



Ecuador Emisión de Obligaciones Sexto Seguimiento

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase A	AAA-	AAA-
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase B	AAA	AAA-

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)	Mar-18	Dic-18	Mar-19
Activos	255.2	301.7	315.7
Ventas	90.6	305.9	89.6
Margen EBITDA (%)	11.65%	8.66%	13.02%
ROE (%) *	20.40%	9.59%	16.53%
Deuda / capitalización (%)	11.93%	18.60%	24.96%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	4.41	0.18	-1.50
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1.54	-0.72	-2.28
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	0.44	1.27	1.08
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	0.63	1.86	1.53

* Indicador anualizado para marzo-2019

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración BWR

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA-' a la Tercera Emisión de Obligaciones Clase A y otorgar la calificación de 'AAA' a la Tercera Emisión de Obligaciones Clase B 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 de la Clase B 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 e inicios de exportaciones.

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 buena posición 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.

Contactos:

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

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



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Tercera Emisión de Obligaciones		
Emisor:	AGRIPAC S.A.	
Clases	A	B
Fecha Aprobación SCVS	04-May-15	
Número de Resolución:	SCV-INMV-DNAR-15-0001261	
Monto Total Emisión:	7,500,000	7,500,000
Saldo Insoluto	4,312,500	562,500
Fecha de emisión:	10-Jun-15	24-Jun-15
Fecha Vencimiento:	10-Sept-21	03-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	

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea.

La economía ecuatoriana presentó un modesto crecimiento de 1.4% en términos constantes en el 2018 según los resultados provisionales de las Cuentas Nacionales publicadas por el BCE. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.1%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.9%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020. En el cuarto trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 0.8%¹.

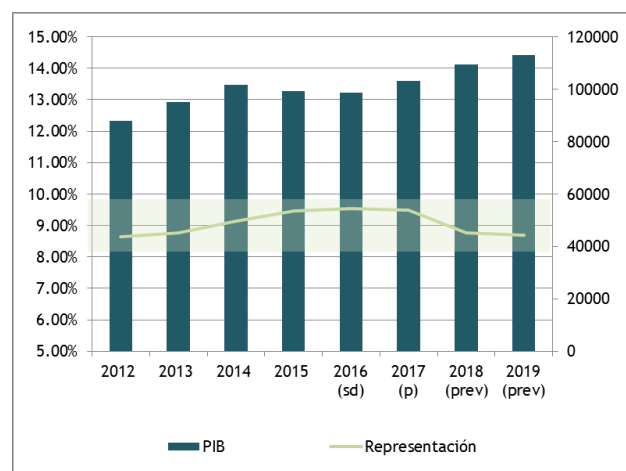
El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de

bancos multilaterales. El objetivo de este convenio es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años y fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.²

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 8.77% del PIB al 2018 y ha oscilado alrededor del 9.2% 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 a diciembre-2018, la Agricultura presentó una variación interanual de 1.1% y la Acuicultura y

¹ Presentación coyuntural a abril 2019, Banco Central del Ecuador

² <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>



Pesca fue la industria que reportó la variación más alta, 3%.

Además, de acuerdo a cifras del Banco Central del Ecuador a marzo-2019, el 30.11% del empleo pertenece al ramo de Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca.

Por otra parte, para el cierre del año 2018 la Inversión Extranjera Directa (IED) para el sector de Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca fue de 59.3 millones de dólares.

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 Agroclústeres Estratégicos, AgroSeguro, Reactivación del Café, Acuicultura, Fortalecimiento de Capacidades, Valor Agregado, Redes Comerciales, Ganadería Sostenible y Programa del Buen Vivir Rural, actualmente denominado Plan de Toda una Vida.

El Plan de Toda una Vida abarca el período 2017 a 2021 y entre varios de sus proyectos, se destaca a la agricultura como una actividad económica primordial, por lo que el apoyo al sector es evidentemente fuerte. Además, dicho plan indica la necesidad de apoyar las actividades de exportación en este sector.

El Proyecto Nacional de Semillas para Agroclústeres Estratégicos 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)³.

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.⁴ 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, 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”⁵.

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.

