

31 Ene. 2023 27 Jul. 2023

Solvencia AA AA  
Perspectivas Estables Estables

\* Detalle de calificaciones en Anexo

### INDICADORES RELEVANTES

	2021	2022	Jun.23*
Ingresos Ordinarios	16.043	20.291	10.659
Ebitda	1.523	832	1.029
Margen Ebitda	9,5%	4,1%	9,7%
Deuda Financiera	9.153	10.871	10.648
Endeudamiento Total	1,0	1,3	1,3
Endeudamiento Financiero	0,8	1,0	0,9
Ebitda / Gastos Financieros	3,4	1,2	1,7
Deuda Financiera / Ebitda	6,0	13,1	7,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda	5,6	12,3	6,7
FCNO / Deuda Financiera	1%	2%	20%

\* Cifras e indicadores anualizados donde corresponda

### PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación de productos					
Diversificación de canales de venta					
Calidad de la cartera de crédito					
Economías de escala y sinergias					
Industria altamente competitiva					

### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					
Exposición a la volatilidad cambiaria y a los precios de sus principales insumos					

Analista: Esteban Sánchez  
esteban.sanchez@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

La calificación "AA" asignada a la solvencia de César Iglesias S.A., refleja un perfil de negocios "Fuerte" y una posición financiera "Satisfactoria".

La compañía se especializa en la producción y comercialización de una amplia gama de productos de consumo masivo en los segmentos Alimenticio, Cuidado del Hogar, Cuidado Personal, Productos Comprados y Otros, a través de importantes marcas de altos niveles de recordación y amplios canales de distribución.

Los resultados de la compañía están expuestos a los costos de la materia prima utilizada debido a su naturaleza de *commodities*, donde alzas en los precios pueden ser parcialmente compensadas por la capacidad de traspaso hacia precios finales. Además, se ven afectados, en menor medida, por variaciones en el tipo de cambio, debido al descalce que existe entre ingresos percibidos en dólares y una estructura de costos en la que predomina la moneda local.

Tras el relevante deterioro de los resultados derivado de las contingencias globales, los márgenes operacionales de la compañía han presentado una gradual recuperación a partir del tercer trimestre de 2022, en función de las menores presiones inflacionarias sobre los costos logísticos de importación y los costos de materias primas (la compañía se ve particularmente expuesta a las variaciones en los precios del maíz, soya, trigo, aceites y plásticos, entre otros). A su vez, la recuperación considera las políticas implementadas por la entidad para mitigar los efectos antes mencionados, entre las que se encuentran el traspaso de los aumentos hacia precios finales y la modificación del mix de productos.

De esta forma, a junio de 2023, la estructura de costos presentó un acotado crecimiento (0,1% respecto de junio de 2022), lo que en conjunto con la mantención de una tendencia creciente en los ingresos operacionales -alcanzando los RD\$ 10.659 millones-, resultó en una generación de Ebitda de RD\$ 1.029 millones (RD\$ 385 millones al primer semestre del año anterior) con un margen Ebitda de 9,7% (3,8% a junio de 2022).

Por otro lado, durante 2021 la entidad realizó un proceso de recompra de acciones bajo un procedimiento de desvinculación, a través del cual un grupo de accionistas minoritarios vendieron sus participaciones en César Iglesias. Dicho proceso, implicó un desembolso de aproximadamente US\$ 84 millones (asociados a US\$ 77 millones por pago directo y el monto restante a costos del proceso), el que fue solventado a través de emisión de deuda. Lo anterior, en conjunto con los mayores requerimientos de capital de trabajo producto del plan de negocios antes mencionado, resultaron en que el *stock* de deuda financiera alcanzara los RD\$ 10.648 millones a junio de 2023 (RD\$ 3.733 millones al cierre de 2020).

Respecto de lo anterior, cabe destacar que la compañía está en proceso de ejecutar una Oferta Pública Inicial (IPO) de acciones, cuyos fondos serán utilizados, mayoritariamente, para el prepagado de obligaciones financieras que no están asociadas a la operación de la entidad.

La mejoría en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en menores presiones para los indicadores de cobertura. En particular, la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda y la cobertura sobre gastos financieros alcanzaron las 6,7 veces y 1,7 veces, respectivamente, a junio de 2023, en comparación con las 12,3 veces y las 1,2 veces, respectivamente, alcanzadas al cierre de 2022. En consideración a lo anterior, se espera que, ante el plan estratégico en curso, la compañía evidencie en el corto plazo indicadores crediticios en rangos acorde con la calificación de riesgo actual.

Al primer semestre de 2023, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Suficiente". Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por RD\$ 737 millones

y una generación de flujos de la operación (FCNOA) que, en términos anuales, alcanzaba los RD\$ 2.159 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por RD\$ 4.581 millones, los que están asociados, principalmente, a capital de trabajo. Adicionalmente, la calificación incorpora el acceso al mercado financiero con que cuenta César Iglesias y la decisión de no realizar reparto de dividendos en los próximos años.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Considera el compromiso explícito por parte de los accionistas de César Iglesias de disminuir el nivel de deuda financiera en el corto plazo, ya sea a través del proceso de Oferta Pública Inicial de acciones u otra vía alternativa determinada por la administración.

Lo anterior, sumado a la rentabilización del plan de negocios en curso (el que incorpora inversiones en rentabilidad y mayores eficiencias), resultaría en un fortalecimiento de los indicadores crediticios de la entidad hacia rangos acorde con la calificación de riesgo actual. En particular, se espera que la compañía mantenga de forma estructural una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda en torno a las 2,0 veces.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se podría dar como consecuencia de un debilitamiento prolongado de sus índices crediticios, ante una disminución en el nivel de endeudamiento por debajo de lo esperado en el escenario base. A su vez, se podría dar ante condiciones de mercado más complejas o mayor agresividad en el plan de negocios que no permitan la recuperación esperada de los márgenes operacionales.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera de baja probabilidad.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

- Fuerte posicionamiento en las principales categorías en las que participa.
- Alta diversificación de productos.
- Economías de escala y amplia red de distribución.
- Alta diversificación de canales de venta, con acotado riesgo de crédito.
- Industrias altamente competitivas, con importantes actores locales e internacionales.

#### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- Flujos y expuestos a la variación en los precios de materias primas y, en menor medida, del tipo de cambio.
- Gradual mejoría de los márgenes operacionales, ante las menores presiones inflacionarias y el plan de negocios en curso, que ha incorporado inversiones en rentabilidad y mayores eficiencias.
- Mayor nivel de deuda financiera ante proceso de recompra de acciones y mayores requerimientos de capital de trabajo, resultaron en presiones sobre los indicadores de cobertura. Sin embargo, esto se considera transitorio ante plan estratégico en curso.
- Suficiente posición de liquidez.

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y DESCRIPCIÓN DEL GRUPO ECONOMICO QUE PERTENECE**

El controlador de César Iglesias es Galiza Trading Inc., la que posee el 100% de la propiedad de la sociedad. Las personas naturales tras esta sociedad corresponden a la familia Feris Iglesias (46,98%) y la familia Armenteros Iglesias (53,02%).

**BREVE DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE NEGOCIOS DE LA EMPRESA**

César Iglesias S.A., fundada en 1910, es una de las empresas de fabricación y comercialización de productos de consumo masivo más importante de la República Dominicana, abarcando los segmentos de Alimentos, Cuidado del Hogar, Cuidado Personal y Otros, a través de un portafolio de marcas con altos niveles de recordación y un amplio canal de distribución. Adicionalmente, la compañía participa en el negocio de comercialización de productos importados.

Actualmente, la compañía cuenta con más de 2.000 empleados y una cartera de 28 marcas, asociadas a una vasta gama de categorías. Ello, enfocado principalmente en el mercado nacional (distribuyendo sus productos a todas las regiones del país) y, en menor medida, en el mercado internacional (destacando Haití, Curazao, Estados Unidos, Antigua y Barbuda, Barbados, Granada, Puerto Rico y San Martín, entre otros).

Para la elaboración de sus diferentes productos, César Iglesias cuenta con 24 plantas productivas, las que son gestionadas y operadas de forma independiente y se encuentran concentradas en un único parque industrial, ubicado en el municipio de San Pedro en un terreno de 300 mil m<sup>2</sup>. Éstas, cuentan con 54 líneas de producción diferentes, operando a través de tres turnos a lo largo del día, los 365 días del año.

**PERFIL DE NEGOCIOS**

FUERTE

**MENORES PRESIONES INFLACIONARIAS EN LO MÁS RECIENTE**

Dentro de los principales factores que afectan los resultados de la compañía están las variaciones sobre su estructura de costos, en particular de sus principales insumos, los que corresponden en gran parte a *commodities* y, en consecuencia, sus precios se mueven según las condiciones de mercado. Lo anterior es mitigado, en parte, por el grado de integración vertical con que cuenta la entidad y su capacidad de traspasar aumentos en los costos a los precios de venta.

De forma adicional, la evolución de la estructura de costos de César Iglesias se ve influenciada por los gastos en remuneraciones, transporte, fletes y energía, entre otros.

Por otro lado, la evolución del tipo de cambio afecta los retornos de la industria, dado su impacto en la competitividad de las exportaciones e importaciones. En el caso de César Iglesias, la exposición a moneda es mitigada, en parte, mediante depósitos a plazo en la misma denominación, los cuales poseen una alta liquidez en los mercados financieros.

En los últimos periodos se observaron fuertes presiones inflacionarias a nivel nacional, impulsadas por los efectos de las contingencias globales, entre las que destacan el avance del brote COVID-19 y el conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que ha incidido en el incremento de los precios internacionales de petróleo y de los principales bienes primarios alimenticios, así como sobre los costos del transporte marítimo, debido a las presiones sobre la cadena logística global.

Consecuentemente con lo anterior, según cifras del Banco Central de la República Dominicana, a diciembre de 2021 y 2022 la inflación anual alcanzó un 8,5% y 7,8%, respectivamente, situándose muy por sobre la meta de largo plazo (4%). Sin embargo, cabe destacar que, en línea con el plan gradual de restricción monetaria iniciado a finales de 2021, las presiones inflacionarias comenzaron a disminuir a partir de mayo de 2022, tendencia que se ha mantenido durante el año en curso.

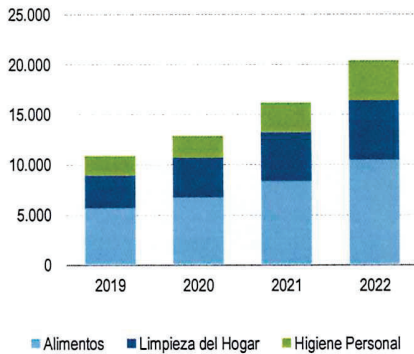
De esta manera, en los primeros meses de 2023, la inflación continuó evidenciando una tendencia a la baja, como consecuencia de las medidas monetarias, los subsidios implementados por la autoridad central, la desaceleración de la demanda interna y las menores presiones inflacionarias de origen externo, permitiendo que a junio se ubicara en el rango meta (4% considerando variación interanual).

En este contexto, según el Informe Anual de Índice de Precios al Productor, elaborado por la Oficina Nacional de Estadística (ONE) de la República Dominicana, durante 2022 la elaboración de productos alimenticios acumuló un encarecimiento del 9,2%, mientras que la elaboración de bebidas exhibió un alza acumulada del 14,8%. Asimismo, otras industrias que guardan relación con los productos fabricados por César Iglesias evidenciaron un encarecimiento relevante. En particular, la fabricación de papel y productos de papel; y la fabricación de sustancias y productos químicos, exhibieron aumentos anuales del 6,5%.

