



# Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

## ITACAMBA CEMENTO S.A.

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 28 de junio de 2019

#### Contacto:

Lima, Perú  
(511) 616 0400

#### Hernán Regis

Lead Analyst  
[hregis@equilibrium.com.pe](mailto:hregis@equilibrium.com.pe)

#### María Luisa Tejada

Analista Senior  
[mtejada@equilibrium.com.pe](mailto:mtejada@equilibrium.com.pe)

La presente calificación de riesgo puede estar sujeta a actualización en cualquier momento y a criterio del Comité de Calificación. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente aplicable.

**Resumen Ejecutivo:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría AA.bo a la Emisión 1 y Emisión 2 del Programa de Bonos Itacamba Cemento S.A. (en adelante, Itacamba Cemento o la Compañía), hasta por un máximo de Bs139,2 millones y Bs522,0 millones, respectivamente. Asimismo, el Comité de Calificación decidió otorgar la calificación AA.bo como Emisor a Itacamba Cemento S.A.

Las calificaciones se sustentan principalmente en el respaldo patrimonial de los accionistas, destacando la participación de Votorantim Cimientos S.A. que actúa como accionista controlador y a su vez brinda soporte técnico a las operaciones de la Compañía. Cabe mencionar que Votorantim Cimientos mantiene actualmente una calificación Ba1 para su deuda de largo plazo, con perspectiva positiva, otorgada por Moody's Investor Service Inc. Asimismo, Votorantim Cimientos es subsidiaria de Votorantim S.A. (Ba1, positivo, por Moody's Investor Service Inc.), siendo el Grupo Votorantim uno de los mayores conglomerados industriales en América Latina, con presencia en 12 países a nivel mundial. Respecto a la industria cementera, Votorantim Cimientos es líder en Brasil y ocupa la sexta posición en el ranking mundial de compañías cementeras (sin considerar a las empresas de China), con una capacidad instalada total de 52,8 millones de toneladas de cemento. De igual modo, la evaluación considera el respaldo del accionista Cementos Molins S.A. (a través de CeMolins International S.L.U.), empresa española con 90 años de experiencia en el rubro del cemento, desarrollando su negocio en ocho países a nivel mundial. Asimismo, la calificación asignada considera la ubicación estratégica de la Planta Yacuses sobre la cual la Compañía desarrolla sus actividades, toda vez que dicha Planta está localizada en la provincia de Germán Bush, departamento de Santa Cruz, siendo la única planta integral de cemento en el oriente de Bolivia. Al respecto, resulta necesario señalar que Santa Cruz es el departamento que más contribuye al PBI de El Estado Plurinacional de Bolivia en la actualidad. La Planta está localizada muy cerca de las canteras de caliza, principal insumo para la fabricación de cemento; estando

Instrumento	Calificación EQL (*)	Equivalencia ASFI (*)
Emisor	(nueva) AA.bo	AA2
Bonos Corporativos	AA.bo	AA2

(\*) Para mayor detalle sobre la definición de la calificación asignada consultar Anexo I.

también ubicada junto a la carretera bioceánica y a la ferrovía, factor que le brinda a la Compañía acceder a costos de logística y transporte más eficientes con relación a sus competidores. En esta línea, la Compañía mantiene un contrato con Ferrovía Oriental S.A. (FOSA) para transportar sus productos vía férrea desde la Planta Yacuses hasta el centro de distribución en Guaracachi en Santa Cruz. Cabe indicar que el transporte vía férrea está asociado a un menor costo versus el transporte terrestre. No menos relevante es de mencionar que la Planta Yacuses ésta cercana a la frontera con Brasil y a la hidrovía, permitiendo la posibilidad exportar a otros países. En ese sentido, desde el ejercicio 2017, la Compañía empezó a exportar cemento a Argentina y Clinker a Paraguay, siendo la primera empresa boliviana en exportar cemento. También, se ha considerado dentro de la evaluación que la Planta está conectada al ramal a través del cual Bolivia exporta gas a Brasil, situación que reduce el riesgo de desabastecimiento del combustible para la producción de cemento. Todos estos factores comentados, aunados a la alta tecnología de la Planta Yacuses, se traducen en menores costos que le permiten a la Compañía, actualmente, un mejor manejo de márgenes como estrategia para incrementar su cuota de mercado. Al respecto, desde el inicio de operaciones de la Planta en febrero de 2017, la participación de mercado de la Compañía ha venido incrementando de manera sostenida, alcanzado una participación de 16,1% al cierre de enero de 2019 (7,1% a enero de 2017), ubicándose en la tercera posición a nivel país. Cabe indicar que, en el departamento de Santa Cruz, la Compañía ocupa el tercer lugar con una participación de 32,8%; y, además, en el departamento de Beni es líder de mercado con una cuota de 43,3%. Otro factor positivo considerado en la evaluación es que al tener la Compañía accionistas con elevada experiencia en la industria del cemento, los estándares ambientales aplicados son más rigurosos, situación que asegura el cumplimiento de las licencias ambientales y de funcionamiento. No menos relevante es resaltar la amplia experiencia en el rubro cementero de la Plana Ejecutiva y del Directorio de la Compañía.

A pesar de lo señalado anteriormente, a la fecha las calificaciones de las emisiones se encuentran limitadas por la subordinación que mantienen con respecto a otras obligaciones financieras de la Compañía que se encuentran garantizadas con activos. Al respecto, inicialmente el préstamo bancario sindicado que se obtuvo para financiar la construcción de la Planta Yacuses mantuvo como garantías la misma Planta y otros activos (maquinaria y equipo) cuyo valor total cubría la deuda en 1,4 veces. Asimismo, el nuevo crédito bancario obtenido de Banco Bisa S.A. obtenido a fines de mayo de 2019, con el que se terminó de cancelar el crédito sindicado y del cual se brindará mayor detalle más adelante, tiene en garantía maquinaria y equipos que cubren en 1,4 veces el saldo adeudado. Por otro lado, se observa el elevado apalancamiento financiero (deuda financiera total / EBITDA LTM) que registra la Compañía (9,6 veces al 31 de marzo de 2019), lo cual recoge el endeudamiento contraído para la construcción de la Planta Yacuses. No obstante lo anterior, la evaluación considera la reducción gradual del ratio de endeudamiento financiero en el mediano plazo sustentado en los mayores volúmenes de venta y generación, de acuerdo con las proyecciones financieras remitidas por la Gerencia de la Compañía. También, se debe mencionar que, si bien se espera que la Compañía continúe incrementando su participación de mercado en los siguientes años, existe el potencial riesgo de afectación de márgenes por la expansión de plantas de competidores de cemento en el país en un mediano plazo. Asimismo, existe el riesgo potencial de la disminución paulatina del subsidio de diésel en los siguientes años, hecho que incrementaría los costos de transporte y distribución de la Compañía y del resto de empresas cementeras del país. La evaluación toma en cuenta también que, el riesgo de devaluación del tipo de cambio en los siguientes ejercicios podría impactar en los costos de la Compañía; no obstante, el impacto sería acotado toda vez que los ingresos se dan en moneda local al igual que la mayor parte de sus obligaciones. Adicionalmente, se observa que la Compañía no cuenta formalmente con una política de dividendos establecida ni Directores Independientes; no obstante, la Compañía señala que sigue estándares de Gobierno Corporativo en línea con los lineamientos de los accionistas internacionales.

