están relacionadas con las actividades del emisor.

Con base en información del Banco Central, en 2016 la industria metalmeccánica 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 metalmeccánica 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 metalmeccánico 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>

Actualmente cuatro empresas controlan más del 95% del mercado de productos de acero (laminados, perfiles y trefilados): Acería del Ecuador (ADELCA), Novacero S.A., Acería Nacional del Ecuador (ANDEC), e Ideal Alambrec.

Otras empresas que operan en el sector siderúrgico ecuatoriano son IPAC (tuberías de acero, planchas y flejes, perfiles estructurales de acero, platinas y ángulos laminados, perfilera estructural, acero

<sup>1</sup>

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



inoxidable prepintado blanco y planchas de galvanne, y Trefilados del Ecuador - TREFILEC (trefilado de alambón, varillas trefiladas, mallas electro soldadas, vigas, clavos). Según información de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal) existen aproximadamente veinte empresas que producen cierto tipo de acero a escala nacional. Al mismo tiempo, cerca de veinte mil instituciones lo utilizan como materia prima en el sector agrícola, constructor, alimenticio, hidroeléctrico, maderero y textil.

Si bien las actividades de NOVACERO S.A. se registran dentro del sector de fabricación de metales y productos derivados del metal, su desempeño ha estado ligado históricamente al del sector de la construcción, por ser este su principal mercado.

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 es 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, el Presidente Lenín Moreno ha propuesto la derogación de esta Ley dentro de las siete preguntas de la Consulta Popular a realizarse en el mes de febrero del 2018. Esto ha generado una perspectiva positiva para la reactivación del sector que irá de la mano del crecimiento de la economía en los próximos años.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

NOVACERO S.A. se constituye en el Ecuador en 1973, con el objeto de dedicarse a la fabricación, importación, exportación y comercialización de productos metálicos y no metálicos necesarios para ellos o afines. Actualmente es una de las mayores productoras y comercializadoras de productos de acero en el país. La Compañía es catalogada como una de las 25 empresas más importantes del Ecuador.

Sus oficinas administrativas y comerciales se encuentran en Quito, Guayaquil y Cuenca, lo que le permite atender a más de 400 puntos de distribución a nivel nacional y cuenta con tres plantas industriales ubicadas en Quito, Lasso y Guayaquil.

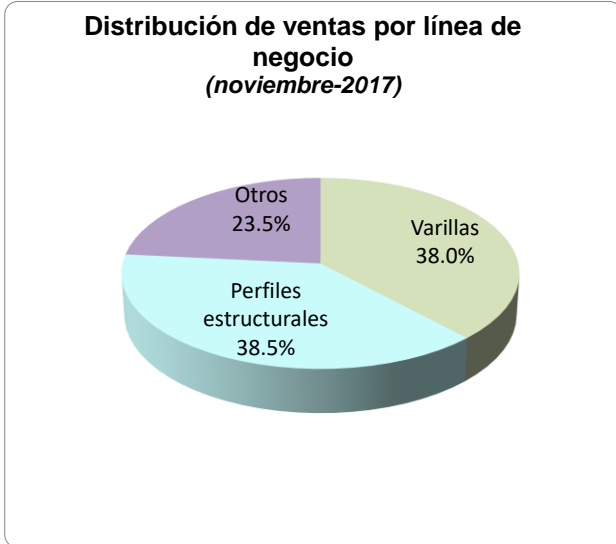
Dentro de la estructura departamental del emisor colaboran 1462 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios, convirtiéndolo en uno de los mayores empleadores locales. Como se mencionó en el seguimiento anterior, la Compañía contrató a más de 180 personas en el 2017, con el objeto de fortalecer su cadena de abastecimiento, algunas de sus líneas de producción en su planta en Guayaquil y el departamento Comercial y de Marketing. El emisor no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

noviembre-2017	
Unidad	Personas
Administración	59
Cadena de abastecimiento	164
Comercial	93
Producción	755
Técnica	391
<b>Total</b>	<b>1,462</b>

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

La empresa se caracteriza por tener una diversificación importante de productos, la cual le brinda fortaleza sobre competidores de la industria más concentrados.

Gráfico 2



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.  
\*Otros incluyen ventas de planta, cubiertas, viales, reventa, producto no conforme, chatarra, otros ingresos y flete.

