



Ecuador
Papel Comercial y
Emisión de Obligaciones

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase A	AAA-	N/R
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase B	AAA-	N/R
3er Programa Papel Comercial	AAA	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

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

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (septiembre)
Activos	248.4	262.9
Ventas	271.9	235.4
Margen EBITDA (%)	13.33%	7.87%
ROE (%) *	13.63%	8.39%
Deuda / capitalización (%)	13.30%	15.02%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	3.79	0.30
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1.17	-0.80
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	0.56	0.98
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	0.73	1.32

* Indicador anualizado para marzo-2018

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración BWR

Contactos:

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

Stefany León
(5932) 226 9767 ext. 112
sleon@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' al **Tercer Programa de Papel Comercial** de Agripac S.A., y la calificación de 'AAA-' a la **Tercera Emisión de Obligaciones** del mismo emisor. La categoría 'AAA' corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La decisión se fundamenta en la sólida posición comercial y financiera de Agripac S.A., proveniente de una alta capacidad de generación operativa, un fuerte posicionamiento a nivel nacional, y un bajo nivel de endeudamiento que le otorga flexibilidad financiera. La calificación del programa de papel comercial considera adicionalmente la fortaleza de generación en el corto plazo que mantiene la empresa.

Agripac es una empresa con amplia trayectoria dentro del mercado ecuatoriano y un sólido posicionamiento, dentro de una industria competitiva. Sus ingresos provienen principalmente de ventas al sector agropecuario, muy importante por su aporte en la generación de empleo, divisas y para la estrategia estatal de soberanía alimentaria. Esto se refleja en exoneraciones tributarias, y programas de financiamiento, capacitación y subsidios para productores por parte del Estado, estos últimos en función de la liquidez del Gobierno. Estos factores mitigan en parte los riesgos inherentes del sector así como los del entorno.

La generación operativa del emisor es importante por lo que sigue siendo una fortaleza y se debe en parte al éxito de las estrategias de la empresa en cuanto a la distribución de sus productos con canales propios y a la diferenciación de su promesa de valor, por la calidad de sus productos, y el soporte técnico y financiero que ofrece al productor.

Se reconoce la flexibilidad operativa que mantiene la empresa, gracias a que buena parte de sus gastos son variables, lo cual le permite ajustarse a condiciones cambiantes del mercado. Si bien el EBITDA muestra históricamente una mayor volatilidad que la del sector al que atiende, esta proviene principalmente de los importantes crecimientos en ventas. A esto se suma una adecuada diversificación por línea de negocio y clientes.

Agripac mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y un respaldo patrimonial importante gracias a una política de pago de dividendos conservadora. La institución tiene además una estructura de fondeo diversificada, que proviene de entidades locales y del exterior, así como del mercado de valores y apertura de multilaterales. La infraestructura actual no requiere de inversiones importantes en el corto plazo, por lo que las inversiones de capital se orientan hacia la expansión de su capacidad productiva. Estos factores le otorgan una alta flexibilidad operativa.

Por último, el emisor mantiene una posición holgada de liquidez para cubrir sus necesidades operativas, de inversión y su deuda de corto plazo, por lo cual no se aprecian riesgos de refinanciamiento en el corto plazo. Adicionalmente, mantiene una estructura de plazos de su pasivo financiero, que reduce los requerimientos de flujos para su repago.



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Tercera Emisión de Obligaciones		
Emisor:	AGRIPAC S.A.	
Clases	A	B
Fecha Aprobación SCVS	4-May-15	
Número de Resolución:	SCV-INMV-DNAR-15-0001261	
Monto Total Emisión:	7,500,000	7,500,000
Saldo Insoluto	4,875,000	1,687,500
Fecha de emisión:	10-Jun-15	24-Jun-15
Fecha Vencimiento:	10-Sept-21	3-Jun-19
Plazo:	2160 días	1440 días
Tasa de interés:	8.5% anual	8% anual
Pago de intereses	Trimestral	Trimestral
Amortización:	Trimestral	Trimestral
Garantía:	General	
Destino de la Emisión:	70% sustitución de deuda bancaria; 30% compra de inventario	
Agente Estructurador y Colocador:	BANRIO Casa de Valores S.A	
Agente Pagador :	DECEVALE S.A	
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados	

Tercer Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR.160006470
Fecha de Aprobación SCVS	28-Dic-16
Monto Programa	6,000,000.00
Monto en circulación	0.00
Plazo	720 días
Fecha Vencimiento Programa	18-Dic-18
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El Banco Central del Ecuador actualizó recientemente la cifra de crecimiento de la economía en el 2017, fijándola en 2.4% en términos reales¹. En términos corrientes, el PIB alcanzó USD 104,295 millones. Hacia el primer trimestre del 2018, el PIB tuvo una variación de 1.9% en relación al primer trimestre del año 2017. La mayor parte se explica por la incidencia del Gasto de Consumo Final de los Hogares, que tuvo una incidencia sobre la variación interanual de 2.8%.

¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

En relación a la Oferta y Utilización de Bienes y Servicios, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) registró una variación interanual de 5.5%, el Gasto Consumo Hogares del 4.6% y el Gasto de Consumo Final del Gobierno del 1.3%, al primer trimestre de 2018.

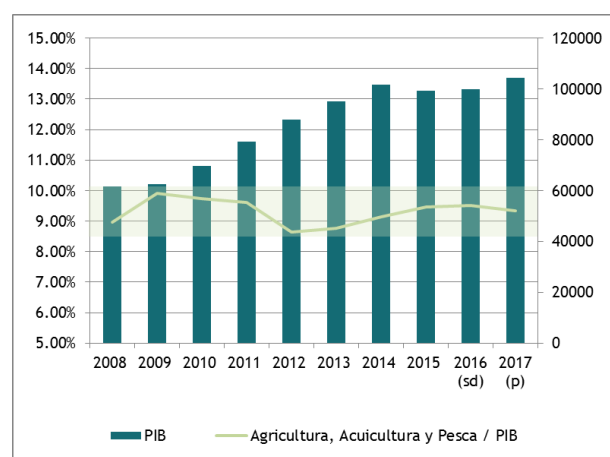
El Valor Agregado Bruto (VAB) No Petrolero registro un crecimiento interanual de 2.8% al primer trimestre de 2018, debido a la recuperación de la mayoría de actividades económicas, mientras que el VAB Petrolero registró una caída de 4.8%, por una reducción anual de la extracción de petróleo crudo de 3.4%.