Durante el año en curso, en línea con las menores presiones inflacionarias a nivel nacional y global, el encarecimiento de los productos que guardan relación con la producción de la compañía ha presentado una disminución. En efecto, a mayo de 2023, la elaboración de alimentos y de bebidas registraban un encarecimiento acumulado del 3,2% y 0,8%, respectivamente (4,8% y 11,5%, en el orden dado, considerando 12 meses). A su vez, la fabricación de sustancias y productos químicos presentó un avance acumulado del 2,7% (5,6% en términos anuales).

### EVOLUCIÓN INGRESOS POR SEGMENTO

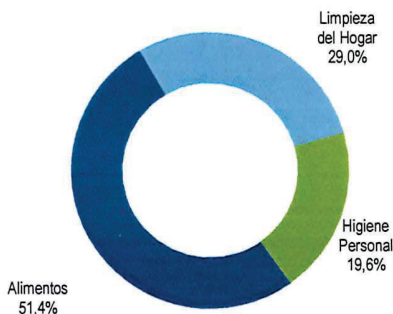
Cifras en millones de pesos dominicanos



(\*) Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

### DIVERSIFICACIÓN DE INGRESOS POR SEGMENTO

A diciembre de 2022



(\*) Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

Por su parte, la fabricación de papel y productos de papel, si bien presentaba un encarecimiento del 1,1% en los últimos 12 meses, acumulaba durante los primeros cinco meses del año en curso una disminución del 0,7%.

### PARTICIPACIÓN EN INDUSTRIA CON UN ALTO NIVEL DE COMPETENCIA

Los productos comercializados por César Iglesias se caracterizan por pertenecer a industrias con un alto grado de competencia y por contar con importantes actores nacionales como multinacionales, lo que podría generar presiones sobre los márgenes operacionales. No obstante, la entidad cuenta con una alta diversificación de marcas y productos, evidenciando una fuerte participación de mercado en los principales sectores en los que participa, reduciendo su exposición directa a las evoluciones competitivas.

En cuanto a las estrategias competitivas, las industrias asociadas a productos de consumo masivo se caracterizan por tener ciclos de vida relativamente cortos, con constantes cambios en los gustos de los consumidores, por lo que necesitan un mayor dinamismo e innovación con fuertes inversiones publicitarias respecto de otros sectores, modificando envases y formatos según el objetivo específico. Respecto de lo anterior, la compañía cuenta con un equipo de marketing especializado, centrado en los fundamentos de las ventas (distribución, colocación, comercialización y estrategia de precios), diferenciación, alianzas estratégicas y análisis de desempeño.

Por otro lado, las barreras a la entrada están dadas por la fuerte posición de mercado de algunas marcas, la logística de suministros de materias primas, economías de escala en la producción y su red asociada de distribución, favoreciendo la operación de César Iglesias.

### DESTACADA POSICIÓN DE MERCADO, ASOCIADA A MARCAS FUERTES EN LOS PRINCIPALES NEGOCIOS EN LOS QUE PARTICIPA

La empresa es uno de los principales conglomerados dedicados a la comercialización de productos masivos de la República Dominicana, manteniendo destacadas posiciones de mercado en los diferentes segmentos en los cuales participa, sustentadas en el alto reconocimiento de sus marcas. Además, separa sus mercados objetivos según relación precio-calidad, compitiendo en varias líneas de productos y dirigiéndose a diferentes segmentos. Esto le permite acceder a mercados más amplios y diversificar el riesgo ligado a cada uno de ellos.

En el negocio de Alimentos, destacan las marcas El Gallo, El Gallego, Del César, Santer, Doramás, Nacional, El Rey, Trigo de Oro y Kinsú, entre otras. En Cuidado del Hogar destacan Brillante, Bolazul, Suave, Yá!, Hispano y Río, entre otras, mientras que en Cuidado Personal sobresalen Dominó, Primor y Bingo.

Por su parte, dentro de las marcas que comercializa de terceros, se encuentran, entre otras, Babysec, Del Molino, Sirena, Dove, Cif, Sedal, Rexona, Tresemmé, Knorr, Hellman's, Pond's, Omo y Suave.

### DIVERSIFICACIÓN DE SUS LÍNEAS DE NEGOCIOS, CON UN AMPLIO PORTAFOLIO DE PRODUCTOS

César Iglesias agrupa sus productos en cinco grandes segmentos de negocios: Alimentos, Cuidado del Hogar, Cuidado Personal, Productos Comprados y Otros.

### AMPLIA COBERTURA Y RED DE DISTRIBUCIÓN

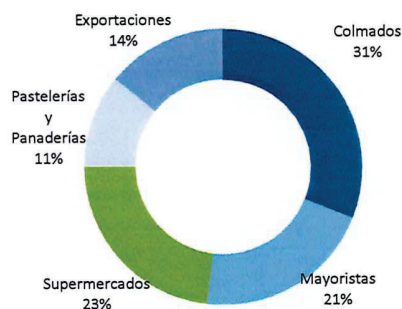
Centros de distribución

Ubicación	Superficie Utilizable (m <sup>2</sup> )	Capacidad (Nº pallets)
Santo Domingo	3.500	1.700
San Pedro de Macorís	12.135	13.700
Azua	8.200	-
Puerto Plata	3.000	-
La Vega	2.000	1.300
El Catey	207	-

(\*) Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

### VENTAS POR CANAL DE DISTRIBUCIÓN

A diciembre de 2022



(\*) Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

El principal segmento de la compañía es el de Alimentos, el cual considera la elaboración y comercialización de más de 19 tipos de productos, dentro de los cuales destacan: aceites, harinas, pastas alimenticias, cereales, sopas instantáneas, agua, sémola de grano, néctares, pescado enlatado y avena. Históricamente, esta categoría ha representado sobre un 50% de los ingresos consolidados de la entidad, alcanzando una participación relativa del 51,4% a diciembre de 2022 (51,9% a diciembre de 2021).