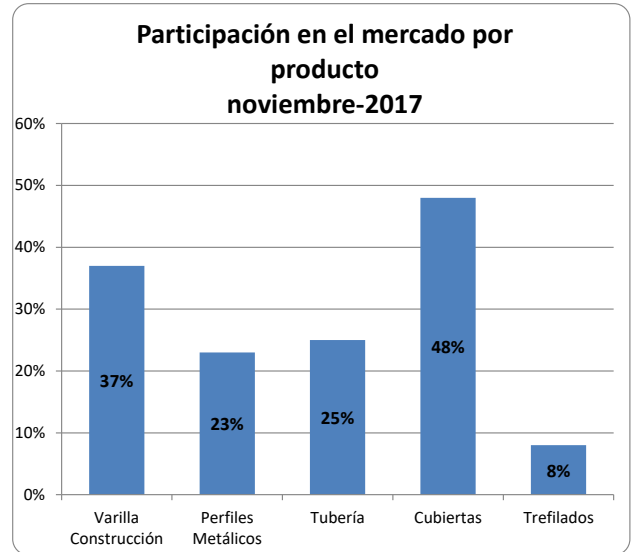
La línea de varillas constituye la línea de negocio más importante, esta consiste en fabricación y venta de varillas cuyas principales características son la resistencia, soldabilidad y ductilidad. De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte noviembre-2017, la Compañía mantiene un 37% de participación de mercado, superado únicamente por ADELCA quien mantiene un 42%. Otro competidor importante es ANDEC que mantiene un 21% de participación. En el 2017 NOVACERO S.A. ha incrementado fuertemente su participación en esta línea gracias al significativo incremento en ventas a una importante red local de distribuidores.

La segunda línea de negocio más importante para la Compañía es la de perfiles estructurados. En esta se puede diferenciar la línea de conformados, que ofrece canales, correas y omegas, y la línea de laminados, que ofrece ángulos estructurales, platinas, barras y tees. El emisor mantiene un 23% de participación de mercado y sus principales competidores en este segmento son IPAC y Ferro Torre.

Otros ingresos provienen de la venta de cubiertas, negocio en el cual la Compañía mantiene un 48% de participación de mercado.

Por último, NOVACERO S.A. se dedica a la venta de materiales viales como guardavías, alcantarillas, puentes metálicos, cerramientos y ofrece servicios conformado y galvanizado.

Gráfico 3



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (más del 99%) pero también exporta producto terminado a países como Colombia, Costa Rica, Perú, Guatemala y Bolivia, especialmente productos de su línea vial.

En cuanto a la capacidad total utilizada de la Compañía, tomando en cuenta sus tres plantas de producción, es de aproximadamente el 85%.

La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la que demanda el país, dando lugar a la importación de la misma. Novacero S.A. consume aproximadamente el 25% de la chatarra a nivel nacional y ha creado una red de microempresarios recicladores, los cuales se encargan de recopilar y venderle la chatarra a la empresa. Actualmente Novacero S.A. trabaja con cerca de 30 centros de acopio a nivel nacional.

La comercialización de los productos de la marca se realiza principalmente a través de su red de distribución a nivel nacional (75%). Un 23% se comercializa directamente a proyectos y un 2% se realiza a través de venta directa en sus plantas y exportaciones.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Los 10 principales clientes representan el 25.82% de las ventas y el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 4.92%, por lo que consideramos que no existe una concentración importante en este aspecto.



## ESTRUCTURA DEL GRUPO

Novacero S.A. no pertenece a ningún grupo empresarial ni tampoco posee empresas subsidiarias.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

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

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
CARULEN SA	45,271,920	99.9%
LUIS VILLACRES SMITH	28,080	0.1%
<b>TOTAL</b>	<b>45,300,000</b>	<b>100%</b>

Con corte noviembre 2017 el patrimonio de NOVACERO S.A. es de USD 94.86MM, y de este el 48% corresponde a capital social.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la capitalización de parte de sus utilidades, lo cual se refleja en un indicador de deuda financiera sobre capitalización<sup>3</sup> de 52.9%.

No existen políticas definidas en cuanto a la repartición de dividendos en la empresa, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo. En 2015 y 2016 no se pagaron dividendos mientras que en 2017 se distribuyó el 43.9% de la utilidad del año anterior.

## GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de Novacero S.A., está conformada por profesionales calificados, con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. La plana gerencial se ha caracterizado por la estabilidad de sus miembros pues gran parte de la misma lleva en promedio 15 años o más en la empresa.

NOVACERO S.A. es gobernada por la Junta General de Accionistas. El Directorio, el Presidente, Vice-Presidente, Gerente General y Gerentes ejercen sus funciones de administración de acuerdo a lo prescrito en la Ley.

La Junta General de Accionistas es el organismo supremo de la Compañía. A este le corresponde la

designación de los cinco directores principales y tres suplentes que integran el Directorio de la Compañía, así como la designación del Presidente, Vice-Presidente, comisarios y auditores externos.

El Directorio tiene como parte de sus atribuciones el designar al Gerente General y Gerentes; dictar las instrucciones y órdenes que estime conveniente para la buena marcha de la empresa; expedir los reglamentos y aprobar los presupuestos necesarios para las diferentes actividades de la compañía; resolver el presupuesto, las inversiones y la adquisición, gravámenes o enajenación de bienes raíces, y autorizar la contratación de préstamos o créditos para la compañía que representen más del cincuenta por ciento del capital social.