Cabe mencionar que a septiembre de 2018 la inflación de precios al consumidor alcanzó 0.23%, mientras que la de precios al productor fue de 0.83%. Además, el empleo adecuado llegó a 48.8% (5.2% de desempleo urbano).

AGRIPAC S.A. se dedica principalmente a la producción y/o comercialización de insumos para el sector agropecuario que es considerado estratégico para el país por su importancia en la generación de divisas, su contribución como insumo para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo en el sector rural. Además, los principales insumos requeridos para la producción se benefician de exoneraciones de aranceles y tasa de 0% del IVA.

En el gráfico a continuación se observa que el sector al que se dedica principalmente AGRIPAC S.A. representó el 9.33% del PIB al 2017 y ha oscilado alrededor del 9% históricamente.

Gráfico 1



*Sector agropecuario incluye: Agricultura, ganadería, caza, silvicultura; agricultura, pesca de camarón y pesca

Fuente: Banco Central del Ecuador, AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR

El comportamiento de las tasas de crecimiento de las industrias mencionadas a lo largo del tiempo se asemeja al del Producto Interno Bruto Total, por lo que se podría decir que sigue el comportamiento



macroeconómico, además de verse influenciadas por las condiciones climáticas, la demanda internacional y las políticas públicas.

Es importante destacar que en lo que respecta al VAB, la Agricultura presentó una variación interanual de 3.5% y la Acuicultura y Pesca fue la industria que reportó la variación más alta, 16.7%.

Además, de acuerdo a cifras del Banco Central del Ecuador a junio-2018, el 29.4% del empleo pertenece al ramo de Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca.

Por otra parte, para el cierre del año 2017 la Inversión Extranjera Directa (IED) para el sector de Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca fue de 115.3 millones de dólares y el 52% provino de Nueva Zelanda. Este monto de IED representó el 22.25% del total recibido en el año para todas las industrias.

Lo anterior denota que este se trata de un sector estratégico para el Gobierno. Por lo tanto, el mismo ha implementado varios programas para fomentar la producción local, a través de subsidios, financiamiento y transferencia de tecnología.

Entre los programas de apoyo se destacan el Proyecto Nacional de Semillas para Agrocadenas Estratégicas, AgroSeguro, Reactivación del Café, Acuicultura, Fortalecimiento de Capacidades, Valor Agregado, Redes Comerciales, Ganadería Sostenible y Programa del Buen Vivir Rural.

El Proyecto Nacional de Semillas para Agrocadenas Estratégicas comprende un plan destinado a promover el comercio asociativo, a través de la entrega de semillas, fertilizantes y otros insumos con precios subsidiados por el Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAGAP) y entregados a través de la empresa pública Unidad Nacional de Almacenamiento (UNA_EP)².

Durante “La Gran Minga Nacional Agropecuaria” realizada el 19 de agosto del 2017, el presidente Lenin Moreno ofreció la entrega de un millón de kits subsidiados (semillas, fertilizantes y agroinsumos) hasta el 2021. Además ofreció asistencia técnica gratuita para 500,000 productores, capacitación para 4,500 técnicos, entrega de 300,000 títulos de propiedad, kits de herramientas nuevas, capital semilla para empresas de mecanización y seguros.³ Mediante

estos incentivos se pretende mejorar el panorama actual de la agroindustria.

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador, que reemplazó en esta función al Banco Nacional de Fomento, continúa otorgando créditos a pequeños agricultores. En “La Gran Minga Nacional Agropecuaria” se ofreció otorgar USD 1.2 MM en créditos con tasa de interés preferencial.

Además, como hecho subsecuente a la fecha de corte de la presente calificación, en noviembre de 2018 se firmó un convenio entre el Ministerio de Agricultura y BanEcuador para el proyecto “Fomento y Desarrollo de Fincas Integrales de la Agricultura Familiar y Campesina, Sustentabilidad y la Disminución de la Pobreza”⁴.

Los fertilizantes y plaguicidas son fundamentales para el sector. En su mayoría los mismos son importados, y localmente solo se mezclan y/o se envasan en distintas presentaciones. Cabe indicar también que existe una competencia importante debido a la existencia de productos genéricos de menor costo. Para atender al sector agropecuario, las estrategias de soporte técnico o financiero a los usuarios y la constante actualización de tecnología para conseguir productos eficientes y de mayor calidad son diferenciadores importantes.

Desde el 2014 el Estado ha intervenido en la oferta de fertilizantes y fungicidas, reduciendo el precio de algunos insumos y el volumen de importación. La evolución de estos subsidios dependerá de la capacidad financiera estatal, en función de la disponibilidad de financiamiento externo, la recaudación fiscal y la evolución del precio del petróleo. No obstante, se reconoce la intención del Estado de soportar al sector, tanto por su importancia social como para el sector externo.

Ecuador se beneficia de su ubicación geográfica, características geológicas, climáticas y de precipitación, que lo convierten en un país mega diverso, y le dan el potencial para que a futuro se ofrezcan al mercado interno y externo productos con valor agregado, derivados del procesamiento de las materias primas producidas.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

AGRIPAC S.A. se constituye en el Ecuador en 1972, con el objeto de dedicarse a la comercialización de insecticidas, herbicidas, fungicidas, fertilizantes, semillas, granos, balanceados y productos elaborados y semielaborados para la agricultura, ganadería, acuicultura y salud animal. En el pasado la Compañía adquirió varias empresas

² <http://www.agricultura.gob.ec/productores-de-arroz-y-maiz-beneficiados-con-semillas-e-insumos/>

³

<http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/el-gobierno-proporciona-tres-tipos-de-kits-agricolas-subsidiados>

⁴ <https://www.agricultura.gob.ec/un-convenio-beneficiara-a-la-agricultura-familiar-y-campesina/>



afines a su negocio como parte de su estrategia de expansión e integración hacia atrás y estas forman parte de la infraestructura actual.