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 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 1,234 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

³ <http://www.agricultura.gob.ec/productores-de-arroz-y-maiz-beneficiados-con-semillas-e-insumos/>

⁴

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

⁵ <https://www.agricultura.gob.ec/un-convenio-beneficiara-a-la-agricultura-familiar-y-campesina/>

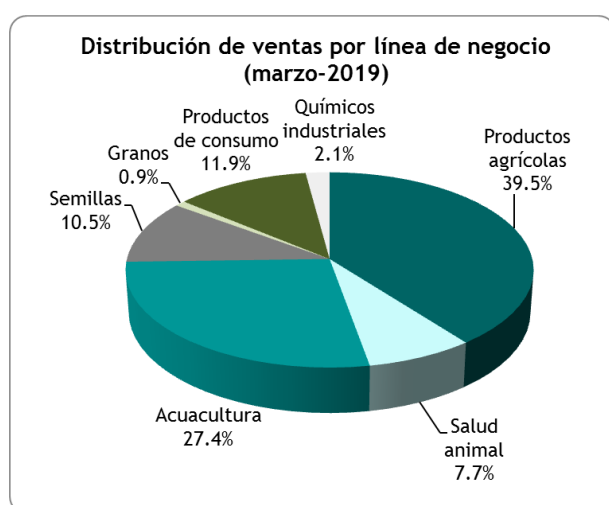


Del total de proveedores, el 80.78% proviene del exterior, mientras que el 19.22% corresponde a proveedores locales.

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 8.67% 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 marzo-2019, la Compañía se ubica en segundo lugar dentro del ranking de importadores en agroquímicos, con una participación del 10.8%, el principal importador es Ecuaquímica (15.2%).

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 30.60% interanual.

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 se mantiene al alza (17.11% de crecimiento interanual a marzo-2019), lo cual se refleja en una mayor participación dentro de las ventas totales de la empresa. Además, en abril de 2019 la compañía lanzó al mercado un nuevo alimento para mascotas denominado Wellness, en su categoría Super Premium⁶.

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 crecimiento interanual del 3.42.

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. Este segmento registra un decrecimiento del 23.30% a marzo-2019, explicado por una reducción en la multiplicación de ciertas variedades. Para contrarrestar el efecto, la compañía se encuentra desarrollando nuevas variedades.

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 se ha reducido significativamente de forma interanual, con una tasa del -60.84%. Su representación en las ventas de la compañía es de 0.9% y 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 2.1% del total a marzo-2019, aunque su crecimiento interanual se ubica en 19.84%.

Además, la Compañía cuenta con los kits subsidiados que el MAGAP ofrece a sus productores, que a la fecha de corte ascienden a 19,940 unidades y que se mantendrían con tendencia creciente para el año 2019 (32,767 unidades a diciembre-2018).

⁶ <http://www.agripac.com.ec/es/nuevo-alimento-mascotas/>



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 181 almacenes a nivel nacional y en alrededor del 10% a través de distribuidores. La empresa espera finalizar el año con este número de almacenes.

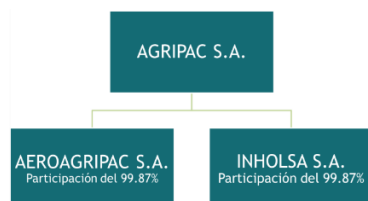
Desde el año 2018, la empresa inició exportaciones hacia otros mercados y a la fecha de corte el porcentaje de exportaciones es de 0.92% de sus ventas totales (0.45% a septiembre-2018). El porcentaje no es material actualmente pero en la medida que el mismo aumente en el tiempo sería un factor muy positivo para la fortaleza del emisor, por la ampliación y diversificación de su mercado objetivo.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

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

A diciembre-2018, el 94.44% de las ventas del grupo pertenecen a AGRIPAC S.A. y además genera el 94.18% de la utilidad contable anual. En lo que respecta a AEROGRIAC, los ingresos ascienden a USD 3.05MM a diciembre-2018. El total de ingresos del grupo es de USD328 MM.

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%

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A marzo-2019, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 150.96 MM, de los cuales el 21% corresponde a capital social, el 56% resultados acumulados, el 6% a reserva legal, 13% a reserva por revalorización y el 4% restante a los resultados del ejercicio.

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 25% de la capitalización⁷ de la Compañía a marzo-2019 (19% a diciembre-2018). 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.

⁷ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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).

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.

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

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 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 y por Deloitte en el año 2018. Estos informes de auditoría 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 marzo-2019.