El Directorio sesiona regularmente tres veces al año o con mayor frecuencia si es necesario para revisar el cumplimiento del presupuesto y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo. Actualmente está conformado por tres Directores principales que representan los intereses de los accionistas y dos personas externas.

El Presidente de la Compañía se elige cada tres años y puede ser indefinidamente reelegido. Tiene como facultades el presidir las sesiones de la Junta General de Accionistas y del Directorio; velar por el cumplimiento de la Ley, del estatuto y los reglamentos de la compañía; examinar el cumplimiento de los presupuestos, reglamentos o disposiciones aprobadas por el Directorio, e informar a la Junta o al Directorio al respecto, entre otras. Actualmente este puesto lo ocupa Luis Villacres Smith, persona con extensa experiencia en el sector de la construcción y accionista de la Compañía.

El Gerente General debe vigilar la buena marcha de la Compañía y el buen desempeño de los funcionarios y personal de esta, haciendo que cumpla con sus obligaciones. Anualmente somete a consideración del Directorio una proforma de presupuesto de la empresa y vigila el estricto cumplimiento del presupuesto aprobado. Este puesto lo ocupa Ramiro Garzón quien tiene amplia experiencia en la industria siderúrgica y ha permanecido en la empresa más de 30 años.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad, y certificación ISO 14001:2004 sobre Sistema de Gestión Ambiental. Posee además un Departamento de Auditoría Interna que reporta directa e independientemente, ya sea a la Presidencia Ejecutiva o a la Gerencia General.

<sup>3</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

La Compañía utiliza un sistema transaccional y una diversidad de aplicativos adicionales para cubrir los requerimientos de generación de información gerencial y productiva que requiere.

En la Carta de Control Interno emitida por el Auditor Externo, este recomienda que se realice un plan de contingencia al igual que un plan de recuperación ante desastres y un mayor control de las herramientas tecnológicas utilizadas en la Compañía. La Administración al respecto indica que se encuentra trabajando en la elaboración del plan de contingencia y que realiza controles periódicos a sus sistemas tecnológicos.

Anualmente el Departamento de Costos prepara el presupuesto anual de ventas de la entidad, considerando los objetivos estratégicos planteados y las expectativas de mercado. El cumplimiento del presupuesto se lo valida de manera mensual.

Consideramos que la información ha sido presentada de forma transparente, clara y suficiente.

De acuerdo al Informe de Auditoría la empresa ha constituido las provisiones para las prestaciones laborales de acuerdo a lo establecido por ley.

**PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas:**

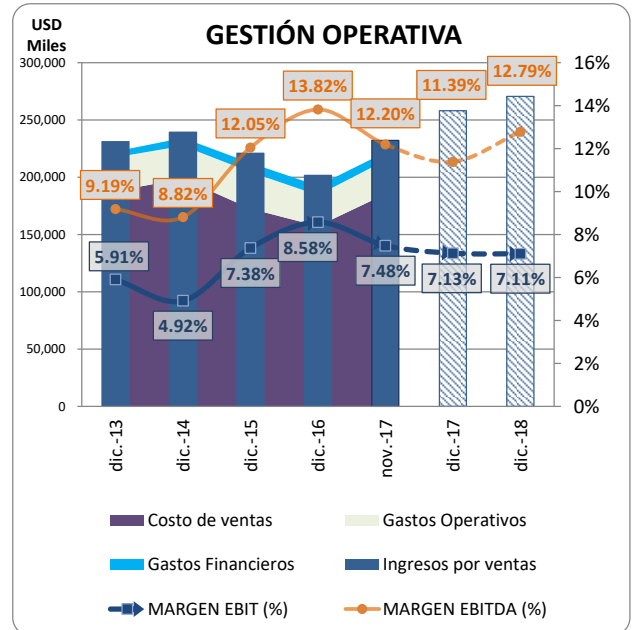
Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros DE NOVACERO S.A., auditados por la firma Kreston As Ecuador Cía, Ltda., y por la firma Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda. para el 2016. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte noviembre-2017.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2017 y 2018, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

**Gestión Operativa y Tendencias**

Los ingresos de NOVACERO S.A. 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.

**Gráfico 4**



Fuente: NOVACERO S.A.  
 \*crecimiento de noviembre-2017 es anual.  
 Elaboración: BWR.  
 Proyecciones ajustadas por BWR.

En 2016 las ventas en dólares cayeron en 8.7%, en línea con la contracción de la economía ecuatoriana, y del sector de la construcción (-8.6% en términos corrientes). Ese año el precio del acero se mostró volátil con una tendencia al alza especialmente desde el segundo semestre del año.