Le sigue en importancia relativa la división de Cuidado del Hogar, la cual considera la elaboración y comercialización de 11 tipos de productos, lo que incorpora detergentes, suavizantes, jabones, lavaplatos, cloro, desinfectantes, servilletas, papel y velas. Al cierre de 2022, esta unidad representó un 29% de los ingresos consolidados (30,1% a diciembre de 2021).

Adicionalmente, César Iglesias participa en el negocio de Cuidado Personal, agregando a su portafolio de productos la elaboración y comercialización de papel higiénico, jabones de tocador, pañales y toallitas húmedas. A diciembre de 2022, este segmento alcanzó una participación del 19,6% en los ingresos consolidados (18% al cierre del año anterior).

Cabe destacar que los segmentos antes mencionados consideran una variada gama de productos comprados a terceros, entre los que se encuentran pañales, azúcar, jugos, avena, aceitunas, aceites y pasas, entre otros. Al respecto, el crecimiento de los últimos periodos de estos productos se explica principalmente por el acuerdo comercial estratégico con Unilever, el que ha considerado la distribución de 8 marcas.

Finalmente, dentro del portafolio de productos la compañía comercializa artículos industriales, categorizados como Otros, dentro de los que se encuentran ácido sulfúrico lineal, afrecho, grits cervecero, pasta sulfonada, silicato, soda cáustica, viruta de tocador y bobinas de papel.

Por otro lado, la producción le permite a César Iglesias suministrar en el mercado local y exportar sus productos hacia Haití, Curazao, Estados Unidos, Antigua y Barbuda, Barbados, Granada, Puerto Rico y San Martín, entre otros. Respecto de esto último, a diciembre de 2022 la participación relativa de las exportaciones sobre los ingresos consolidados alcanzó un 14%.

La menor exposición a países más riesgosos, en conjunto con su amplio portafolio de productos -que le permite diversificar sus operaciones y disminuir la importancia relativa de un producto específico en sus ingresos- constituyen factores que otorgan una relativa estabilidad a la capacidad de generación de flujos de la entidad.

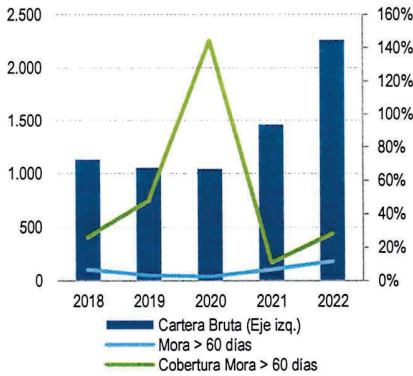
### ALIANZAS ESTRATÉGICAS POTENCIAN EL CRECIMIENTO Y LA DIVERSIFICACIÓN DE LA COMPAÑÍA

Durante el primer semestre de 2021, César Iglesias firmó un contrato no exclusivo de distribución, comercialización y venta de productos asociados a Unilever Caribe S.A., sociedad que cuenta con la licencia para la fabricación comercialización y venta de productos en la República Dominicana bajo las marcas registradas propiedad de Unilever, N.V. y sociedades relacionadas.

El contrato tiene una duración de cinco años con renovaciones anuales automáticas y considera un portafolio de productos importados y locales que le permitirán a César Iglesias acceder a mercados más amplios y diversificar el riesgo asociado a cada uno de ellos, sin competir de forma directa con los artículos que fabrica.

### ACOTADO RIESGO DE CRÉDITO

Cifras en millones de pesos dominicanos



(\*) Fuente: elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

Unilever es una empresa multinacional británico-neerlandesa fundada en 1929 que cuenta con más de 400 marcas, abarcando más de 190 países. El foco de la entidad se encuentra en los *billion euros brands*, correspondiente a marcas de gran valor agregado que generan una facturación anual superior al billón de euros.

### AMPLIA RED DE PRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN

Para la elaboración de sus diferentes productos, César Iglesias cuenta con 24 plantas productivas, las que son gestionadas y operadas de forma independiente y se encuentran concentradas en un único parque industrial, ubicado en el municipio de San Pedro en un terreno de 300 mil m<sup>2</sup>. Éstas, cuentan con 54 líneas de producción diferentes, operando a través de tres turnos a lo largo del día, los 365 días del año.

Las plantas productivas se encuentran ubicadas de tal forma de generar sinergias y eficiencias entre las distintas líneas de negocios, aprovechando la integración vertical con la que cuenta la entidad. De esta forma, los molinos se encuentran localizados cerca de las instalaciones de cereales, pastas y sopas.

Por otro lado, el complejo industrial cuenta con acceso a la Autovía del Este, la cual conecta a César Iglesias con los principales centros urbanos de consumo y sus centros de distribución.

Respecto de esto último, la compañía cuenta con tres centros de distribución y almacenamientos localizados en Azua, Santo Domingo y La Vega, los que totalizan aproximadamente 13.700 m<sup>2</sup> de superficie construida. Adicionalmente, posee tres centros de distribución (*cross docking*) emplazados en Puerto Plata y El Catey, los que suman cerca de 3.200 m<sup>2</sup> de superficie. Éstos, le permiten contar con una amplia red de distribución, sirviendo a todas las regiones del territorio nacional, a través de una flota propia de más de 210 camiones.

Lo anterior, alcanzando más de 37.000 puntos de venta, abarcando los canales de colmados, mayoristas, supermercados y pastelerías, además de algunos mercados de exportación.

### ALTA ATOMIZACIÓN EN CADA UNO DE SUS CANALES DE VENTAS CON ACOTADO RIESGO DE CRÉDITO

La fuerza de venta de la compañía le permite acceder a múltiples canales de ventas. Al respecto, cerca de un 31% de estas se realizan a través de Colmados, los cuales por naturaleza son muy atomizados y se encuentran distribuidos en todo el territorio de la República Dominicana. Por lo anterior, son los que requieren de la mayor fuerza de venta. Actualmente, César Iglesias distribuye a más de 41.700 colmados.