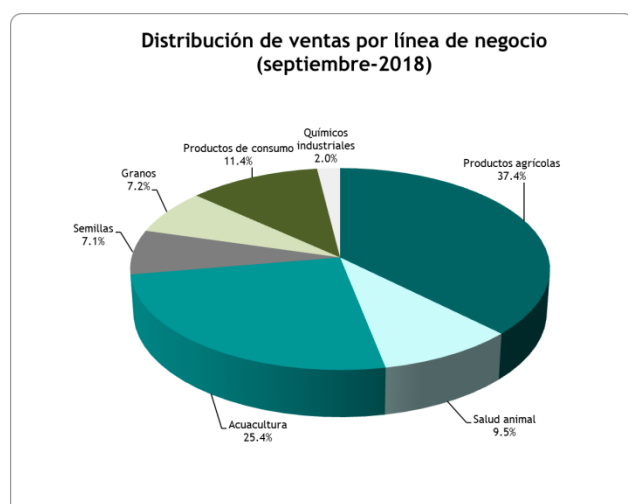
La estructura departamental incluye cinco áreas donde colaboran 1,222 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

Del total de proveedores, el 81.13% proviene del exterior, mientras que el 18.87% corresponde a proveedores locales.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Los 10 principales clientes representan el 13.74% de las ventas por lo que consideramos que no existe una concentración importante en este aspecto.

La actividad del emisor se encuentra diversificada en varias líneas de negocio, en las cuales mantiene posiciones de mercado importantes y en algunos casos de liderazgo.

Gráfico 2



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

La venta de productos agrícolas constituye la línea de negocio más importante. Consiste en la mezcla y envasado de fertilizantes, insecticidas, herbicidas, fungicidas, productos biológicos de uso agrícola y otros agroquímicos. Este negocio ha registrado un crecimiento importante al igual que su margen de rentabilidad. De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte septiembre-2018, la Compañía ascendió al primer lugar dentro del ranking de importadores en agroquímicos, con una participación del 16%, seguido por Ecuaquímica (14%).

En segundo lugar de importancia se encuentra la división de acuicultura, que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo

del camarón. Esta línea de productos registró un crecimiento del 8.19% interanual. En este segmento, la empresa mantiene una participación de mercado del 20%.

La división de consumo cuenta con tres líneas de producción: salud pública, pet food y pet care. La línea de salud pública está enfocada en la venta de insecticidas de uso doméstico y raticidas de las marcas líderes Dragón y Klerat, respectivamente, mientras que pet food se encarga de la alimentación para gatos y perros, con las marcas Buen Can y Nutra Pro. Finalmente, Pet Care contiene desparasitantes y productos para control de pulgas y garrapatas con las marcas Alcon Dog y Michu. Esta división ha crecido fuertemente (23.59% interanual a septiembre-2018), lo cual se refleja en una mayor participación dentro de las ventas totales de la empresa y actualmente mantiene una participación de mercado del 9%.

En salud animal, AGRIPAC comercializa balanceados con la marca ALCON, cuenta con alimento para pollo en su etapa pre inicial, inicial y final para cerdos, productos para la lactancia, gestación inicial y engorde; para ganado productos de ternera inicial, crecimiento y lechero producción. Esta división también cuenta con una línea veterinaria con productos para las distintas etapas de producción en la crianza de cerdos, ganado y aves. Este negocio presenta un decrecimiento interanual del 7.30%; sin embargo, mejoró su margen bruto a partir de marzo-2018. Actualmente, AGRIPAC tiene una participación de mercado del 7% en este segmento, el líder es Pronaca, que mantiene una participación cercana al 44%.

En la división de semillas se entrega a los clientes productos de calidad física y genética, entre los que se destaca híbridos, semillas de maíz, brócoli, sandía y una gama variada de hortalizas. La participación de este segmento es del 7.14% y ha tenido una disminución interanual de ventas del 2.35%.

Además de los segmentos anteriores, la empresa se dedica a la venta de granos, especialmente de maíz, y mantiene acuerdos con sus clientes para aceptar la cosecha como una porción del pago. El objetivo del emisor en esta línea es mantener ventas puntuales con márgenes reducidos. Cabe mencionar que este segmento es el que más ha crecido de forma interanual, con una tasa del 37.98%. Su representación en las ventas de la compañía es de 7.22%, sin embargo, cuenta con el margen menos atractivo.

Por último, en lo que respecta a químicos industriales, la compañía comercializa insumos que se utilizan como materia prima para las industrias de cosméticos, alimentos, textiles y pintura. Las



ventas del segmento representan apenas el 1.97% del total a septiembre-2018, aunque su crecimiento interanual se ubica en 22.21%.

Además, la Compañía cuenta con los kits subsidiados que el MAGAP ofrece a sus productores, que a la fecha de corte ascienden a 32,905 unidades y que se mantendrían con tendencia creciente para el año 2019.

La empresa cuenta con tres plantas en la provincia del Guayas para cubrir las actividades antes descritas: una de procesamiento de balanceados, otra de formulación de agroquímicos, y una de envasado de productos para su posterior distribución y comercialización. Adicionalmente cuenta con un centro de acopio de maíz y soya en Quevedo, donde también se procesan estas dos materias primas y un centro de distribución en Amaguaña.

La comercialización de los productos de la marca se realizan principalmente a través de sus 176 almacenes a nivel nacional y en alrededor del 10% a través de distribuidores. La empresa espera finalizar el año con alrededor de 180 almacenes y prevé la apertura de cinco almacenes más para el año 2019.

Desde el año 2018, la empresa inició exportaciones hacia otros mercados y a la fecha de corte el porcentaje de exportaciones es de 0.45% de sus ventas totales. El porcentaje no es material actualmente pero en la medida que el mismo aumente en el tiempo sería un factor muy positivo para la fortaleza del emisor, por la ampliación y diversificación de su mercado objetivo.