Como hecho relevante de la Compañía, se debe mencionar que, en el mes de febrero de 2017, Itacamba Cemento inauguró la

Planta Yacuses con una capacidad de producción de 950 mil toneladas al año. La construcción y puesta en marcha de la Planta Yacuses totalizó una inversión aproximada de US\$220,0 millones, la cual se financió de la siguiente manera: i) préstamo bancario sindicado en Bolivianos por el equivalente a US\$120,0 millones; ii) aporte de capital de los accionistas por el equivalente a US\$69,6 millones; y iii) caja y generación propia de la Compañía por el saldo remanente. Respecto del crédito bancario sindicado, el mismo fue otorgado en el mes de noviembre de 2015 por seis bancos locales. El vencimiento de dicho crédito será en setiembre de 2025 e incluye 36 meses de periodo de gracia desde su primer desembolso.

Otro hecho relevante corresponde a la colocación de la Emisión 1 y Emisión 2 del Programa de Bonos Itacamba Cemento S.A. en el mes de abril de 2019, por montos de Bs115,50 millones y Bs534,31 millones, respectivamente; fondos con los que se prepagó anticipadamente parte importante del crédito sindicado, cuyo saldo al cierre de marzo de 2019 ascendía a Bs798,4 millones. Adicionalmente, y posterior a la fecha analizada, el 30 de mayo de 2019, la Compañía obtuvo un crédito de Banco Bisa S.A. por Bs243,6 millones destinado a pre-pagar la totalidad del saldo remanente del crédito sindicado. Este préstamo con Banco Bisa devengará una tasa de 5,55% y tiene un plazo de 8 años que incluye 2 años de periodo de gracia. Asimismo, el préstamo tiene garantía de prendas sobre equipos y maquinaria de la planta Yacuses por un valor máximo de USD50,0 millones, estando la Compañía obligada a cumplir los mismos compromisos financieros de las emisiones de bonos. Cabe agregar que, de acuerdo con lo informado por la Gerencia de la Compañía, se ha solicitado el levantamiento de las garantías del crédito sindicado original. Como consecuencia de la recomposición de la deuda financiera de la Compañía (mayor duración) y una reducción en la tasa de interés, se esperaría una mejora en los resultados de la Compañía, potenciados con el sostenimiento de la tendencia positiva en el nivel de ventas.

Finalmente, Equilibrium continuará realizando el monitoreo pertinente a la evolución del desempeño financiero de la Compañía y de sus proyecciones financieras. Cualquier desviación material respecto de éstas últimas, conllevaría a modificaciones de las calificaciones de riesgo otorgadas a la Compañía.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:**

- Eliminación de la subordinación de las Emisiones de Bonos con respecto al préstamo bancario que reemplazó el sindicado o incorporación de garantías al Programa de Emisiones.
- Reducción paulatina de la palanca financiera de la Compañía, aunado a una mejora en la cobertura de gastos financieros y servicio de deuda con el EBITDA (EBITDA LTM / gastos financieros LTM + parte corriente de la deuda de largo plazo) y Flujo de Caja Operativo.
- Incremento sostenido en el nivel de ventas que conlleve a un aumento significativo de la participación de mercado.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Calificación:**

- Pérdida del respaldo patrimonial.
- Desviaciones significativas en las proyecciones financieras, incluyendo incremento en el nivel de apalancamiento financiero.
- Incumplimiento de compromisos financieros.
- Reducción sostenida en el volumen de ventas y consecuentemente pérdida de participación de mercado.
- Modificaciones en la regulación que impacten directamente en el negocio de la Compañía.

#### **Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Generalidades

Itacamba Cemento S.A. se constituyó el 8 de abril de 1997 producto de la asociación de las empresas Compañía de Cemento Camba S.A. (COCECA) y la empresa brasileña Votorantim Cimientos S.A. Previamente, en el año 1991, el Grupo Tuma Parejas, propietarios de COCECA, empezó a operar una planta de molienda de caliza en Puerto Quijaró con el apoyo tecnológico y financiero de Votorantim Cimientos, momento en el cual nació la marca Cemento Camba, bajo la cual hoy en día la Compañía comercializa sus productos. La Compañía está domiciliada en la ciudad de Santa Cruz de la Sierra y se dedica principalmente a la industria de la fabricación de cemento y derivados para la construcción civil, así como la comercialización de cemento producido en Bolivia y derivados, y comercialización de materiales para la construcción.

Como hecho relevante se debe mencionar que, en febrero de 2017 la Compañía inauguró la Planta Yacuses (ubicada en la provincia de German Bush, departamento de Santa Cruz), siendo la primera y única planta integral de cemento del oriente de Bolivia, con una capacidad de producción de 950 mil toneladas al año. La Planta Yacuses se construyó con altos estándares de tecnología, teniendo la capacidad para realizar el proceso completo de fabricación de cemento. Si bien la construcción de la Planta Yacuses abarcó 2 años, los estudios de factibilidad técnica y viabilidad e impacto ambiental para la instalación de la Planta se iniciaron en el año 2010. Cabe indicar que, para iniciar la construcción de la Yacuses, fue fundamental que la empresa YPFB Transierra S.A aprobara la provisión de gas para la zona, hecho que se dio en el año 2013. Un año más tarde, en el 2014, se incorporó la empresa española Cementos Molins S.A. al accionariado de la Compañía. La construcción y puesta en marcha de la Planta Yacuses significó una inversión aproximada de US\$220,0 millones, financiada de acuerdo con lo mencionado anteriormente en el resumen ejecutivo del presente informe.

### Grupo Económico

Itacamba Cemento consolida dentro de las operaciones de Votorantim Cimientos, accionista controlador de la Compañía. Votorantim Cimientos pertenece al Grupo Votorantim, uno de los mayores conglomerados industriales en América Latina con presencia en diversos sectores tales como: cemento, zinc y derivados, aluminio, acero, energía, celulosa y bancario. Al 31 de marzo de 2019, los activos de Votorantim S.A. (matriz) totalizaron US\$21.706 millones, mientras que los ingresos ascendieron a US\$8.830 millones de considerar los últimos doce meses.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo III del informe.