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

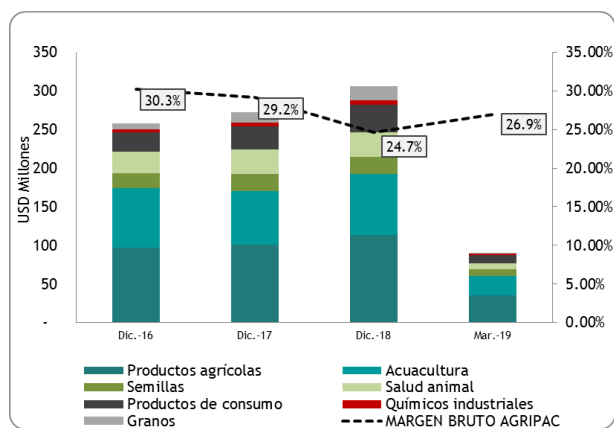
A diciembre-2017 la compañía registró un crecimiento interanual de ventas del 5.4%, el mismo que continuó su tendencia al alza durante el año 2018, estableciéndose en 12.5% en diciembre, por lo que se superó la meta inicial y se alcanzó una producción de USD305.9 MM.

Sin embargo, a marzo-2019 se obtuvo un decrecimiento interanual de 1.1%, explicado por la disminución de las ventas de productos agrícolas. Dicha disminución se debe al incremento de los costos de urea dentro de la subdivisión de fertilizantes.

A futuro, la compañía espera crecimientos superiores a los dos dígitos. Para alcanzar la meta de crecimiento AGRIPAC S.A. espera suplir la demanda de las líneas de consumo y acuicultura. Además, la empresa espera mantener un crecimiento importante en el mercado de balanceados a lo largo del año 2019.

Para el año 2019, se espera que el crecimiento se mantenga en el 11% evidenciado, justificado por las tendencias actuales y el dinamismo importante que mantienen algunas líneas de negocio como las de productos de consumo.

Gráfico 4



Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración: BWR.

Respecto al margen bruto, como se preveía, este

se mantuvo alrededor del 24% a finales de 2018 e inició una tendencia de recuperación en el primer trimestre del 2019 (26.9% a marzo), ocasionada principalmente por una mejora en el margen de acuicultura, que pasó de 21.35% en marzo-2018 a 29.06% en marzo-2019.

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.

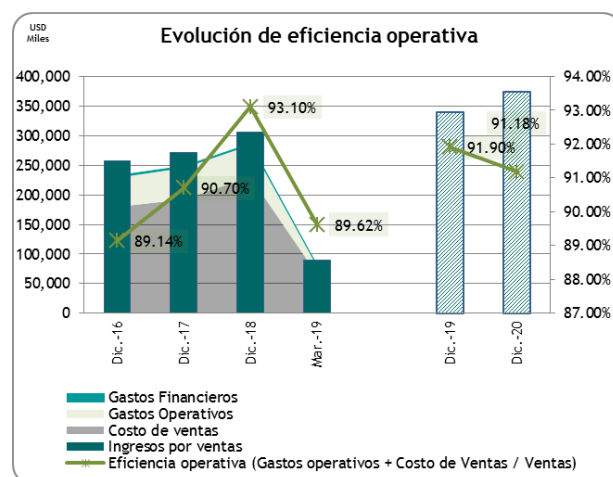
PRODUCTO	Mar-18	Dic-18	Mar-19
Productos agrícolas	27.98%	40.30%	24.09%
Salud animal	8.04%	13.21%	16.82%
Acuicultura	21.35%	16.64%	29.06%
Semillas	39.13%	28.02%	38.76%
Granos	5.51%	-13.59%	2.00%
Productos de consumo	34.44%	22.28%	31.88%
Químicos industriales	10.81%	9.05%	13.17%

El segmento de granos es el único con margen inferior a dos dígitos (2%) 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.

Se observa un incremento importante en el margen de la línea de productos de acuicultura, la misma que se destaca por la calidad de sus productos y su asesoría técnica. Además, las ventas crecen en este segmento por fidelización de clientes actuales y recuperación de clientes antiguos.

A continuación se observa el comportamiento de los ingresos de AGRIPAC S.A., así como su eficiencia operativa (gastos administrativos más costo de ventas sobre total de ventas).