El segundo mayor canal de ventas de César Iglesias es el de Mayoristas, representando un 21% de las ventas a diciembre de 2022. Del porcentaje restante, un 23% se destina a Supermercados y un 11% se destina a Pastelerías y Panaderías.

Para la venta, la compañía cuenta con políticas de crédito y cobranza definidas según tipo de clientes. Éstas, le han permitido evidenciar un acotado riesgo de crédito. Respecto de lo anterior, a diciembre de 2022, la cartera bruta con mora mayor a 60 días alcanzaba los RD\$ 260 millones, representando un 11,5% de la cartera bruta y un 1,3% de los ingresos del periodo.

Por su parte, la compañía cuenta con débiles políticas de cobertura, cubriendo en 0,3 veces la mora mayor a 60 días al cierre de 2022.

Por otro lado, cabe destacar que, al cierre de 2022, la entidad mantenía cerca de RD\$ 694 millones como documentos por cobrar a empresas relacionadas de largo plazo, las que representaban un 24% del total de documentos y cuentas por cobrar (considerando corto y largo plazo). Estos, estaban asociados a un préstamo otorgado a Galiza Trading Inc. durante mayo de 2021 a una tasa de interés anual del 6% con pago al vencimiento en mayo de 2026.

Respecto de lo anterior, durante el año 2022 se adicionaron RD\$ 211 millones bajo la misma modalidad de acuerdo.

## PLAN ESTRATÉGICO ENFOCADO EN CRECIMIENTO Y EN AUMENTAR LAS EFICIENCIAS OPERATIVAS

En años anteriores, el foco estratégico de la compañía estuvo concentrado en el crecimiento vía aumentos de capacidad y diversificación de segmentos, potenciando su portafolio de productos y posteriormente, aprovechando sus economías de escala de manera de alcanzar eficiencias productivas.

Actualmente, el plan estratégico de César Iglesias está enfocado en profundizar las alianzas estratégicas con marcas multinacionales, con el objetivo de aumentar el valor de la compañía. A su vez, incorpora una serie de iniciativas que tienen como propósito generar crecimiento adicional y mayores eficiencias.

De forma adicional, la sociedad está trabajando en la expansión de los canales de venta internacionales y en la normalización de los márgenes operacionales, dadas las presiones globales que han afectado sus resultados.

Respecto de lo anterior, la compañía estima un monto de inversión de entre RD\$ 700 millones y RD\$ 900 millones para los próximos años.

Cabe destacar que César Iglesias se encuentra constantemente analizando nuevas oportunidades de negocios las cuales, de materializarse, serán analizadas de forma particular.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — AMBIENTES

La compañía cuenta con una política medioambiental enfocada en actuar según las leyes y normas para la conservación, protección, mejoramiento y cuidado del medioambiente y los recursos naturales. A su vez, busca reducir la huella de carbono de sus operaciones.

Como reflejo de lo anterior, César Iglesias está comprometido a certificar y mantener operaciones bajo las principales normativas medioambientales nacionales e internacionales como ISO 14001 y Sello Verde. Respecto de lo anterior, la compañía recibió en 2015 el Premio Nacional a la Producción más Limpia, otorgado por el Ministerio de Medio Ambiente de la República Dominicana.

Dentro de las principales iniciativas de responsabilidad ambiental de la sociedad destacan las de energía renovable, tratamiento de aguas residuales y jornadas de reforestación. Además, la compañía participa en la Coalición Río Higuamo y ha contribuido por más de 16 años a la formación técnica de los miembros del cuerpo de bomberos de San Pedro de Macorís.

**— SOCIALES**

En este apartado, la entidad está focalizada en la prevención de accidentes y en ofrecer adecuadas condiciones de salud para sus colaboradores, sumado al control y mitigación de los riesgos e impactos inherentes a su industria.

**— GOBIERNOS CORPORATIVOS**

Feller Rate Considera como suficientes aspectos de sus gobiernos corporativos, donde la empresa es administrada por un Consejo de Administración que cuenta con nueve miembros (dos de ellos independientes), elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos de forma indefinida. Éste, tiene la responsabilidad de gestionar los negocios de la sociedad.

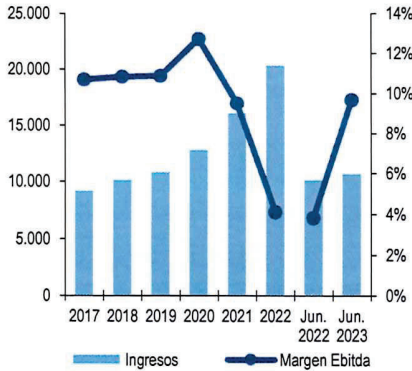
Asimismo, posee un Comité Ejecutivo cuya principal función es planificar, dirigir y controlar las estrategias y las operaciones generales de la entidad, incluyendo la ejecución del plan estratégico aprobado por el Consejo de Administración.

Adicionalmente, la compañía ha constituido una serie de comités, entre los que destacan el de Auditoría y Cumplimiento Regulatorio, de Riesgos, y de Nombramientos y Remuneraciones.