### Operaciones

El centro de producción de la Compañía es la Planta Yacuses, cuyo porcentaje de utilización en producción de cemento asciende a 65% de la capacidad total instalada. Para el abastecimiento de caliza, principal insumo para la fabricación de cemento, la Compañía mantiene un convenio con GB Minerales y Agregados S.A., empresa minera que ostenta las concesiones de las áreas mineras Chachi y Gladys, ubicadas muy cerca de la Planta Yacuses. La Compañía comercializa dos tipos de cemento: Cemento Portland IF-30 y Cemento Portland IF-40,

siendo este último de mayor resistencia por su mayor contenido de Clinker. La comercialización de cemento se realiza en bolsas de 50 kg, en bolsas grandes de 2 TN y a granel. A continuación, se presenta la evolución de la producción de la Compañía por tipo de producto, en toneladas métricas, para los últimos cuatro ejercicios:

Producción (TM)	Mar.16	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Cemento IF30	160.834	245.160	340.897	364.192
Cemento IF40	-	-	127.361	285.028

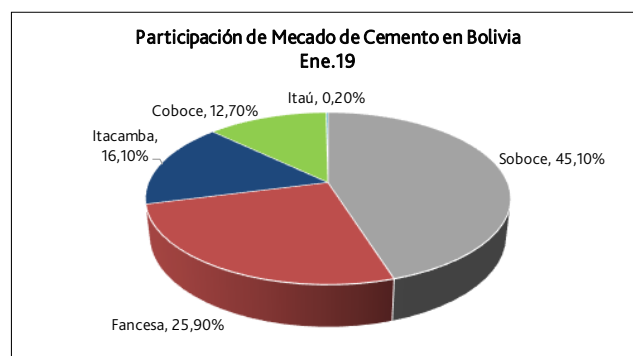
Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Para el transporte del cemento hacia los centros de distribución, en adición a contratos con transportistas, Itacamba Cemento mantiene un contrato con Ferrovial Oriental S.A. (FOSA) para transportar el producto vía férrea desde la Planta Yacuses hasta el centro de distribución en Guaracachi en Santa Cruz. Desde Guaracachi se realizan los envíos para atender a los clientes ubicados en diferentes zonas del país. En la actualidad, la Compañía vende sus productos en 8 de los 9 departamentos de Bolivia (a excepción de Pando), teniendo 3 sedes propias de distribución en las principales ciudades como La Paz y Cochabamba; en adición a Santa Cruz. Cabe indicar que, el 31 de marzo de 2019, por temas de eficiencia, la Compañía cerró el centro de distribución ubicado en Trinidad.

La ubicación estratégica de la Planta Yacuses, próxima a la hidrovía, permite la exportación a otros mercados. En ese sentido, a partir del 2017 la Compañía empezó a exportar cemento a Argentina y Clinker a Paraguay, siendo la primera vez que una empresa boliviana exportó cemento a otros países. La Compañía también vende Clinker en el mercado local. Cabe agregar que, la Planta Yacuses está ubicada en el ramal del gasoducto hacia Brasil, por lo cual mantiene un contrato con YPFB Transierra para el abastecimiento de gas natural, utilizado como combustible para la fabricación de cemento. Asimismo, la Planta Yacuses es autogeneradora de energía, para lo cual la Compañía mantiene un contrato con la empresa Gas y Energía S.A.

### Posicionamiento en el Mercado

El mercado de cemento de Bolivia está concentrado en cuatro empresas, estando la participación de mercado en línea con la capacidad de producción de cada una de ellas. En el gráfico siguiente, se muestra la participación de mercado al cierre del enero de 2019:



Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

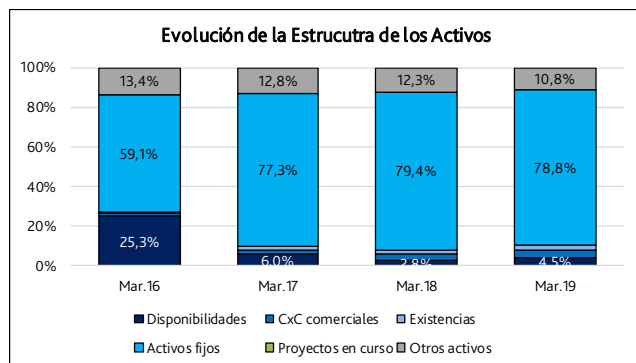
Cabe señalar que, desde el inicio de operaciones de la Planta Yacuses, Itacamba Cemento ha ido ganando mayor participación de mercado, producto de la eficiencia en costos respecto de sus competidores al ser la única planta integral de cemento en el

oriente de Bolivia. Se debe indicar que, en Santa Cruz, la participación de mercado de la Compañía a enero de 2019 asciende a 32,8% (26,8% a enero de 2018). Otro departamento relevante para la Compañía es Beni, en donde mantiene el 43,3% de participación de mercado. Asimismo, resulta relevante agregar que, la participación de mercado de la Compañía ha venido evolucionando de manera favorable en el departamento de La Paz, llegando a participar con el 14,6% de la cuota de mercado al cierre de enero de 2019 (3,2% a enero de 2018).

## ANÁLISIS FINANCIERO

### Activos y Liquidez

Al 31 de marzo de 2019, la Compañía registró activos totales por Bs1.540,0 millones, nivel inferior en 5,2% a lo registrado en el mismo periodo del ejercicio anterior. El menor nivel de activos se explica principalmente por la disminución interanual del activo fijo en 6,0% debido a la mayor depreciación registrada en el periodo. Cabe agregar que, el activo fijo representa el principal activo de la Compañía, tal y como se muestra continuación:

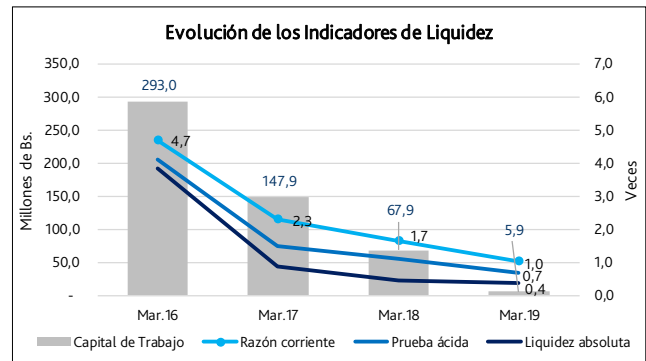


Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

La disminución de los activos estuvo contrarrestada parcialmente por el mayor saldo de disponibilidades (+50,7% interanual) producto de los mayores fondos mantenidos en bancos en moneda nacional a raíz de la disminución de las cuentas por cobrar comerciales y con relacionadas de la Compañía. Asimismo, se observó un aumento interanual de 14,0% en las existencias, en línea con el mayor volumen de producción de la Compañía.