La Compañía siempre está en búsqueda de constante mejoramiento y de la adquisición de nuevas líneas de negocio relacionadas con el giro del mismo. Así, por ejemplo, realizó una inversión en la planta de producción de alimento de mascotas que permite la producción de 5mil toneladas al mes.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AGRIPAC S.A. y Subsidiarias mantiene la estructura que se presenta a continuación.

A la fecha de corte, el 98.62% de las ventas del grupo pertenecen a AGRIPAC S.A. y además genera el 98.30% del resultado integral anual. En lo que respecta a AEROGRIAC, los ingresos ascienden a USD 2.3MM a septiembre-2018 e INHOLSA cuenta con ingresos por USD 10 M.

Gráfico 3



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Aerogripac es una empresa que se constituyó en el año 2010 y brinda servicios de Aero fumigación, mediante tres avionetas de turbina y dos avionetas Cessna debidamente equipadas y de alta tecnología con las que asegura la calidad ambiental en la fumigación.

En la Junta General de Accionistas de Aerogripac del 30 de noviembre del 2015, se conoce y aprueba la escisión parcial de Aerogripac S.A, la cual destinó parte de su patrimonio a Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A. cuyo objeto social es ser tenedora de acciones.

En el cuadro presentado a continuación se puede visualizar las inversiones que AGRIPAC posee en otras empresas. Las otras tres entidades donde el emisor mantiene el 50% de participación accionarial no consolidan porque de acuerdo al auditor externo este no tiene control o injerencia administrativa sobre las decisiones claves tomadas.

Entidad	% de Participación
RODEGRAN, RODEO GRANDE S.A.	14.0%
RAHAN MERISTEM DEL ECUADOR CÍA. LTDA.	50.0%
STOREOCEAN S.A.	50.0%
MERCAQUIMICOS S.A.	50.0%

Estas inversiones representan en su conjunto tan solo el 3.63% del activo total de AGRIPAC.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A septiembre-2018, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 137.6 MM, de los cuales el 23% corresponde a capital social y el 62% resultados acumulados.

Los accionistas de la empresa se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Armstrong Wilson Colin Robert	21,660,864	68.4%
Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.	9,998,920	31.6%
Luna López Cecilia Alexandra	862	0.003%
TOTAL	31,660,646	100%

El accionista mayoritario es el señor Colin Armstrong, quien alcanza una participación directa del 68.4% y por tanto mantiene el control de la empresa; el 31.6% corresponde Investpac Holding



Corporation (INHOLSA) S.A. y por último, con una participación pequeña, se encuentra la esposa del accionista mayoritario. El señor Armstrong forma parte activa del negocio y actualmente es el Presidente de la organización.

La reinversión de las utilidades por parte de sus accionistas, se ve reflejada en que la deuda financiera representa únicamente el 15% de la capitalización⁵ de la Compañía. Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

Los profesionales que conforman la administración de AGRIPAC S.A., son calificados y cuentan con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. El Presidente, que es el accionista mayoritario de la Compañía, coordina la ejecución de las directrices estratégicas, que se transmiten y supervisan a través de comités gerenciales que se realizan con periodicidad mensual. En estos participan la Gerencia General y las Direcciones Comercial, Financiera, Operaciones, de Recursos Humanos y de Compras.

La Junta General Universal Extraordinaria de Socios del 28 de septiembre de 2016 estableció la conformación de un Directorio, conformado por cuatro directores principales y cuatro directores alternos, todos ellos elegidos por la Junta General de Accionistas. Los principales tendrán voz y voto y serán: el Presidente Ejecutivo, el Vicepresidente Ejecutivo, el Gerente General y el cuarto director principal (director externo). Este último no ha sido designado hasta el momento.

Son atribuciones del Directorio regular, dirigir, y vigilar el modo de funcionar de la Compañía y de los negocios que constituyen su objeto supervigilando la gestión de los funcionarios, y ejecutar las resoluciones de la Junta General de Accionistas, entre otras.

El Directorio se reúne trimestralmente para revisar el cumplimiento de los presupuestos y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo.

La estructura actual de gobierno corporativo centraliza las decisiones estratégicas en el accionista principal de la Compañía.

No obstante, observamos positivamente que la Compañía cuenta oficialmente con un protocolo familiar y un plan de sucesión desde inicios del 2017.

El Gerente General viene desempeñando sus funciones desde mediados del 2012, sin embargo, había ocupado cargos gerenciales dentro del grupo por once años, además posee una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad; y Certificación ISO 14001:2015, sobre Sistema de Gestión Ambiental. Las certificaciones ISO están pendientes de ser emitidas, sin embargo, es importante mencionar que la empresa culminó satisfactoriamente los procesos de auditoría.

Además, cuenta con un informe de Responsabilidad Social donde se muestran cifras transparentes del negocio, su misión, visión y perspectivas.

Desde el año 2011 AGRIPAC utiliza una nueva plataforma tecnológica de SAP llamada HANA, plataforma modular de prestigio internacional, que le permite administrar la gestión contable-financiera y de donde obtiene información para controlar su producción, comercialización, finanzas, y recursos humanos. Actualmente la empresa está culminando el proceso de migración a S/4 HANA, que permitirá mostrar la información en un ambiente gráfico y será accesible desde dispositivos móviles. Se espera que dicho proceso termine en el mes de abril-2019.

La Compañía implementó otro proyecto para mantener la información en la nube, el cual ya fue concluido y consiste en tener un respaldo de la base de datos y toda la plataforma SAP-HANA en la nube. Esto permitirá garantizar las operaciones de la empresa ante la materialización de una amenaza o desastre mayor que afectare al Data Center local.

En cuanto a información financiera se refiere, la empresa genera datos oportunos, consistentes y claros, los cuales son auditados cada fin de año por firmas de reconocido prestigio.

Anualmente los gerentes de divisiones comerciales preparan el presupuesto anual de ventas de la entidad, considerando los objetivos estratégicos planteados y las expectativas de mercado.