Gráfico 5



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

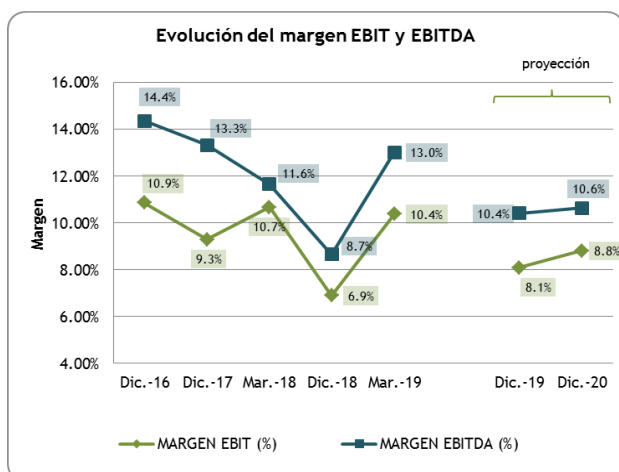


Se identifica que a diciembre-2018 el total de costos y gastos incrementó en 2.4 puntos porcentuales, en especial por un mayor peso del costo de ventas ocasionado por el incremento de precios en materia prima que no fue trasladado al precio de venta.

Sin embargo, a marzo-2019 se evidencia que esta relación se ubica en los mismos niveles históricos, por lo que se proyecta en promedio un peso del 91.5% para los años 2019 y 2020.

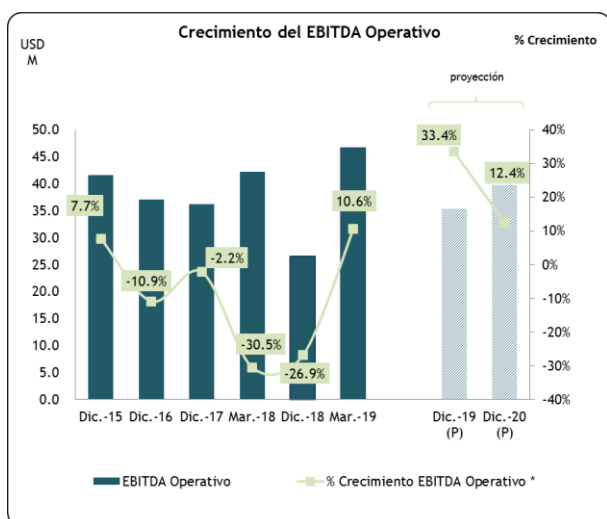
A partir de la recuperación del margen bruto a marzo-2019, tanto el EBIT como el EBITDA incrementan. Por ello, se espera que los márgenes en 2019 y 2020 se mantengan por encima de lo registrado en diciembre-2018.

Gráfico 6



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

Gráfico 7



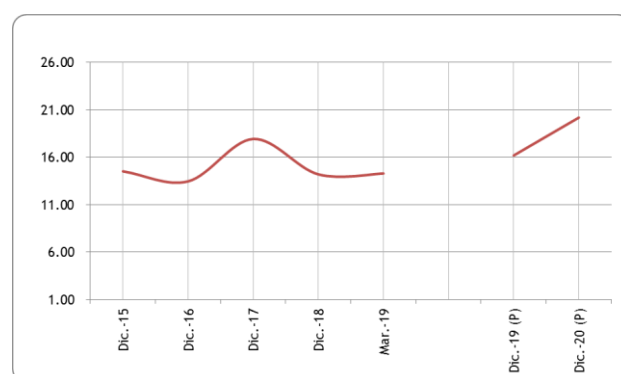
Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Para 2019, estimamos que la Compañía alcanzará un EBITDA Operativo de USD 35.3MM, valor superior en 34% en relación al 2018, en consideración de la tendencia creciente del mismo y al mejor margen obtenido en el último trimestre.

Además, se espera que la tendencia creciente se mantenga en el año 2020, aunque menor a la de 2019.

Como se aprecia en el gráfico a continuación, 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.