Con relación a los indicadores de liquidez de la Compañía, estos mostraron ajustes respecto a marzo de 2018 como consecuencia del cómputo de una porción del préstamo sindicado dentro del pasivo corriente, que generó un aumento interanual de 75,2% de este último. Cabe mencionar que, a pesar del ajuste en los indicadores de liquidez, la Compañía mantiene capital de trabajo en niveles positivos. Asimismo, se debe resaltar que, al 31 de marzo de 2019, la Compañía registró un flujo de efectivo de actividades operativas (FCO) de Bs80,2 millones, significativamente superior al FCO negativo por Bs12,0 millones observado al finalizar marzo de 2018. El mayor FCO se explica principalmente por la mejor posición neta en cuentas con empresas relacionadas y en cuentas por cobrar comerciales.

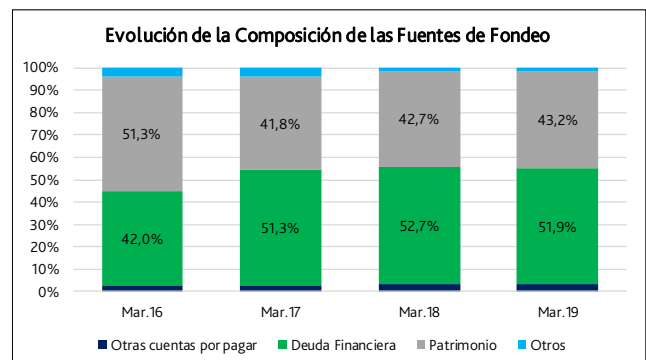
La evolución de los indicadores de liquidez de la Compañía se muestra a continuación:



Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

### Estructura Financiera y Endeudamiento

Al cierre de marzo de 2019, los activos de la Compañía estuvieron financiados en 43,2% por el patrimonio y el 56,8% restante con financiamiento de terceros, lo cual está conformado principalmente por deuda financiera (Bs780,0 millones al 31 de marzo de 2019). Como se puede observar en el gráfico inferior, la participación de la deuda financiera en la estructura de fondeo de la Compañía ha venido incrementando desde el ejercicio 2016, evolución asociada básicamente al crédito bancario sindicado mencionado anteriormente, el mismo que fue el mayor préstamo bancario otorgado en la historia de la banca boliviana.



Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

A continuación, el detalle del préstamo bancario sindicado a la fecha de corte evaluada:

Banco	Monto Original (millones Bs.)	Saldo al 31.03.19 (millones Bs.)
Banco de Crédito de Bolivia S.A.	181,6	172,9
Banco Bisa S.A.	181,6	172,9
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.	145,2	138,3
Banco Unión S.A.	145,2	138,3
Banco Nacional de Bolivia S.A.	116,2	110,7
Banco Ganadero S.A.	65,4	62,2

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Dicho préstamo sindicado se obtuvo a una tasa de 6% y su vencimiento era hasta septiembre de 2025 e incluía en todos los casos periodo de gracia por 36 meses computables a partir del desembolso. Al 31 de marzo de 2019, el 14,1% del total del préstamo sindicado estuvo contabilizado en el pasivo corriente de la Compañía. Debe agregarse que, el crédito sindicado tenía asociados garantías (planta y otros activos), que cubrían en aproximadamente 1.4 veces el monto de la deuda, así como tres compromisos financieros que la Compañía tuvo la obligación de cumplir desde la puesta en marcha de la Planta Yacuses. De

acuerdo con información brindada por la Gerencia de la Compañía, los compromisos financieros del préstamo sindicado se cumplieron a la fecha analizada.

Es importante mencionar que, en abril de 2019 (posterior al corte analizado), la Compañía colocó la Emisión 1 y Emisión 2 del Programa de Bonos Itacamba Cemento S.A., por un total de Bs534,3 millones; los mismos que se destinaron a pre-pagar una parte importante del saldo adeudado en el préstamo sindicado. Para mayor detalle de estas emisiones, revisar el Anexo III del presente informe.

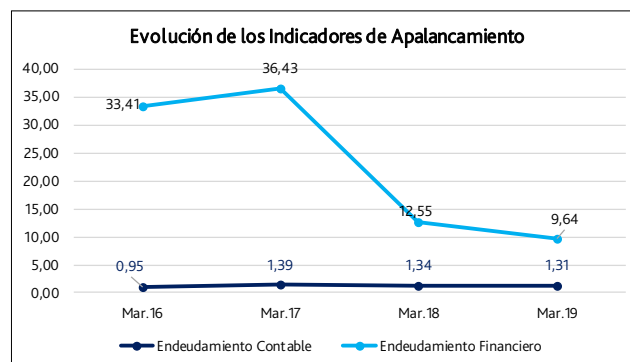
Adicionalmente, el 30 de mayo de 2019, la Compañía obtuvo un crédito de Banco Bisa S.A. por Bs243,6 millones, el mismo que se ha destinado a amortizar la totalidad del saldo remanente del préstamo sindicado. Este préstamo tiene una tasa de 5,55%, plazo de 8 años que incluye 2 años de periodo de gracia, e incluye garantías de activos (maquinaria y equipo de la planta Yacuses) por hasta US\$50,0 millones. Asimismo, durante el periodo de vigencia de este crédito, la Compañía deberá cumplir los mismos compromisos financieros de los bonos, los mismos que son los siguientes:

Compromiso Financiero	Definición	Límite
Ratio de endeudamiento	Pasivo / Patrimonio	Menor o igual a 1,5x
Relación de Cobertura del Servicio de Deuda	(Activo Corriente + EBITDA) / (Amortización de Capital e Intereses)	Mayor o igual a 1,5x
Relación de Circulante	Activo Corriente / Pasivo Corriente	Mayor o igual a 1.0x.

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, con relación al patrimonio neto de la Compañía, este totalizó Bs665,8 millones al 31 de marzo de 2019, inferior en 5,2% al saldo registrado a marzo de 2018. La reducción del patrimonio se explica por la pérdida contable de la Compañía producto del registro de los gastos de depreciación de la Planta Yacuses y los gastos financieros asumidos por el crédito sindicado. Se debe indicar que, a la fecha, la Compañía no reparte dividendos y tampoco tiene planeado distribuirlos en el mediano plazo, de acuerdo con la información brindada por la Gerencia de la Compañía.