A la fecha de corte (noviembre-2017) observamos un significativo crecimiento anual de los ingresos operativos de 28.8%, que se logra tanto gracias a un precio del acero más alto, como a mayores ventas a una importante red local de distribuidores, que le ha permitido ganar participación aprovechando la contracción de negocio de uno de sus competidores.

Nuestra proyección del 2017 supone un crecimiento anual de 27.9% con un nivel de ingresos estimado en USD 258 MM, en línea con las proyecciones del cliente.

Para finales del 2018 la empresa proyecta un crecimiento de 4.9% en los ingresos totales que creemos posible gracias a la consolidación de su estrategia comercial que esperamos impulse mayores ventas en sus principales líneas de negocio.

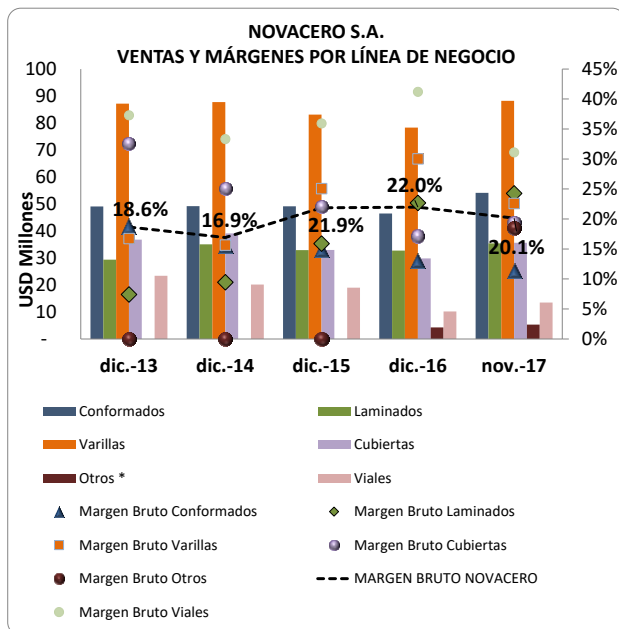
Al igual que las ventas, el margen bruto de la Compañía se ve influenciado por el precio de la materia prima, que se muestra volátil. A la fecha de corte el margen bruto se ubica en 20.14% frente al 26.13% que mantenían en noviembre-2016, sin embargo, esta contracción se debe a una reclasificación de cuentas pues en seguimientos anteriores existían rubros que en los estados

financieros directos se consideraban dentro de los gastos operativos y a la fecha de corte se registran como parte del costo de ventas.

Para finales del 2017 esperamos que el margen se reduzca a 19.92% (21.97% a dic-2016) debido a ajustes en el costo de la línea de varillas y por efectos de oferta y demanda en el último mes del año.

Para el 2018 consideramos un margen de 19.9%, supuesto conservador frente a la proyección del emisor que espera una mejora del margen a 20.3%. El mismo dependerá de las estrategias comerciales que aplique la Compañía y de la volatilidad del precio del acero.

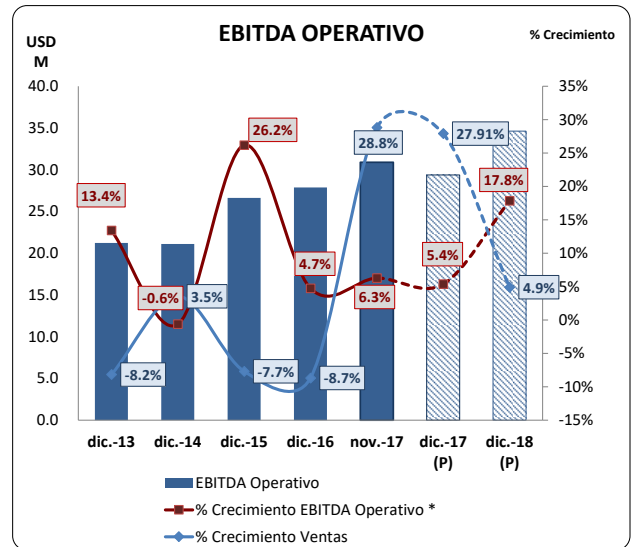
Gráfico 5



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.

El EBITDA al igual que las ventas se muestra volátil en el período analizado. En 2016, a pesar de la contracción de ventas y la volatilidad del precio de la materia prima se observa un crecimiento del EBITDA en 4.7% que se debe principalmente a un mejor control de los gastos operativos que muestran una reducción del 15.6% respecto a los del 2015.