Algunas estrategias importantes que la empresa ha aplicado y se mantienen vigentes son las siguientes:

- Mantener una red de puntos de venta propios

⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



con cobertura nacional, que le permita tener una relación directa con el cliente final.

- Diversificación por línea de negocio y clientes, como estrategia de gestión de riesgo.
- Conseguir una mayor participación en las ventas de líneas exclusivas y productos de alto margen y diferenciación, en reemplazo de productos genéricos.
- Mantener un personal capacitado, a través de la aplicación del programa interno “La Escuelita”.
- Exportación de balanceados a Perú y de productos de su línea de consumo a Colombia.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de AGRIPAC S.A y Subsidiarias, y los estados financieros individuales de AGRIPAC S.A., auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para los años 2015, 2016 y 2017, los cuales no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos de AGRIPAC S.A., con corte a septiembre-2018.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. En este caso no existen diferencias relevantes. A partir del análisis de ambos estados financieros se determinó que los estados financieros individuales de AGRIPAC S.A. reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

Se ha recibido por parte del emisor las proyecciones del Estado de Resultados para el año 2018 y 2019, así como información sobre las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

La tendencia de crecimiento de ventas de AGRIPAC S.A. hasta el 2014 fue de dos dígitos, sin embargo, debido a la tendencia macroeconómica este crecimiento se desaceleró en los siguientes períodos y en el 2016 las ventas se reducen -8.6%. A partir de ello, la compañía registra un crecimiento interanual a diciembre-2017 de 5.4%.

A inicios del año 2018 la empresa proyectaba un

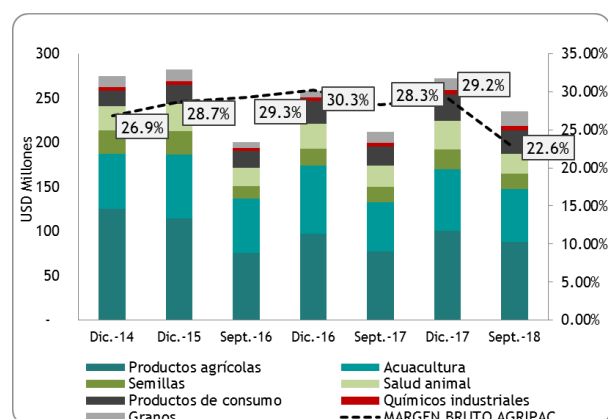
crecimiento de 10.3%; sin embargo, se registra un crecimiento anual de los ingresos operativos de 11.3% a septiembre-2018, a consecuencia de mayores ventas en sus principales líneas de negocio, mejores condiciones climáticas a las presentadas el año pasado y a que los costos adicionales de materia prima no fueron trasladados al precio de venta al cliente.

Para alcanzar la meta inicial de crecimiento AGRIPAC S.A. debe facturar alrededor de USD 65MM más hasta el mes de diciembre, lo que significaría un promedio de USD 21.5MM mensuales. Debido a que la facturación mensual promedio actual se ubica en alrededor de USD 26MM, consideramos que la empresa podrá superar su objetivo inicial de ingresos operativos anuales.

En función de lo antes mencionado, los ingresos al finalizar el año bordearían los USD300 MM. Para el año 2019, la empresa proyecta un crecimiento de 13.8%; sin embargo, hemos decidido ser más conservadores y mantener el crecimiento del 11% evidenciado en septiembre-2018, justificado por las tendencias actuales y el dinamismo importante que mantienen algunas líneas de negocio como las de productos de consumo.

Respecto al margen bruto, la Compañía muestra una contracción de casi 6 puntos porcentuales, al pasar de 28.33% en septiembre-2017 a 22.63% en septiembre-2018. Esto fue ocasionado por el incremento en el costo de ciertas materias primas, tales como pasta de soya, harina de pescado, urea, entre otros, y al objetivo de la empresa de ganar mercado incrementando su nivel de ventas, sin traspasar al consumidor dichos incrementos.

Gráfico 4



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

A continuación se exhiben los márgenes brutos de cada una de las líneas de productos y se puede observar que la línea con mejor margen es la de semillas, seguida por productos de consumo y productos agrícolas.



PRODUCTO	Sept-17	Dic-17	Sept-18
Productos agrícolas	28.43%	42.17%	27.42%
Salud animal	20.07%	16.31%	17.16%
Acuicultura	33.48%	24.49%	20.36%
Semillas	38.94%	33.65%	36.17%
Granos	0.91%	-1.87%	-5.62%
Productos de consumo	34.86%	24.52%	27.88%
Químicos industriales	7.12%	5.32%	11.26%

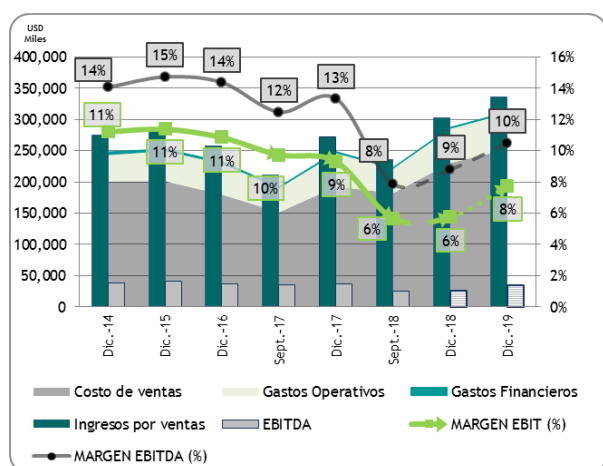
El segmento de granos es el único con margen bruto negativo (-5.62%) debido a que este no supone una línea rentable para la compañía, sino más bien estratégica, pues se relaciona con la venta local de maíz a otras balanceadoras, a partir del producto que reciben de los agricultores a cambio de los agroquímicos y semillas.

Actualmente la compañía se encuentra revisando ciertas fórmulas y trabajando en mejoras para mejorar el margen bruto de sus diferentes líneas de producción.