En lo concerniente a los indicadores de endeudamiento de Itacamba, estos se estresaron en los últimos años en línea con el financiamiento adquirido para la construcción de la Planta Yacuses. Cabe indicar que, el incremento del apalancamiento contable fue más acotado debido a que parte importante de la inversión en la planta se realizó con aporte de capital (por un total de US\$69,6 millones entre octubre de 2014 y setiembre de 2016). No obstante, se observó una ligera mejora del ratio de endeudamiento contable, al pasar de 1,34 veces a 1,31 veces entre marzo de 2018 y marzo de 2019. Por su parte, el indicador de apalancamiento financiero se ubicó en 9,64 veces a la fecha de corte evaluada, toda vez que el EBITDA todavía no alcanza su potencial debido al poco tiempo de operación de Yacuses. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los indicadores de endeudamiento:



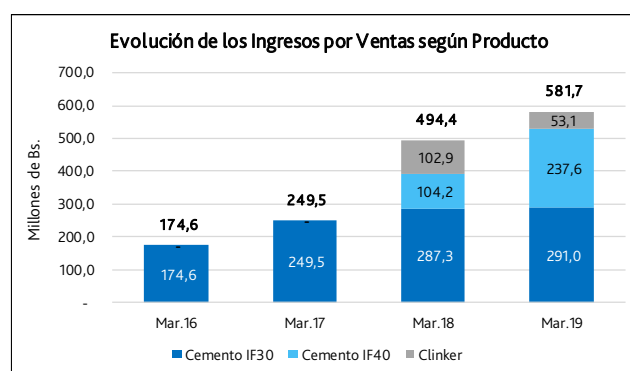
Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Es necesario adicionar que, de acuerdo con las proyecciones financieras remitidas por la Gerencia de la Compañía, se espera que los indicadores de apalancamiento disminuyan hacia niveles adecuados en el mediano plazo, evolución sustentada en mayores niveles de generación, así como por ahorros en gastos financieros producto del menor costo de fondeo logrado a través de las emisiones de bonos realizadas y el nuevo crédito de Banco Bisa.

### Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de marzo de 2019, la Compañía registró ingresos por ventas por Bs581,7 millones, mostrando un crecimiento interanual de 15,5%, respaldado en un aumento interanual en 12,9% del volumen de ventas, destacando el crecimiento de 135,4% en volumen vendido de Cemento IF40 entre los periodos analizados. En el caso del cemento IF30, el volumen de venta aumentó interanualmente en 7,9%, siendo este producto el de mayor participación en el volumen e ingresos por ventas de la Compañía (47,0% y 50,0%, respectivamente). Cabe señalar que, la expansión de los ingresos por ventas estuvo mermada por el menor volumen de Clinker exportado a Paraguay entre ejercicios como consecuencia de ciertas restricciones a la importación de este insumo en dicho país.

La evolución de los ingresos por ventas y su composición por producto se muestran en el siguiente gráfico:



Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

El incremento en el nivel de ingresos por ventas entre marzo de 2017 y marzo de 2018 observado en el gráfico anterior se explica por el inicio de operaciones de la nueva planta.

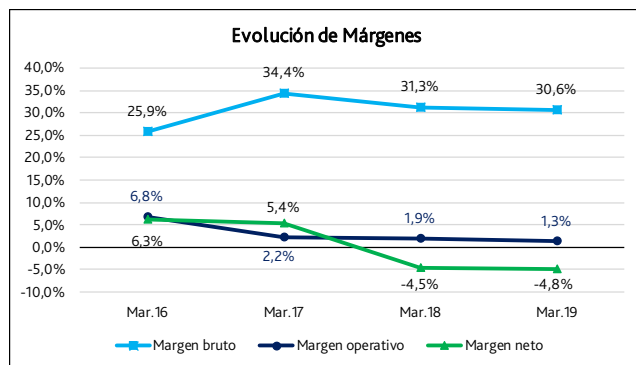
En lo que respecta al costo de ventas, este aumentó en 16,6% en línea con el crecimiento de los ingresos por ventas y la mayor depreciación del ejercicio; con lo cual el margen bruto de la Compañía pasó de 31,3% a 30,6% entre ejercicios. Cabe indicar

que, en términos absolutos, el resultado bruto exhibió una mejora interanual de 12,9%.

En lo que concierne a los gastos operativos, los gastos administrativos mostraron una disminución de 9.7% entre los ejercicios evaluados; mientras que los gastos de comercialización registraron un aumento significativo de 30,1%. Si bien es cierto que los gastos de comercialización incrementan de la mano con las ventas; se registraron también impactos por mayores costos de fletes y comisiones en la distribución, así como por el incremento en la tarifa FOSA en el presente ejercicio. Como consecuencia de los mayores gastos de comercialización, el resultado operativo de la Compañía desmejoró en 16,3% entre marzo de 2018 y marzo de 2019.

Respecto de los gastos financieros, como se mencionó anteriormente, éstos disminuyeron interanualmente en 3,3% a la fecha de corte evaluada, ubicándose en Bs51,6 millones, esperando que se reduzcan aún más producto del reperfilamiento de la deuda.

Dicho todo lo anterior, al 31 de marzo de 2019, la Compañía registró una pérdida neta contable de Bs27,9 millones, mayor en 22,8% a la pérdida registrada a marzo de 2018. La evolución de los márgenes de la Compañía se muestra a continuación:

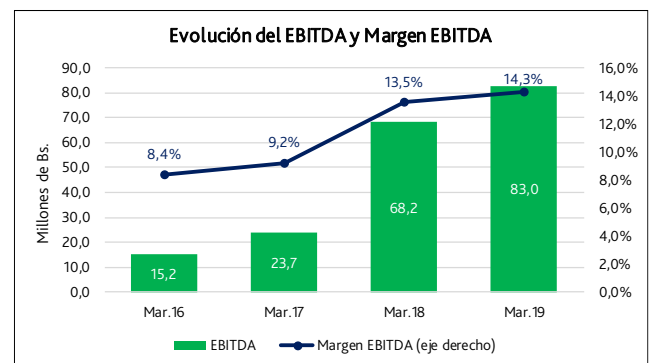


Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo con la información proporcionada por la Gerencia de la Compañía, se esperaría que la pérdida contable se revierta al término del presente año, sustentado principalmente en un mayor dinamismo de ingresos por ventas.