Gráfico 6



Fuente: NOVACERO S.A.  
\*crecimiento de noviembre-2017 es anual.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

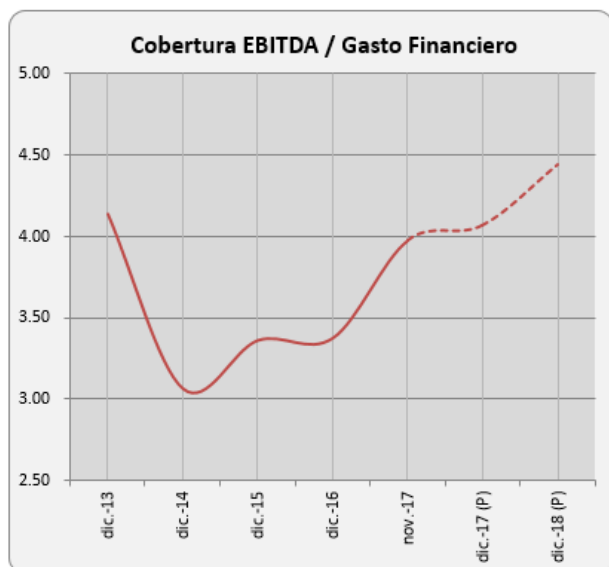
NOVACERO S.A., estaría en capacidad de generar en 2017 un EBITDA de USD 29.3 MM frente a los USD 27.9 MM del 2016 y los USD 26.6 MM de 2015. Por su parte en el 2018 proyectamos un crecimiento del EBITDA gracias al aumento de los ingresos totales de la Compañía.

Es importante tomar en cuenta que por ser una empresa industrial, el componente fijo de la Compañía es relativamente importante por lo cual un crecimiento en ventas permite diluir el gasto y mejorar la eficiencia. Por este motivo esperamos que ante la mayores ventas proyectadas de 2017, el peso del egreso operativo sobre las ventas disminuya de 13.4% en dic-2016 a 12.78% en dic-2017. Como se mencionó en párrafos anteriores, la Compañía ha incrementado su nómina de manera importante para mejorar su cadena de abastecimiento y su servicio al cliente. Si bien esto representa mayores gastos operativos, los mismos han sido diluidos por el importante crecimiento en ventas del 2017.

Novacero S.A. posee flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 3.5 veces. Se espera que este indicador se mantenga en niveles superiores al histórico en los próximos años como se puede apreciar en el gráfico 7.



Gráfico 7



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

### Estructura del Balance

#### ACTIVOS

	dic-13	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	nov-17
<b>Total Activo Corriente</b>		59%	58.1%	46.1%	45.7%	49.6%
Fondos Disponibles		2%	3.4%	0.8%	1.8%	1.8%
Inversiones corto plazo		1%	0.7%	0.3%	0.6%	1.2%
CxC Comerciales		13%	12.6%	12.4%	14.3%	17.2%
Inventarios Neto		38%	33.7%	24.4%	21.3%	24.3%
Otras cuentas por cobrar		0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%
Gastos anticipados		5%	7.0%	8.0%	7.2%	4.6%
Derechos fiduciarios		0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos corrientes		0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%
<b>Total Activo No Corriente</b>		41%	41.9%	53.9%	54.3%	50.4%
Propiedad, planta y equipo		41%	41.8%	52.6%	53.0%	49.2%
Inventarios no corrientes		0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión		0%	0.0%	1.3%	1.3%	1.1%
Activo Financiero no Corriente		0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.		0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos		0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total Activo</b>		<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	nov-17
<b>Total Pasivo Corriente</b>	46%	52.6%	45.7%	37.2%	38.5%
Deuda Financiera CP	32%	39%	29%	23%	21%
Deuda Comercial	8%	10%	13%	11%	12%
Otros Pasivos CP	6%	3%	3%	4%	6%
<b>Total Pasivo LP</b>	19%	14.8%	16.2%	22.3%	23.8%
Deuda Financiera LP	17%	12%	13%	19%	21%
Otros pasivos LP	2%	2%	3%	3%	3%
<b>PATRIMONIO</b>	35.4%	32.6%	38.1%	40.5%	37.7%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: NOVACERO S.A. Elaboración: BWR

### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Históricamente Novacero S.A. ha generado flujos de caja operativos (CFO después de cubrir la variación de capital de trabajo) positivos. La excepción se da en el 2013 por una acumulación coyuntural de inventario que se fue liberando a lo largo del 2014.

En 2016 existió una mejora del EBITDA que influyó en que el FFO de la Compañía fuera un 4.93% superior al del 2015, sin embargo, este año existió un requerimiento de capital de trabajo de USD 2.4 MM, que contrasta con a la importante liberación que existió en 2015. De esta manera la empresa obtuvo en 2016 un CFO (Flujo de Caja Operativo) de USD 14.7 MM.