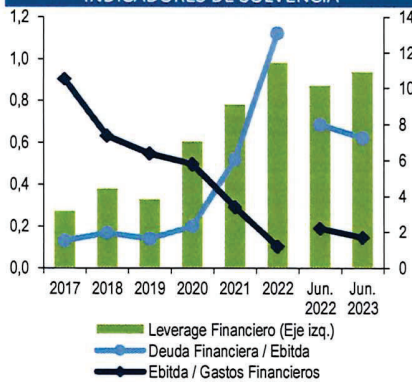
### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Millones de pesos dominicanos



Ingresos Margen Ebitda

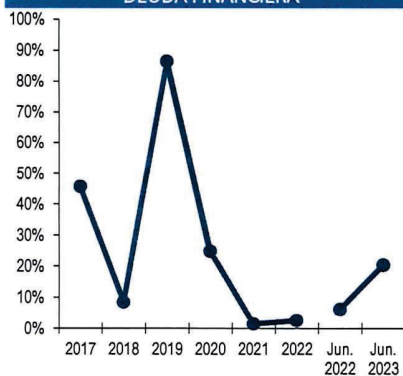
### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



Leverage Financiero (Eje izq.)  
Deuda Financiera / Ebitda  
Ebitda / Gastos Financieros

\*Cifras a junio se presentan anualizadas

### EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



\*Cifras a junio se presentan anualizadas

## POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Gradual recuperación de los márgenes operacionales

Los resultados de la compañía están expuestos a los costos de la materia prima utilizada debido a su naturaleza de *commodities*, donde alzas en los precios pueden ser parcialmente compensadas por la capacidad de traspaso hacia precios finales.

Además, los resultados de la empresa se ven afectados por variaciones en el tipo de cambio, debido al descalce que existe entre ingresos percibidos en dólares y una estructura de costos en la que predomina la moneda local.

En los últimos periodos evaluados, los resultados de la compañía han estado influenciados de forma importante por las contingencias globales, entre las que destacan el avance de la pandemia, la crisis logística global, las presiones inflacionarias a nivel mundial y el conflicto entre Rusia y Ucrania. Adicionalmente, la estructura de costos de la entidad se ha visto impactada por el plan estratégico en curso, el que ha considerado, entre otros factores, el aumento de la fuerza de venta para optimizar y focalizar la oferta por línea de negocios a cada uno de los canales de venta y para hacer frente al crecimiento proyectado a raíz del contrato de distribución, comercialización y venta de productos pertenecientes a Unilever Caribe S.A.

De esta manera, si bien durante 2021 y 2022 los ingresos operacionales alcanzaron los RD\$ 16.043 millones y 20.291 millones, respectivamente, registrando aumentos del 25,3% y 26,5%, en el orden dado, la estructura de costos evidenció avances del 27,9% y 33,5%, correspondientemente, resultando en una disminución en la generación de Ebitda para ambos periodos (RD\$ 1.523 millones y RD\$ 832 millones, de forma respectiva).

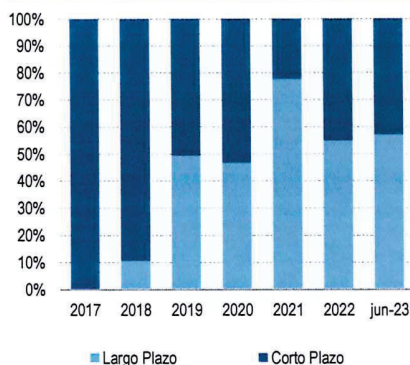
Consecuentemente, a diciembre de 2021 y 2022 el margen Ebitda de César Iglesias fue de un 9,5% y 4,1%, respectivamente, lo que se compara negativamente con el promedio presentado históricamente por la compañía (11,6% promedio entre 2016 y 2020).

Sin embargo, cabe destacar a partir del tercer trimestre del año 2022 los márgenes operacionales de la compañía han presentado una gradual recuperación, en función de las menores presiones inflacionarias sobre los costos logísticos de importación y los costos de materias primas (la compañía se ve particularmente expuesta a las variaciones en los precios del maíz, soya, trigo, aceites y plásticos, entre otros). A su vez, la recuperación considera las políticas implementadas por la entidad para mitigar los efectos antes mencionados, entre las que se encuentra el traspaso de los aumentos hacia precios finales y la modificación del mix de productos.

De esta forma, a junio de 2023, la estructura de costos presentó un acotado crecimiento (0,1% respecto de junio de 2022), lo que en conjunto con la mantención de una tendencia creciente en los ingresos operacionales -alcanzando los RD\$ 10.659 millones-, resultó en una generación de Ebitda de RD\$ 1.029 millones (RD\$ 385 millones al primer semestre del año anterior) con un margen Ebitda de 9,7% (3,8% a junio de 2022).

Respecto de la generación de flujos de la operación, tras presentar relevantes presiones en 2021 y 2022, esta ha presentado una gradual recuperación, alcanzando los RD\$ 1.250 millones durante los primeros seis meses del año (RD\$ -641 millones a junio de 2022). En línea con lo anterior, al segundo trimestre de 2023, la capacidad de pago de la sociedad

### ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA



### PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2023, RD\$ 737 millones.
- Flujo de fondos operativos con un margen Ebitda que ha presentado una gradual recuperación en los últimos trimestres.
- Fondos a recaudar del proceso de Oferta Pública Inicial (IPO) de acciones.

### PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan estratégico.
- Prepago de pasivos financieros asociados al proceso de recompra de acciones.

(medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado de intereses (FCNOA) sobre deuda financiera) fue del 20,3% (6,0% al primer semestre de 2022).

Feller Rate espera que, en atención a las políticas implementadas para generar mayores eficiencias, en conjunto con la rentabilización del plan estratégico en curso y la capacidad de gestión comercial registrada, César Iglesias mantenga una gradual mejora de sus márgenes operacionales, robusteciendo su capacidad de generación de fondos de la operación.

### ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Incremento en los niveles de deuda ante proceso de recompra de acciones y mayores requerimientos de inversiones y de capital de trabajo

Históricamente, la compañía había evidenciado una conservadora política de endeudamiento, financiando sus inversiones con un alto componente de recursos de la operación. Esto, había generado que el indicador de endeudamiento financiero se mantuviera, en general, por debajo de las 0,5 veces (0,3 veces promedio entre 2016 y 2020).