Gráfico 8



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

Se espera que a futuro la cobertura se mantenga en niveles similares, por la mayor generación en relación al endeudamiento de la compañía.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19
Total Activo Corriente	66.2%	65.5%	65.7%	64.9%	65.8%
Fondos Disponibles	6.0%	3.4%	2.6%	1.7%	3.0%
Inversiones corto plazo	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
CxC Comerciales	26.9%	25.0%	32.8%	30.8%	37.1%
Inventarios Neto	27.7%	30.4%	22.2%	28.5%	22.8%
Otras cuentas por cobrar	4.1%	4.0%	4.9%	0.4%	0.0%
Gastos anticipados	1.0%	2.1%	2.4%	2.2%	2.4%
Otros activos corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
Total Activo No Corriente	33.8%	34.5%	34.3%	35.1%	34.2%
Propiedad, planta y equipo	27.1%	28.7%	28.9%	30.7%	29.8%
Inventarios no corrientes	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
Propiedades de inversión	2.3%	1.3%	1.3%	0.9%	1.0%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	2.7%	3.1%	2.8%	2.4%	2.3%
Activos Intangibles y Diferidos	0.9%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%
Otros activos	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%



PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19
Total Pasivo Corriente	33.9%	35.4%	35.3%	42.7%	37.4%
Deuda Financiera CP	4.3%	2.3%	2.3%	7.9%	6.6%
Deuda Comercial	24.7%	29.0%	26.9%	31.9%	26.5%
Otros Pasivos CP	4.9%	4.1%	6.1%	2.9%	4.4%
Total Pasivo LP	14.2%	11.6%	10.8%	8.7%	14.8%
Deuda Financiera LP	8.4%	5.8%	5.0%	3.2%	9.3%
Otros pasivos LP	5.8%	5.8%	5.8%	5.5%	5.5%
PATRIMONIO	52%	53%	54%	49%	48%
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.

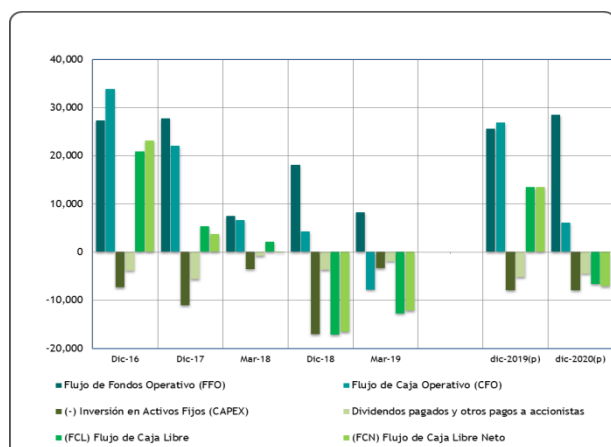
De igual manera, el flujo de caja operativo (CFO) ha sido históricamente positivo, aunque con mayor variabilidad por las necesidades de capital de trabajo que se han dado en función del crecimiento de la operación.

En marzo-2019 se registra un CFO negativo por mayor requerimiento de capital de trabajo, especialmente por el aumento en ventas que exige un crecimiento en inventarios y cuentas por cobrar, que no se ve totalmente compensado por el crédito a proveedores.

Se espera que los requerimientos de capital de trabajo disminuyan hacia diciembre-2019, lo que permitiría cerrar el año con un CFO positivo y sumamente superior al actual. Por otro lado, para el año 2020 se espera nuevamente mayor necesidad de inventarios, lo que ocasionaría un menor CFO por alrededor de los USD6 MM.

A continuación se observa el comportamiento actual y proyectado de los flujos de caja de la compañía, para los diferentes períodos analizados:

Gráfico 9



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 98 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 110 días de cuentas por cobrar, en función de lo registrado a diciembre-2018 y marzo-2019 (106 y 109 días respectivamente).

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 3 años se ha ubicado en promedio en 136 días. A diciembre-2018 los días de inventario alcanzaron los 136 debido al incremento de inventario por mayores ventas. Por otro lado, para el mes de marzo-2019 los días de inventario se ubican en 99 (101 a marzo-2018). Se espera que a futuro este indicador se ubique alrededor de los 123 días en promedio, con mayor requerimiento en el 2020.

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 125 días aproximadamente (150 a diciembre-2018 y 115 a marzo-2019).

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 11.8 MM anuales en el período 2016-2018, principalmente para la mejora de la capacidad instalada de sus plantas, almacenamiento, y en menor grado para la renovación de su flota de vehículos.