Tomando en cuenta un nivel de inversiones de activo fijo altas (USD 13.8 MM), y que no se pagaron dividendos, la empresa logró tener un flujo de caja libre (FCL) de USD 2.2 MM. En 2016, las inversiones en capital de trabajo incluyeron la nueva planta en Daule y mejoras en sus centros productivos.

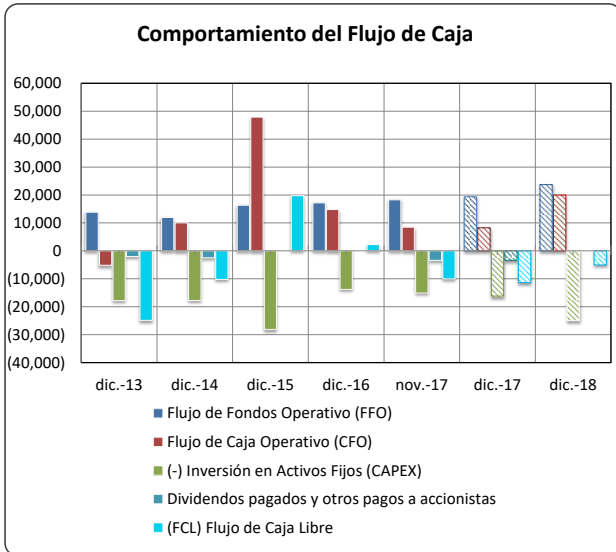
No obstante, con corte noviembre del 2017 la Compañía ha tenido necesidades importantes de capital de trabajo (inventarios y cuentas por cobrar) por USD 9.8 MM. Dicho requerimiento se ha dado principalmente por el fuerte crecimiento del negocio. Al tener un flujo de fondos operativos (FFO) positivo de 18.2 MM, el CFO termina en USD 8.4 MM.

A la fecha de corte se han invertido cerca de USD 15 MM en CAPEX que corresponden principalmente a adecuaciones en la planta de Daule y la modernización de la planta de Lasso. En función del comportamiento de las inversiones de capital hasta el mes de noviembre, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 16.2 MM. De esta manera y considerando el pago de dividendos realizado de USD 3.4 MM se espera que Novacero S.A. cierre el 2017 con un Flujo de Caja Libre (FCL) negativo de USD -11.3 MM.

En 2018 NOVACERO S.A. espera realizar inversiones en CAPEX por aproximadamente USD 25 MM orientadas principalmente a la implementación de un nuevo tren en la planta de Lasso.



Gráfico 8



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

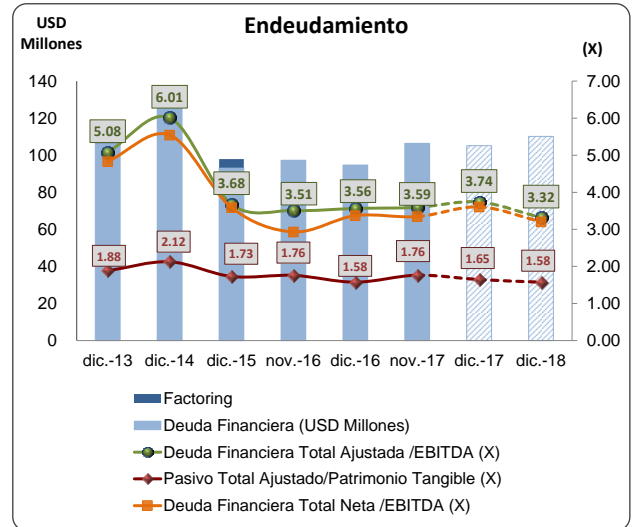
La política de cobro generalmente se adapta al cliente y desde el 2016 se ubica cerca de los 60 días a finales del año.

Las eficiencias en los centros productivos lograron que la empresa optimizara su manejo de inventarios, bajando los días promedio de 160 en 2013 a 110 en diciembre-2016. Es por esto que proyectamos que los días de inventario para finales del 2017 sean cercanos a 107 días.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales están en 180 días para las importaciones y en 45 días para las compras locales. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio en 48 días aproximadamente.

Con respecto al pago de dividendos a los accionistas, este no muestra una tendencia en los años analizados. En 2014 se repartió el 43% del resultado anterior, en 2015 y 2016 se reinvertió el 100%, y para el 2017 se prevé repartir un porcentaje de 43.9%, que ya se observa a la fecha de corte del presente informe. Para el año 2018 no se encuentra programado el pago de dividendos, aunque esta decisión se define cada año.

Gráfico 9



\* Indicador de noviembre-2017 calculado con EBITDA anualizado  
Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

Debido a las constantes inversiones en CAPEX, históricamente Novacero S.A. ha tenido un endeudamiento moderadamente elevado y variable con relación a su generación (EBITDA). El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA llegó a su pico en 2014, año en el que la deuda financiera representó 6.01 veces el EBITDA. La deuda de este año fue más alta de los años analizados (USD 126.8 MM).