Debido al comportamiento actual de los costos de venta, se espera que para finales de año el margen bruto total de la Compañía se mantenga apretado (24%) e inicie una tendencia de recuperación hacia el año 2019, especialmente en la línea de Acuicultura.

A partir de la contracción del margen bruto a septiembre-2018, tanto el EBIT como el EBITDA se reducen.

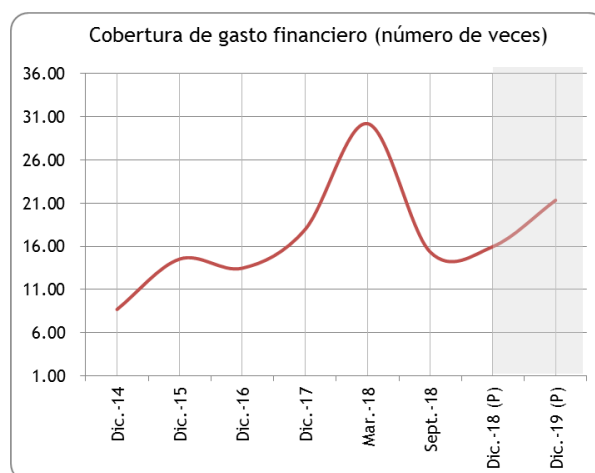
Gráfico 5



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

Para 2018, estimamos que la Compañía alcanzará un EBITDA Operativo de USD 26.7MM, valor inferior en 26% en relación al 2017, en consideración de la tendencia decreciente del mismo (-29.7% a septiembre-2018).

Gráfico 6



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

Como se aprecia en el gráfico anterior, durante los últimos años el EBITDA ha permitido cubrir de manera holgada el gasto financiero de la Compañía gracias al bajo nivel de endeudamiento que registra el emisor.

Si bien el nivel de endeudamiento de la empresa es bajo, se espera una ligera contracción de la cobertura del gasto financiero por una mayor presión ocasionada por la caída del margen bruto. A diciembre-2017 la empresa cubrió este egreso en 17.9 veces, y se esperaría que a futuro la cobertura se mantenga por encima de las 11 veces. Para finales de este año se espera un indicador similar al obtenido a septiembre-2018 dada la tendencia de la empresa al bajo nivel de endeudamiento.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	dic-15	dic-16	sep-17	dic-17	sep-18
Total Activo Corriente	68.0%	66.2%	64.3%	65.5%	65.5%
Fondos Disponibles	2.4%	6.0%	2.4%	3.4%	1.5%
Inversiones corto plazo	0.0%	0.5%	2.6%	0.6%	0.6%
CxC Comerciales	30.0%	26.9%	27.0%	25.0%	28.1%
Inventarios Neto	29.3%	27.7%	22.9%	30.4%	26.0%
Otras cuentas por cobrar	4.4%	4.1%	4.5%	4.0%	5.8%
Gastos anticipados	1.8%	1.0%	4.9%	2.1%	3.6%
Otros activos corrientes	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Activo No Corriente	32.0%	33.8%	35.7%	34.5%	34.5%
Propiedad, planta y equipo	25.1%	27.1%	29.5%	28.7%	29.5%
Inventarios no corrientes	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Propiedades de inversión	2.2%	2.3%	1.4%	1.3%	1.1%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	2.6%	2.7%	3.1%	3.1%	2.7%
Activos Intangibles y Diferidos	1.0%	0.9%	1.3%	0.9%	0.7%
Otros activos	0.8%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

**PASIVO Y PATRIMONIO**

Cuenta	dic-15	dic-16	sep-17	dic-17	sep-18
Total Pasivo Corriente	43.0%	33.9%	30.8%	35.4%	37.9%
Deuda Financiera CP	11.6%	4.3%	2.8%	2.3%	5.2%
Deuda Comercial	27.3%	24.7%	19.6%	29.0%	28.0%
Otros Pasivos CP	4.1%	4.9%	8.4%	4.1%	4.7%
Total Pasivo LP	11.7%	14.2%	13.0%	11.6%	9.7%
Deuda Financiera LP	7.0%	8.4%	6.9%	5.8%	4.0%
Otros pasivos LP	4.6%	5.8%	6.1%	5.8%	5.7%
PATRIMONIO	45.3%	52%	56%	53%	52%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

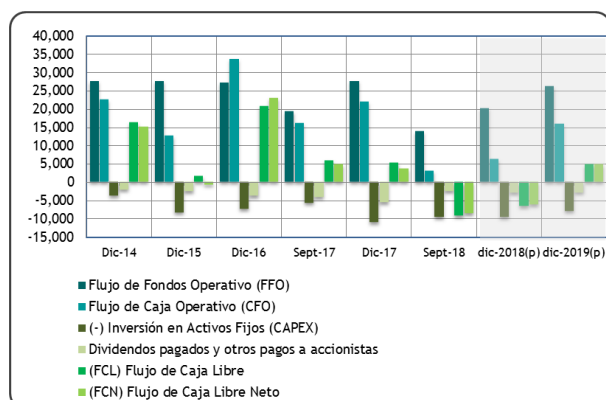
Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Durante los períodos analizados, se puede observar que AGRIPAC ha registrado un Flujo de Fondos Operativo (FFO) holgado que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión y reducir su deuda financiera.

De igual manera, el flujo de caja operativo (CFO) ha sido históricamente positivo, aunque con mayor variabilidad por las necesidades de capital de trabajo que se han dado en función del crecimiento de la operación.

A diciembre-2017, la Compañía presentó un CFO igualmente positivo, aunque menor que el año anterior, especialmente por el efecto de las mayores ventas en el crecimiento en el volumen de inventarios y cuentas por cobrar, compensado en parte por el crédito de proveedores. A septiembre-2018 se registra un menor CFO y se espera que se mantenga en un nivel similar al cierre del año debido al menor margen bruto y mayores requerimientos de capital de trabajo.