#### Generación y Capacidad de Pago

Al 31 de marzo de 2019, el EBITDA de la Compañía ascendió a Bs82,9 millones, luego de aumentar en 21,6% a lo largo de los últimos doce meses, en línea con el crecimiento de las ventas. En consecuencia, el margen EBITDA aumentó de 13,5% a 14,3% entre los periodos evaluados, manteniendo la tendencia positiva desde el inicio de operaciones de la Planta Yacuses, tal como se puede apreciar en el gráfico siguiente:



Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

El fortalecimiento del EBITDA de la Compañía permitió una mayor cobertura de gastos financieros, el cual pasó de 1,28 veces a 1,61 veces entre marzo de 2018 y marzo de 2019. En tanto, la cobertura del servicio de deuda disminuyó de 0,79 veces a 0,51 veces producto del cómputo de amortizaciones calendario para los siguientes doce meses que incluyen principalmente la porción corriente del crédito sindicado. Con relación a las coberturas brindadas por el FCO, éstas se situaron en 2,55 veces sobre gastos financieros y en 0,80 veces sobre servicio de deuda, a la fecha de corte evaluada.

## ITACAMBA CEMENTO S.A.

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En miles de Bolivianos

Reexpresado

ACTIVOS	Mar.16	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Disponibilidades	305.218	101.615	45.730	68.913
Cuentas por cobrar comerciales, neto	15.394	30.765	54.353	52.863
Cuentas por cobrar relacionadas, neto	-	19.942	11.897	1.702
Cuentas por cobrar diversas, neto	6.920	19.110	3.007	2.089
Existencias	10.368	33.257	34.141	38.911
Otros activos corrientes	34.914	58.579	21.880	22.024
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>372.813</b>	<b>263.267</b>	<b>171.007</b>	<b>186.501</b>
Inversiones permanentes	94	93	92	90
Activos fijos	713.288	1.299.527	1.290.946	1.213.728
Proyectos en curso	-	-	-	-
Cuentas por cobrar relacionadas, neto	-	-	10.200	8.325
Otras cuentas por cobrar	59.834	17.627	28.918	28.839
Otros activos no corrientes	53.292	92.387	116.376	93.881
Activo Intangible	7.014	7.980	7.484	8.669
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>833.521</b>	<b>1.417.613</b>	<b>1.454.017</b>	<b>1.353.532</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.206.335</b>	<b>1.680.881</b>	<b>1.625.024</b>	<b>1.540.033</b>

PASIVOS	Mar.16	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Cuentas por pagar relacionadas, neto	34.884	45.679	12.452	9.358
Impuestos por pagar	6.758	15.946	6.253	6.871
Deudas financieras	1.083	2.145	33.270	112.804
Otras cuentas por pagar	37.051	51.608	51.136	51.580
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>79.776</b>	<b>115.379</b>	<b>103.111</b>	<b>180.613</b>
Deudas financieras	505.508	859.791	823.198	686.895
Previsión por indemnizaciones	1.840	3.710	5.053	6.764
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>507.348</b>	<b>863.501</b>	<b>828.251</b>	<b>693.659</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>587.124</b>	<b>978.880</b>	<b>931.362</b>	<b>874.272</b>
Capital social	442.607	492.020	492.020	492.020
Aporte por capitalizar	-	-	-	-
Ajuste de capital	38.062	53.752	64.927	64.927
Reserva legal	4.862	5.412	6.089	6.089
Otras reservas por aportes	229	229	229	229
Ajuste global de patrimonio	4.165	4.165	4.165	4.165
Ajuste de reservas patrimoniales	5.400	5.815	6.161	6.161
Resultados del ejercicio	11.409	13.908	(22.713)	(27.902)
Resultados acumulados	112.475	126.700	142.785	120.072
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>619.211</b>	<b>702.001</b>	<b>693.663</b>	<b>665.761</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1.206.335</b>	<b>1.680.881</b>	<b>1.625.024</b>	<b>1.540.033</b>

## ITACAMBA CEMENTO S.A.

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En miles de Bolivianos

Reexpresado

	Mar.16	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Ventas netas	181.171	256.353	503.810	581.677
Costo de ventas	(134.310)	(168.199)	(346.218)	(403.687)
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>46.861</b>	<b>88.154</b>	<b>157.592</b>	<b>177.990</b>
Gastos administrativos	(14.988)	(33.904)	(58.820)	(53.126)
Gastos de Venta y Distribución	(19.598)	(48.554)	(89.446)	(117.062)
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>12.274</b>	<b>5.695</b>	<b>9.326</b>	<b>7.802</b>
Ingresos financieros	-	-	-	-
Gastos Financieros	(750)	(14.252)	(53.401)	(51.638)
Resultado por exposición a la inflación y mantenimiento de valor	(373)	20.856	18.895	14.038
Otros Ingresos/Gastos extraordinarios	259	1.609	2.467	1.896
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>11.409</b>	<b>13.908</b>	<b>(22.713)</b>	<b>(27.902)</b>
Impuesto a las ganancias	-	-	-	-
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>11.409</b>	<b>13.908</b>	<b>(22.713)</b>	<b>(27.902)</b>

## ITACAMBA CEMENTO S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar.16	Mar.17	Mar.18	Mar.19
<b>SOLVENCIA</b>				
Pasivo / Patrimonio	0,95	1,39	1,34	1,31
Deuda Financiera / Pasivo	0,86	0,88	0,92	0,91
Deuda Financiera / Patrimonio	0,82	1,23	1,23	1,20
Pasivo / Activo	0,49	0,58	0,57	0,57
Pasivo corriente / Pasivo total	0,14	0,12	0,11	0,21
Pasivo no corriente / Pasivo total	0,86	0,88	0,89	0,79
Deuda financiera / EBITDA	33,41	36,43	12,55	9,64
<b>LIQUIDEZ</b>				
Liquidez Corriente	4,67	2,28	1,66	1,03
Prueba Ácida	4,11	1,49	1,12	0,70
Liquidez Absoluta	3,83	0,88	0,44	0,38
Capital de Trabajo (miles Bs.)	293.037	147.889	67.896	5.888
<b>GESTIÓN</b>				
Gastos operativos / Ingresos	19,09%	32,17%	29,43%	29,26%
Gastos financieros / Ingresos	0,41%	5,56%	10,60%	8,88%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	25	32	31	34
Días promedio de Cuentas por Pagar	60	87	56	49
Días promedio de inventarios	28	47	35	33
Ciclo de conversión de efectivo (días)	-7	-8	11	17
<b>RENTABILIDAD</b>				
Margen bruto	25,87%	34,39%	31,28%	30,60%
Margen operativo	6,77%	2,22%	1,85%	1,34%
Margen neto	6,30%	5,43%	-4,51%	-4,80%
ROAA*	1,47%	0,96%	-1,37%	-1,76%
ROAE*	2,43%	2,11%	-3,25%	-4,10%
<b>GENERACIÓN</b>				
FCO (miles Bs.)	-72.656	-35.448	-11.977	80.253
FCO anualizado (miles Bs.)	-72.656	-35.448	-11.977	80.253
EBITDA (miles Bs.)	15.163	23.662	68.244	82.952
EBITDA anualizado (miles Bs.)	15.163	23.662	68.244	82.952
Margen EBITDA	8,37%	9,23%	13,55%	14,26%
<b>COBERTURAS</b>				
EBITDA / Gastos financieros*	20,22	1,66	1,28	1,61
EBITDA / Servicio de deuda*	20,22	1,61	0,79	0,51
FCO** / Gastos financieros*	n.a	n.a	0,78	2,55
FCO** / Servicio de deuda*	n.a	n.a	0,48	0,80