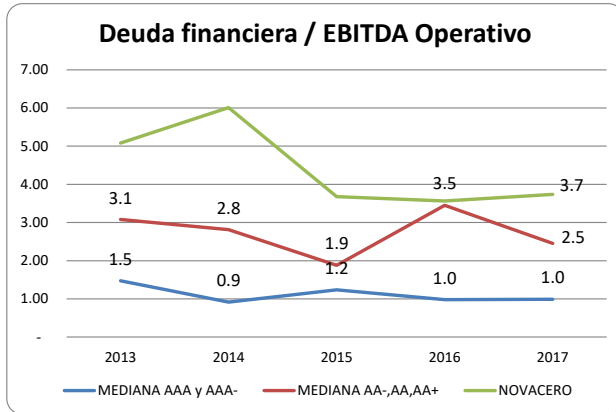
En 2016 el indicador se reduce a 3.56 gracias a un menor endeudamiento en dólares y a que el EBITDA del 2016 fue ligeramente mayor al del 2015, a pesar de la contracción del negocio.

En 2017 la empresa ha requerido incrementar su deuda financiera en USD 9 MM frente a noviembre del año anterior para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo por el aumento de sus ventas, las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos realizado. Esperamos la misma tendencia hasta finales de año, es por ello que creemos que el indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubicará en 3.74 veces como se observa en el gráfico 9.

Es importante mencionar que de la Deuda Financiera Total Ajustada considera los contingentes por determinaciones tributarias que mantiene el emisor que según el informe del 2016 de los auditores independientes este valor asciende a USD 4.6 MM.

El emisor mantiene un nivel de deuda importante en relación a su generación, y lo ubica en el rango superior de los otros emisores calificados por BWR en AA. Para 2018 esperamos que esta relación muestre nuevamente una tendencia a disminuir.

Gráfico 10



\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR  
Elaboración: BWR

Capacidad de Pago y Liquidez

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

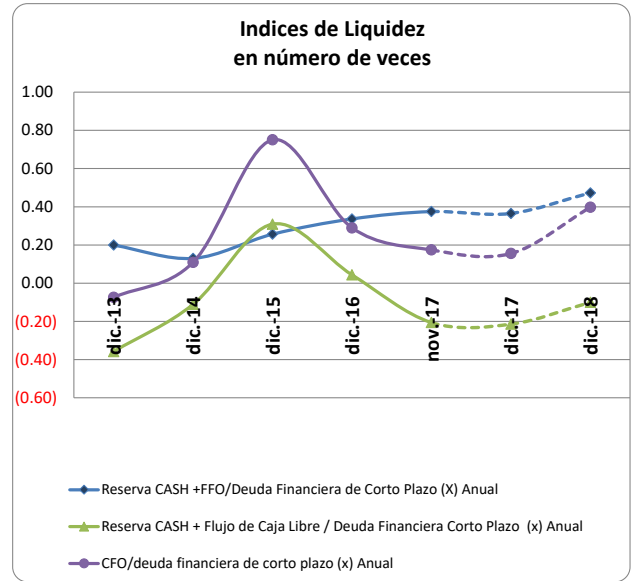
Hasta noviembre-2017 la liquidez ha sido estrecha debido a que el emisor ha requerido financiar el incremento del capital de trabajo derivado del fuerte crecimiento de las ventas, las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos. Estos requerimientos se encuentran cubiertos hasta finales del año.

Para el 2018, el emisor requerirá renovar su deuda en función de la fuerte inversión en CAPEX que se encuentra planificada.

El emisor mantiene una deuda financiera diversificada por acreedores bancarios nacionales. Actualmente NOVACERO S.A. mantiene un 50.22% de su deuda en plazos superiores a un año, estructura que es positiva en un entorno local con incertidumbre. Dichos créditos se encuentran repartidos en vencimientos comprendidos entre 2 y 6 años. Esta estructura de plazos ha mejorado y se espera que se mantenga dentro de esta línea.

Cabe mencionar que el riesgo de refinanciamiento se mitiga por la posición de la empresa en el mercado, su relación con varias instituciones financieras, y la expectativa de que en función de las negociaciones existentes, el emisor siga refinanciando su deuda hacia el largo plazo.

Gráfico 11



Fuente: NOVACERO S.A.  
Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

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

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

Fecha de corte	nov-17
Activo Líquido (USD M)	7,753
Activo Ajustado (USD M)	245,539
Activo Total (USD M)	248,872

nov-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	15,928	15,928	15.42
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	106,414	122,342	2.01
3era	Deuda sin garantía específica de balance	34,472	156,814	1.57
<b>TOTAL</b>		<b>156,814</b>	<b>156,814</b>	<b>1.57</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.57 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.



Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

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.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 49.6% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 50.4% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
jun-17	107,086	87,883	1.22
jul-17	108,895	90,369	1.21
ago-17	116,189	95,456	1.22
sep-17	124,038	101,209	1.23
oct-17	122,508	97,188	1.26
nov-17	124,940	96,827	1.29
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.24</b>

## RESGUARDOS

### Resguardos de la Emisión de Obligaciones

Dentro del contrato de emisión de la emisión de obligaciones calificada Novacero S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

a) Medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social de la emisora, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas (i) Mantener una relación entre pasivos sobre el patrimonio no mayor de 3 a 1, durante el plazo de vigencia de la emisión de Obligaciones de Largo Plazo (ii) Mantener una relación de activos circulantes sobre pasivos circulantes mayor a 1, durante el plazo de vigencia de la emisión.

b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora y

c) Se obliga a mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen

sobre las obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

### Resguardos del Papel Comercial

1. Mantener durante la vigencia del programa un capital de trabajo siempre positivo
2. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores
3. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer de mayor o igual a uno (1)
4. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
5. Se obliga a mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.
6. Se obliga a mantener los niveles de calidad y la excelencia en los procesos que la caracterizan con la finalidad de preservar el cumplimiento del objeto social de la compañía, tendiente a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas. Mantener una relación entre pasivos sobre el patrimonio no mayor de 3 a 1, durante el plazo de vigencia de la emisión de Obligaciones

En función del certificado con corte a noviembre del 2017 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

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.

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

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



liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

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

<b>NOVACERO S.A.</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>nov-17</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	231,125	239,304	220,923	201,737	232,186
% crecimiento	-8.2%	3.5%	-7.7%	-8.7%	28.8%
MARGEN BRUTO (%)	18.6%	16.9%	21.9%	22.0%	20.1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,230	21,097	26,621	27,883	28,317
MARGEN EBITDA (%)	9.2%	8.8%	12.1%	13.8%	12.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,230	21,097	26,621	27,883	28,317
MARGEN EBITDAR (%)	9.2%	8.8%	12.1%	13.8%	12.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,660	11,780	16,298	17,311	17,378
MARGEN EBIT (%)	5.9%	4.9%	7.4%	8.6%	7.5%
Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-7,917	-8,259	-7,121
Impuestos a la renta	-2,248	-2,244	-2,343	-2,457	-2,944
UTILIDAD NETA	5,911	2,726	6,033	7,571	7,313
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	5,351	9,822	2,383	5,373	7,753
Cuentas por Cobrar Comerciales	29,332	29,809	27,190	32,190	43,188
Inventarios	83,465	79,532	53,254	47,878	61,077
Cuentas por Pagar Proveedores	17,597	24,645	29,481	23,657	29,071
Deuda Financiera Total	107,910	126,839	97,927	99,365	111,045
Otros Pasivos	16,835	7,555	8,031	10,783	16,698
Patrimonio	77,836	76,946	83,244	90,984	94,896
Patrimonio Tangible	76,315	74,858	81,033	87,886	91,563
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
EBITDA OPERATIVO	21,230	21,097	26,621	27,883	28,317
(-) Gasto Financiero del período	-5,127	-6,881	-7,917	-8,259	-7,121
(-) Impuesto a la renta del período	-2,248	-2,244	-2,343	-2,457	-2,944
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	13,855	11,971	16,361	17,167	18,252
(-) Variación Capital de Trabajo	-19,004	-1,921	31,525	-2,376	-9,778
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-5,150	10,051	47,886	14,791	8,474
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	14	0	1,974	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-366	0	-3	-761	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	471	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,000	-2,500	0	0	-3,400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17,805	-17,765	-28,144	-13,778	-15,094
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-24,850	-10,201	19,739	2,226	-10,020
Margen de Flujo de Caja Libre %	-10.8%	-4.3%	8.9%	1.1%	-4.3%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	25,201	14,836	-28,091	1,438	11,680
OTRAS INVERSIONES NETO	-193	-164	914	-675	720
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	158	4,471	-7,439	2,989	2,380
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,193	5,351	9,822	2,383	5,373
<b>Indicadores</b>					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.70	2.74	3.07	3.08	3.56
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.14	3.07	3.36	3.38	3.98
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.14	3.07	3.36	3.38	3.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5.08	6.01	3.68	3.56	3.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.83	5.55	3.59	3.37	3.34
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	58%	62%	54%	52%	54%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.20	0.13	0.26	0.34	0.38
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.07)	0.11	0.75	0.29	0.17
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.36)	(0.11)	0.31	0.04	(0.21)
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	(0.36)	(0.11)	0.32	0.03	(0.19)



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

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

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