No obstante, durante 2021 la entidad realizó un proceso de recompra de acciones bajo un procedimiento de desvinculación, a través del cual un grupo de accionistas minoritarios vendieron sus participaciones en César Iglesias. Dicho proceso, implicó un desembolso de aproximadamente US\$ 84 millones (asociados a US\$ 77 millones por pago directo y el monto restante a costos del proceso), el que fue solventado a través de la emisión de deuda financiera.

El proceso de recompra de acciones en conjunto con el plan estratégico en curso de la entidad, que ha implicado mayores requerimientos de inversión y de capital de trabajo, resultaron en que el stock de deuda financiera se mantenga por sobre los RD\$ 9.000 millones desde el año 2021, elevándose hasta los RD\$ 10.648 millones al primer semestre de 2023, monto que está constituido principalmente por créditos bancarios.

Respecto de lo anterior, cabe destacar que la compañía está en proceso de ejecutar una Oferta Pública Inicial (IPO) de acciones, cuyos fondos serán utilizados, mayoritariamente, para el prepago de obligaciones financieras que no están asociadas a la operación de la entidad, lo que resultará en una relevante disminución en el stock de deuda financiera de la entidad.

El mayor nivel de deuda ha resultado en un aumento relevante en el indicador de endeudamiento financiero, el que pasó desde las 0,6 en 2020 hasta las 0,9 veces al segundo trimestre del año 2023. Asimismo, al considerar el indicador de endeudamiento financiero neto, éste pasó desde las 0,3 veces hasta las 0,9 veces, ante la utilización de los recursos en caja para el financiamiento de capital de trabajo y para los requerimientos asociados al plan estratégico.

Por otro lado, la mejoría en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en menores presiones para los indicadores de cobertura. En particular, la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda y la cobertura sobre gastos financieros alcanzaron las 6,7 veces y 1,7 veces, respectivamente, en comparación con las 12,3 veces y las 1,2 veces, respectivamente, alcanzadas al cierre de 2022.

Feller Rate espera que, ante el proceso de Oferta Pública Inicial de acciones, la rentabilización del plan de negocio en curso y los menores requerimientos de deuda

proyectados para los próximos años, los indicadores de César Iglesias evidencien, en el corto plazo, una mejoría hacia rangos en línea con la calificación de riesgo asignada.

### LIQUIDEZ: SUFICIENTE

A junio de 2023, la compañía contaba con una posición de liquidez calificada como "Suficiente". Esto, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por RD\$ 737 millones y una generación de flujos de la operación (FCNOA) que, en términos anuales, alcanzaba los RD\$ 2.159 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por RD\$ 4.581 millones, los que están asociados, en gran parte, a capital de trabajo.

Por otro lado, la calificación incorpora el acceso al mercado financiero con que cuenta César Iglesias y la decisión de no realizar reparto de dividendos en los próximos años. A su vez, se espera que la compañía mantenga una adecuada estructura de uso de fondos, entre los que se encuentran los préstamos entregados a su controlador, Galiza Trading Inc., de tal manera de no presionar su posición de liquidez.

Adicionalmente, la calificación considera que los recursos a percibir con la IPO en curso le permitirán a César Iglesias restar presiones de refinanciamiento para los próximos años. Al respecto, un atraso relevante en el proceso podría impactar la calificación actual de la posición de liquidez.

Considerando todo lo anterior, la compañía podría hacer frente con suficiente holgura el actual plan de inversiones, centrado principalmente en el crecimiento de productos comprados a Unilever Caribe y en generar mayores eficiencias.

	Nov. 2022	31 Ene. 2023	27 Jul. 2023
Solvencia	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables

### RESUMEN FINANCIERO

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun. 2022*	Jun. 2023*
Ingresos Operacionales	8.966	9.176	10.110	10.814	12.801	16.043	20.291	10.091	10.659
Ebitda <sup>(1)</sup>	1.167	979	1.093	1.174	1.625	1.523	832	385	1.029
Resultado Operacional	781	588	603	660	1.040	1.003	210	114	675
Ingresos Financieros			5	13	21	84	196	305	179
Gastos Financieros	-74	-93	-149	-185	-282	-452	-708	-304	-484
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	601	397	342	536	611	72	-575	-74	369
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	1.012	570	174	1.458	738	-296	-439	-641	765
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	1.087	660	174	1.610	923	118	268	-641	1.250
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	1.012	570	174	1.471	759	-264	-439	-641	765
Inversiones en Activos Fijos Netas	-1.021	-829	-789	-792	-964	-1.500	-1.277	-643	-348
Inversiones en Acciones	-50	50			-235	240			
Flujo de Caja Libre Operacional	-58	-209	-614	679	-441	-1.524	-1.716	-1.285	417
Dividendos Pagados		-152	-196	-165	-150	-75			
Flujo de Caja Disponible	-58	-360	-810	514	-591	-1.599	-1.716	-1.285	417
Otros Movimientos de Inversiones						-465	-176	-64	-241
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-58	-360	-810	514	-591	-2.064	-1.892	-1.349	175
Variación de Capital Patrimonial				-138		-4.266			
Variación de Deudas Financieras	23	653	635	-214	1.865	5.373	1.859	1.139	-86
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-35	293	-175	162	1.274	-957	-34	-192	90
Caja Inicial	118	83	376	201	363	1.637	680	680	647
Caja Final	83	376	201	363	1.637	680	647	488	737
Caja y Equivalentes <sup>(2)</sup>	83	376	201	363	1.637	680	647	488	737
Cuentas por Cobrar Clientes	847	896	1.129	1.056	1.059	1.463	2.193	2.426	2.258
Inventario	1.147	1.728	2.066	2.036	2.280	3.886	4.364	4.802	4.645
Deuda Financiera	793	1.446	2.081	1.865	3.733	9.153	10.871	10.073	10.648
Activos Totales	6.817	7.995	8.661	9.225	11.375	23.836	25.671	25.522	26.486
Pasivos Totales	1.652	2.612	3.132	3.473	5.162	12.038	14.576	13.869	15.064
Patrimonio + Interés Minoritario	5.164	5.382	5.529	5.752	6.213	11.798	11.096	11.653	11.422

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones

(2) Incluye otros activos financieros de largo plazo considerados de alta liquidez.