(\*) Indicadores anualizados.

(\*\*) FCO ajustado por gasto financiero.



**ANEXO I**  
**HISTORIA DE LAS CALIFICACIONES – ITACAMBA CEMENTO S.A.<sup>1</sup>**

Instrumento	Calificación Anterior EQL (al 28.02.19)*	Calificación Actual EQL (al 31.03.19)	Calificación Actual ASFI <sup>2</sup> (al 31.03.19)	Definición de la Categoría Actual EQL	Definición de la Categoría Actual ASFI
Emisor	-	(nueva) AA.bo	AA2	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta calificación y la inmediata superior son mínimas.	Corresponde a Emisores que cuentan con alta calidad de crédito y el riesgo de incumplimiento tiene una variabilidad mínima ante posibles cambios en las circunstancias o condiciones económicas.
Programa de Emisiones de Bonos Itacamba Cemento <b>Emisión 1<sup>3</sup></b> <b>(hasta por Bs139,2 millones)</b>	AA.bo	AA.bo	AA2	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta calificación y la inmediata superior son mínimas.	Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.
Programa de Emisiones de Bonos Itacamba Cemento <b>Emisión 2<sup>4</sup></b> <b>(hasta por Bs522,0 millones)</b>	AA.bo	AA.bo	AA2	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta calificación y la inmediata superior son mínimas.	Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

<sup>1</sup> Itacamba Cemento S.A., cuenta con número de registro de emisor ASFI/DSVSC-EM-ITA-001/2019 en el Registro del Mercado de Valores (RMV) de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).

<sup>2</sup> Las categorías y nomenclaturas utilizadas en el presente Informe corresponden a las establecidas por el artículo 1, de la Sección 9 del Reglamento para Entidades Calificadoras de Riesgo.

<sup>3</sup> El Número de Registro en el Registro del Mercado de Valores de los Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 1 es: ASFI/DSVSC-ED-ITA-005/2019.

<sup>4</sup> El Número de Registro en el Registro del Mercado de Valores de los Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 2 es: ASFI/DSVSC-ED-ITA-006/2019.

\*Sesión de Comité del 03 de abril de 2019.

## ANEXO II DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – ITACAMBA CEMENTO S.A.

<b>Programa de Emisiones de Bonos ITACAMBA CEMENTO</b>
<b>Monto Total del Programa:</b> USD150,0 millones.
<b>Tipo de valor:</b> Bonos obligacionales redimibles a plazo fijo.
<b>Plazo del Programa:</b> 1.080 días calendario computables desde el día hábil siguiente de notificada la Resolución de la ASFI que autorice e inscriba el Programa de Emisión de Bonos en el RMV de la ASFI.
<b>Monto y Plazo de las Emisiones:</b> El monto y plazo de cada una de las Emisiones dentro del Programa serán definidos por la Junta General Extraordinaria de Accionistas.
<b>Moneda de las Emisiones:</b> La moneda de las Emisiones que conforman el presente Programa podrá ser Dólares de los Estados Unidos de América o Bolivianos. La moneda de cada una de las Emisiones dentro del Programa será definida por la Junta General Extraordinaria de Accionistas. Para efectos del cálculo del monto máximo autorizado para el Programa por la Junta, se deberá tomar en cuenta el tipo de cambio oficial de compra de Dólares de los Estados Unidos de América vigente al día de la fecha de autorización de la Emisión respectiva, establecido por el Banco Central de Bolivia.
<b>Compromisos financieros:</b> i) Relación de Endeudamiento $\leq 1.5x$ , definido como: Pasivo / Patrimonio; ii) Relación de Cobertura del Servicio de Deuda (RCSDD) $\geq 1.5x$ , definido como: (Activo Corriente + EBITDA) / (Amortización de Capital e Intereses); iii) Relación de Circulante $\geq 1.0x$ , definido como: Activo Corriente / Pasivo Corriente. Estos compromisos aplican tanto a la Emisión 1 como a la Emisión 2.
<b>Garantía:</b> Tanto la Emisión 1 y la Emisión 2 tienen garantía quirografaria.
<b>Periodicidad de pago de intereses:</b> La periodicidad de pago de Cupones por intereses para cada una de las Emisiones dentro del Programa será definida por la Junta General Extraordinaria de Accionistas.
<b>Procedimiento de Colocación Primaria:</b> Los Bonos de las Emisiones dentro del Programa serán colocados en mercado primario bursátil a través de la BBV.
<b>Precio de Colocación de los Bonos de las Emisiones:</b> Mínimamente a la par del valor nominal.
<b>Forma de representación de los Valores de cada Emisión dentro del Programa:</b> Los Bonos de cada Emisión dentro del Programa serán representados mediante anotaciones en cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV), de acuerdo a regulación legal vigente.
<b>Bolsa en la cual se inscribirá el Programa:</b> Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV).

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Características de la Emisión 1	
<b>Denominación de la Emisión</b>	Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 1.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Bs139,2 millones.
<b>Fecha de emisión:</b>	28/03/2019.
<b>Serie</b>	Serie única.
<b>Monto colocado:</b>	Bs115,50 millones.
<b>Fecha de colocación:</b>	04 y 12 de abril de 2019.
<b>Valor Nominal de los Bonos</b>	Bs10.000
<b>Plazo:</b>	2.185 días calendario.
<b>Periodo de gracia:</b>	1.392 días (primeros 8 cupones).
<b>Amortización</b>	Semestral.
<b>Porcentaje de amortización</b>	La amortización de la emisión será: i) cupón 9: 5,0% de la emisión; ii) cupón 10: 10,0% de la emisión; iii) cupón 11: 40,0% de la emisión; y, iv) cupón 12: 45,0% de la emisión.
<b>Uso de Fondos:</b>	Los recursos monetarios obtenidos con la colocación de los Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 1 serán utilizados para recambio de pasivos contraídos por el crédito bancario sindicado de acuerdo con lo establecido en el numeral 3 del Prospecto Complementario de Bonos Itacamba Cemento – Emisión 1.
<b>Rescate Anticipado:</b>	La Compañía se reserva el derecho de rescatar anticipadamente los Bonos bajo cualquiera de los siguientes procedimientos: (i) Redención anticipada mediante sorteo o (ii) Redención mediante compra en mercado secundario.