Gráfico 7

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Debido al giro del negocio, la política de cobro por lo general se adapta al ciclo de producción del cliente aunque históricamente se ha ubicado cerca de los 90 días a finales del año. Cabe mencionar que las cuentas incobrables de la compañía son

estables y los castigos no han tenido variaciones importantes históricamente en relación a las ventas. Se espera a futuro un promedio de 93 días de cuentas por cobrar.

Los clientes están expuestos a los riesgos propios de la industria agropecuaria, por lo que la morosidad puede variar en función de las condiciones climatológicas, plagas, y demás factores exógenos de riesgo; frente a esto, la empresa maneja políticas flexibles de refinanciamiento cuando justifica, que generalmente permiten la recuperación en el tiempo de los valores.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra el costo de al menos 90 días de ventas, aunque en los últimos 4 años se ha ubicado en promedio en 130 días. A diciembre-2017 los días de inventario alcanzaron los 134 debido al incremento de inventario en tránsito consecuencia del abastecimiento que realizó la Compañía para la temporada de invierno, principalmente en fertilizantes. Por otro lado, para el mes de septiembre-2018 los días de inventario se ubican en 101 (94 a septiembre-2017). Se espera que a futuro este indicador se ubique alrededor de los 128 días.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales están entre 120 a 180 días para las importaciones y entre 30 y 60 días para las compras locales. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio en 118 días aproximadamente (134 a diciembre-2017 y 109 a septiembre-2018).

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 7.7 MM anuales en el período 2014-2017, principalmente para la mejora de la capacidad instalada de sus plantas, almacenamiento, y en menor grado para la renovación de su flota de vehículos.

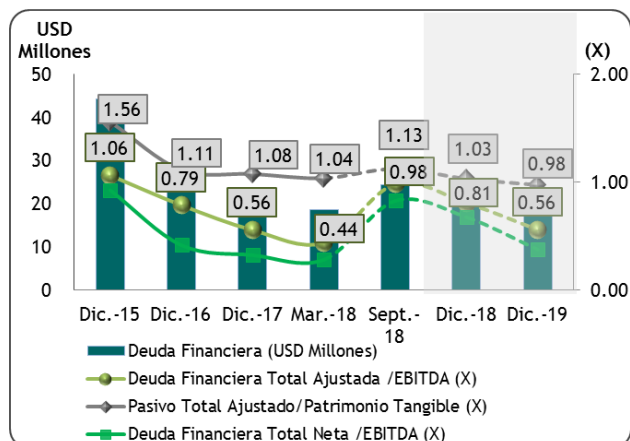
En el 2017 este rubro ascendió a USD 11.1 millones, como resultado de remodelaciones realizadas en su matriz, el nuevo Edificio Ecufinsa.

A septiembre-2018 las inversiones de capital superan los 9 millones y se han enfocado principalmente a la línea de consumo, con el objetivo de cubrir la demanda futura, y a inversiones en construcciones y remodelaciones de puntos de venta. Se estima que en promedio se realizarán inversiones por USD 8.8 millones entre 2018 y 2019 a consecuencia de lo antes descrito.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual

mantiene un fuerte patrimonio tangible⁶ y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 7.5% y 35.5% de los resultados del ejercicio, y esperamos que se mantengan en esos niveles a futuro, lo cual permitirá que la empresa mantenga niveles adecuados de flujo de caja libre.

Gráfico 8



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

A lo largo de los años, AGRIPAC S.A. ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual le ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno del sector y de la economía en general.

Para el año 2019 la empresa prevé obtener un financiamiento de largo plazo de alrededor de USD 7 MM de un organismo multilateral, que permitirá incrementar su producción.

El endeudamiento en relación al EBITDA es conservador y se espera que se ubique en niveles inferiores a 1 vez, inclusive bajo escenarios conservadores de generación. A septiembre-2018 este indicador crece por un menor EBITDA y por un ligero aumento de la deuda financiera, aunque esperamos que hasta fines de año se dé una mejora gracias a la mayor generación operativa del último trimestre del año.

Este indicador muestra que el emisor mantiene una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada, y que le permite mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

A partir del año 2016, la estructura de endeudamiento de la Compañía sufrió una variación,

de manera que el mayor porcentaje de deuda se encuentra en el largo plazo. Al mes de septiembre-2018 el 65% de la misma supera el plazo de un año, lo cual se considera una fortaleza en un entorno local con incertidumbre.

Capacidad de Pago y Liquidez

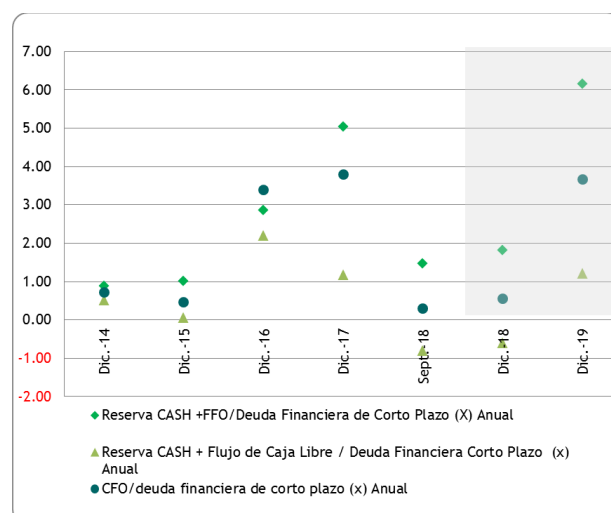
AGRIPAC ha generado generalmente flujos de caja libre positivos en los años analizados, lo que le ha permitido mantener una tendencia decreciente en su nivel de endeudamiento. A septiembre-2018 su requerimiento extraordinario de capital de trabajo e inversiones en CAPEX por USD 9.7MM ocasionaron un saldo negativo de USD -8.7MM (USD 3.7MM a diciembre-2017).

Se espera que el año 2018 cierre con un nivel similar al registrado en septiembre y que hacia el año 2019 el flujo se recupere a valores positivos por un mayor nivel de ventas, recuperación de margen bruto y menores necesidades de capital de trabajo e inversiones de capital.

Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario. A septiembre-2018 la Compañía registra una caja de USD 3.8MM e inversiones a corto plazo por USD 1.5MM. Para el año 2019 se esperan necesidades de caja por alrededor de US 6.5MM.

En general la liquidez de la Compañía ha sido holgada en los últimos años, con excepción de este último año y se espera que esta mejore en 2019 nuevamente.

Gráfico 9



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

A pesar de que bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país podría incrementarse ante ajustes futuros en la liquidez de la economía, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las

⁶ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.



empresas que mantendrá alternativas de fondeo de entidades financieras y de multilaterales.

También se considera como mitigante del riesgo de refinanciamiento el hecho de que la política de dividendos se ha ajustado generalmente a los excedentes de caja y que la mayoría de inversiones en CAPEX proyectadas podrían ser postergadas, de requerirse, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

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

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

Sept-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	24,207	24,207	9.78
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	16,589	40,796	5.80
3era	Deuda sin garantía específica de balance	84,531	125,326	1.89
TOTAL		125,326	125,326	1.89

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.89 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al

momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 65.5% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 34.5% restante representa básicamente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Resguardos Programa de Papel Comercial y de la Emisión de Obligaciones calificadas

Para las dos emisiones calificadas, el Emisor se obliga a:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

En función de la certificación enviada por el emisor, podemos afirmar que la empresa cumple con los resguardos antes descritos.

A continuación se encuentra un cuadro de liquidez o circulante de los últimos seis meses, que demuestra el cumplimiento del resguardo de liquidez de Ley:



Mes	Activo corriente	Pasivo corriente	Indicador liquidez
Abr-18	163,578,545	86,127,822	1.90
May-18	170,729,256	93,207,415	1.83
Jun-18	168,903,864	93,611,704	1.80
Jul-18	177,680,941	96,551,247	1.84
Ago-18	176,435,899	96,652,091	1.83
Sept-18	172,232,708	99,697,822	1.73
PROMEDIO SEMESTRAL			1.82

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

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

Además del programa de papel comercial y la emisión de obligaciones analizados en el presente informe, AGRIPAC S.A. no mantiene ninguna operación adicional en el mercado. La Tercera Titularización de Flujos AGRIPAC se canceló totalmente en octubre-2017.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, la III Emisión de Papel Comercial no cuenta con negociaciones en mercado secundario.

En lo que respecta a la tercera emisión de Obligaciones, la presencia bursátil ha sido la siguiente:

Fecha	Presencia Bursátil
Ene-18	10.5%
Feb-18	0.0%
Mar-18	9.5%
Abr-18	14.3%
May-18	4.8%
Jun-18	4.8%
Jul-18	0.0%
Ago-18	0.0%
Sept-18	5.0%



AGRIPAC S.A.					
(Miles de USD)	Dic-15	Dic-16	Sept-17	Dic-17	Sept-18
Resumen de Resultados					
Ventas	282,289	257,882	211,536	271,864	235,389
% crecimiento	2.8%	-8.6%	5.6%	5.4%	11.3%
MARGEN BRUTO (%)	28.7%	30.3%	28.3%	29.2%	22.6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	41,560	37,047	26,383	36,227	18,535
MARGEN EBITDA (%)	14.7%	14.4%	12.5%	13.3%	7.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	41,560	37,047	26,383	36,227	18,535
MARGEN EBITDAR (%)	14.7%	14.4%	12.5%	13.3%	7.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	32,147	28,012	20,608	25,294	13,349
MARGEN EBIT (%)	11.4%	10.9%	9.7%	9.3%	5.7%
Gasto Financiero del período	-2,862	-2,751	-1,524	-2,020	-1,209
Impuestos a la renta	-10,934	-7,018	-5,481	-6,477	-3,451
UTILIDAD NETA	18,243	17,032	13,379	17,138	8,477
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	5,664	13,736	11,666	8,405	3,849
Cuentas por Cobrar Comerciales	71,349	62,068	61,810	62,186	73,868
Inventarios	70,207	64,725	53,345	76,456	69,231
Cuentas por Pagar Proveedores	64,806	56,890	44,860	71,932	73,576
Deuda Financiera Total	44,253	29,209	22,211	20,208	24,332
Otros Pasivos	20,754	24,665	33,233	24,590	27,419
Patrimonio	107,657	119,717	128,893	131,695	137,614
Patrimonio Tangible	83,135	99,476	103,684	108,294	111,378
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	41,560	37,047	26,383	36,227	18,535
(-) Gasto Financiero del período	-2,862	-2,751	-1,524	-2,020	-1,209
(-) Impuesto a la renta del período	-10,934	-7,018	-5,481	-6,477	-3,451
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	27,764	27,277	19,379	27,729	13,874
(-) Variación Capital de Trabajo	-15,112	6,478	-3,212	-5,695	-10,804
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	12,652	33,755	16,166	22,035	3,070
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,124	1,368	0	1,617	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-1,109	-2,372	-224	-1,326	-212
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-105	-421	0	-196	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,639	-3,915	-4,203	-5,677	-2,558
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,406	-7,412	-5,780	-11,125	-9,702
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	77	-165	0	0	44
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,594	20,836	5,958	5,327	-9,357
Margen de Flujo de Caja Libre %	0.6%	8.1%	2.8%	2.0%	-4.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,273	-15,044	-6,998	-9,001	4,124
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,685	931	-1,030	-2,070	677
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	506	8,071	-2,070	-5,331	-4,556
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,159	5,664	13,736	13,736	8,405
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	10.70	10.92	13.72	14.73	12.48
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	14.52	13.47	17.31	17.93	15.33
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14.52	13.47	17.31	17.93	15.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.06	0.79	0.63	0.56	0.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.93	0.42	0.30	0.33	0.83
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	29.1%	19.6%	14.7%	13.3%	15.0%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.01	2.85	4.00	5.03	1.46
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.46	3.50	3.34	4.05	0.41
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.06	2.20	1.23	1.17	(0.80)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.03)	2.43	1.02	0.89	(0.73)



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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.