\* Estados financieros interinos.

### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun. 2022*	Jun. 2023*
Margen Bruto	25,3%	23,0%	23,2%	23,1%	24,2%	21,2%	19,6%	16,8%	24,6%
Margen Operacional (%)	8,7%	6,4%	6,0%	6,1%	8,1%	6,3%	1,0%	1,1%	6,3%
Margen Ebitda (%)	13,0%	10,7%	10,8%	10,9%	12,7%	9,5%	4,1%	3,8%	9,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	11,6%	7,4%	6,2%	9,3%	9,8%	0,6%	-5,2%	0,5%	-1,2%
Costo/Ventas	74,7%	77,0%	76,8%	76,9%	75,8%	78,8%	80,4%	83,2%	75,4%
Gav/Ventas	16,5%	16,6%	17,3%	17,0%	16,1%	14,9%	18,5%	15,7%	18,2%
Días de Cobro	34,0	35,1	40,2	35,1	29,8	32,8	38,9	46,2	39,0
Días de Pago	31,4	44,7	38,7	55,1	38,3	64,2	65,1	72,0	85,2
Días de Inventario	61,6	88,1	95,8	88,2	84,6	110,7	96,3	113,3	104,7
Endeudamiento Total	0,3	0,5	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	1,2	1,3
Endeudamiento Financiero	0,2	0,3	0,4	0,3	0,6	0,8	1,0	0,9	0,9
Endeudamiento Financiero Neto <sup>(1)</sup>	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,7	0,9	0,8	0,9
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(2)</sup> (vc)	0,7	1,5	1,9	1,6	2,3	6,0	13,1	7,9	7,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup> (vc)	0,6	1,1	1,7	1,3	1,3	5,6	12,3	7,6	6,7
Ebitda / Gastos Financieros <sup>(2)</sup> (vc)	15,7	10,5	7,3	6,4	5,8	3,4	1,2	2,2	1,7
FCNOA/ Deuda Financiera (%)	137,0%	45,7%	8,4%	86,3%	24,7%	1,3%	2,5%	6,0%	20,3%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta (%) <sup>(1)</sup>	153,1%	61,7%	9,3%	107,2%	44,0%	1,4%	2,6%	6,3%	21,8%
Liquidez Corriente (vc)	1,5	1,2	1,2	1,4	1,5	1,3	0,9	1,2	0,9

(1) Incluye otros activos financieros de largo plazo considerados de alta liquidez.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

\* Estados financieros internos.

## NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

## CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Categoría 1 (C-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 2 (C-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 3 (C-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 4 (C-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles C-1, C-2 o C-3.
- Categoría 5 (C-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Categoría 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Para la deuda de largo plazo, son "grado inversión" todos los títulos que tengan una calificación igual o superior a "BBB-". En el caso de deuda de corto plazo, son "grado inversión" los que posean calificación igual o superior a "Categoría 3".

## PERSPECTIVAS

Feller Rate asigna «Perspectivas de la Calificación» como opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la calificación puede subir.
- Estables: la calificación probablemente no cambie.
- A la baja: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

### CREDITWATCH

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una calificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

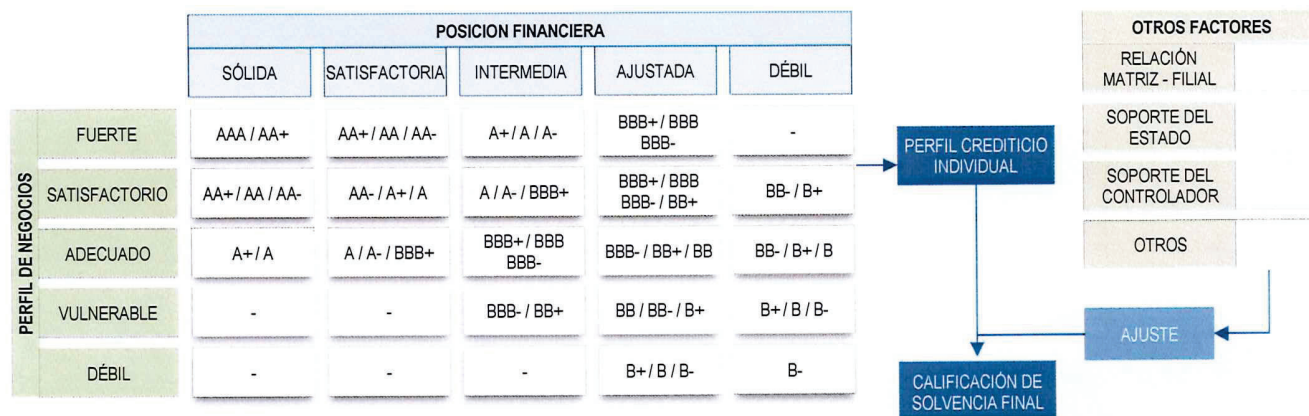
- CW Positivo: la calificación puede subir.
- CW Negativo: la calificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

### DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, esta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite minimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

### MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



### EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Esteban Sánchez - Analista principal

La opinión de las Sociedades Calificadoras de Riesgo no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor sino que se basa en información pública disponible y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la Sociedad Calificadora de Riesgo la verificación de la autenticidad de la misma. Las calificaciones otorgadas por Feller Rate son de su responsabilidad en cuanto a la metodología y criterios aplicados, y expresan su opinión independiente sobre la capacidad de las sociedades para administrar riesgos. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables, sin embargo, existe la posibilidad de error humano o mecánico. Feller Rate Sociedad Calificadora de Riesgo no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.