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

Características de la Emisión 2	
<b>Denominación de la Emisión</b>	Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 2.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Bs522,0 millones.
<b>Fecha de emisión:</b>	17/04/2019.
<b>Serie</b>	Serie única.
<b>Monto colocado:</b>	Bs418,81 millones.
<b>Fecha de colocación:</b>	23 y 26 de abril de 2019.
<b>Valor Nominal de los Bonos</b>	Bs10.000
<b>Plazo:</b>	3.580 días.
<b>Periodo de gracia:</b>	2.302 días (primeros 13 cupones).
<b>Amortización:</b>	Semestral.
<b>Porcentaje de amortización:</b>	La amortización de la emisión será: i) cupón 14: 5,0% de la emisión; ii) cupones 15 y 16: 10,0% de la emisión cada uno; iii) cupones 17 y 18: 17,5% de la emisión cada uno; y, iv) cupones 19 y 20: 20,0% de la emisión cada uno.
<b>Uso de Fondos:</b>	Los recursos monetarios obtenidos con la colocación de los Bonos ITACAMBA CEMENTO – Emisión 2 serán utilizados para recambio de pasivos contraídos por el crédito bancario sindicado de acuerdo con lo establecido en el numeral 3 del Prospecto Complementario de Bonos Itacamba Cemento – Emisión 2.
<b>Rescate Anticipado:</b>	La Compañía se reserva el derecho de rescatar anticipadamente los Bonos bajo cualquiera de los siguientes procedimientos: (i) Redención anticipada mediante sorteo o (ii) Redención mediante compra en mercado secundario.

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

**ANEXO III**  
**ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – ITACAMBA CEMENTO S.A.**

**Accionistas al 31.03.19**

Accionistas	Participación
Yacuses, S.L.*	66.67%
Compañía de Cemento Camba S.A.	33.33%
GB Minerales y Agregados S.A.**	0.00%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

\*Sociedad conformada por Votorantim Cimientos EAA Inversiones, S.L. y CeMolins Internacional S.L.U., con participaciones de 51% y 49%, respectivamente.

\*\*Mantiene 1 acción ordinaria sobre un total de 49.201.973 acciones dentro de la estructura de capital.  
Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

**Directorio al 31.03.19**

Directorio	
Günther Smetana	Presidente
Carlos Martínez Ferrer	Vicepresidente
Fernando Tuma Gámez	Secretario
Carlos Alberto Parejas Moreno	Director
Osvaldo Ayres Filho	Director
Jaime Prieto Vizoso	Director
Alvaro Lorenz	Director Suplente
Eva González Andreu	Director Suplente
Mauricio Parolin Russomanno	Director Suplente
Raúl Manuel González Rodríguez	Director Suplente
Jorge Luis Parejas Muñoz Reyes	Director Suplente

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

**Plana Gerencial al 31.03.19**

Plana Gerencial	
Alexander Capela Andras	Gerente General
Marcelo Bastos Morales	Gerente de Administración y Finanzas
Luis Pierront Viera	Gerente de Suministros y Logística
Miguel Barba Moscoso	Gerente Comercial
Daniel Gomes	Gerente de Planta
Edwin Ríos Torrico	Gerente de Gente y Gestión
Bernardo Eid Asbun	Gerente Legal

Fuente: Itacamba Cemento / Elaboración: Equilibrium

#### ANEXO IV INFORMACIÓN UTILIZADA – ITACAMBA CEMENTO S.A.

- o Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferentes Bolivia.
- o Estados Financieros Auditados al 31 de marzo de 2016, 2017, 2018 y 2019.
- o Memoria Anual de Itacamba Cemento correspondiente a los ejercicios 2015, 2016 y 2017.
- o Prospecto Marco del Programa de Emisiones Bonos Itacamba Cemento S.A.
- o Prospectos Complementarios de la Emisión 1 y Emisión 2 del Programa de Emisiones de Bonos Itacamba Cemento.
- o Proyecciones Financieras elaboradas y remitidas por Itacamba Cemento S.A.
- o Información enviada por el Emisor, en base al requerimiento de información remitido al mismo durante el mes de abril de 2019.
- o Comunicaciones constantes con el Emisor durante el mes de junio del presente ejercicio.

#### ANEXO V DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS ANÁLISIS LLEVADOS A CABO

##### Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferentes

La calificación de los bonos consta de dos etapas: el análisis previo y los procedimientos normales de calificación. El análisis previo consiste en verificar si el emisor presenta información representativa y suficiente para los últimos cuatro ejercicios anuales. Si así ocurriese, se procede a aplicar al emisor los procedimientos normales de calificación. Caso contrario, se asignará la categoría E.

Los procedimientos normales de calificación comprenden: (i) la calificación del emisor, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago de emisor; (ii) el análisis de las características del título (bono); y (iii) la calificación final del título de largo plazo, que es resultado de la combinación de los puntos (i) y (ii). Para la calificación del emisor se analizan los siguientes factores, según su viabilidad y disponibilidad:

- o Determinación de la cobertura histórica.
- o Determinación del riesgo de la industria.
- o Análisis de las coberturas proyectadas.
- o Análisis de indicadores financieros.
- o Posición de la empresa en su industria.
- o Características de la administración y propiedad.
- o Evaluación de perspectivas.

Los factores antes descritos conllevan a una calificación preliminar del emisor que puede ser sujeta de modificación a través de consideraciones adicionales, entendidas como toda aquella información cuantitativa y/o cualitativa relevante que no haya sido cubierta por la metodología. La combinación de la calificación preliminar y de las consideraciones adicionales resultan en la calificación final del emisor. Finalmente, se incorporan a la evaluación las características del título, en donde se analizan las garantías y/o resguardos financieros (compromisos financieros) con los que cuenta el título; obteniéndose la calificación final del título.

© 2019 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado Valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor; sino la opinión de un especialista privado respecto a la capacidad de que un emisor cumpla con sus obligaciones en los términos y plazos pactados como un factor complementario para la toma de decisiones de inversión. La presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.