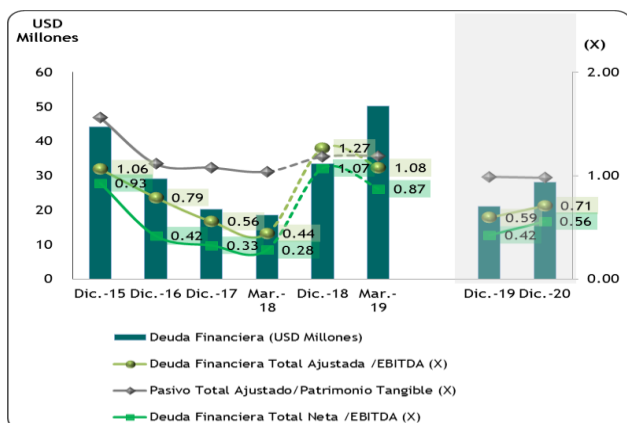
A marzo-2019 las inversiones de capital alcanzan los 3.4 millones y se estima que el requerimiento de inversiones de capital para el 2019 y 2020 se ubique en alrededor de los USD8 MM.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible⁸ y un bajo

⁸ 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.

nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 20% y 35.5% de los resultados del ejercicio en los últimos tres años, y esperamos que se mantengan en esos niveles a futuro.

Gráfico 10



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.

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 marzo-2019 este indicador disminuye por un mayor EBITDA, a pesar del incremento de la deuda financiera.

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.

Además, a marzo-2019 el 41.6% de la deuda se ubica en el corto plazo (71.2% a diciembre-2018).

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 marzo-2019 los requerimientos de capital de trabajo y los USD3.4 MM de inversiones de capital ocasionaron un flujo de caja libre negativo de USD-12.8MM (USD -17.2MM a diciembre-2018).

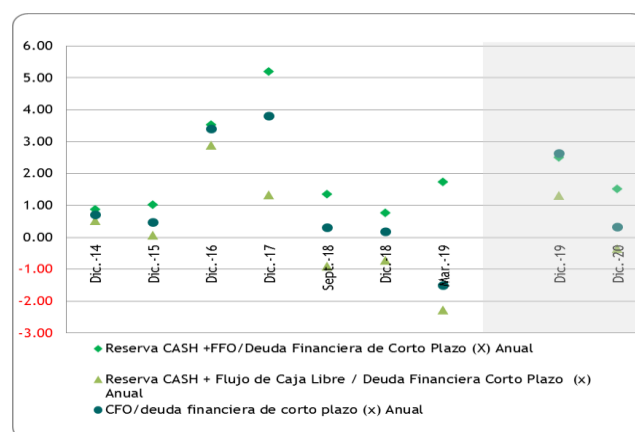
Se espera que el año 2019 cierre con un nivel positivo por un mayor nivel de ventas, recuperación de margen bruto y menores necesidades de capital de trabajo e inversiones de capital.

Sin embargo, para el año 2020 los requerimientos

de capital de trabajo se espera que sean mayores, lo que sumado a una inversión de capital de alrededor de USD8 MM, ocasionarían un flujo libre de caja negativo por alrededor de USD4.5 MM.

Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario. A marzo-2019 la Compañía registra una caja de USD 9.5MM e inversiones a corto plazo por USD 1.54MM. Para el año 2019 y 2020 se esperan necesidades de caja por alrededor de US 6MM.

Gráfico 11



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

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 hacia el cierre del 2019 nuevamente.

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 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:



Fecha de corte	Mar-19
Activo Ajustado (USD M)	303,197
Activo Total (USD M)	315,739

Mar-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	23,735	23,735	12.77
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	45,154	68,889	4.40
3era	Deuda sin garantía específica de balance	95,892	164,780	1.84
TOTAL		164,780	164,780	1.84

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 1.84 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 previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 65.8% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 34.2% 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

Para la emisión calificada, el Emisor se obliga a:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y

solventia razonables del emisor:

- a. 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,
- b. 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.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. 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
Oct-18	183,674	112,310	1.64
Nov-18	188,686	118,006	1.60
Dic-18	196,529	129,281	1.52
Ene-19	191,529	122,297	1.57
Feb-19	199,873	130,640	1.53
Mar-19	207,860	118,196	1.76
Promedio semestral			1.60

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 de la emisión de obligaciones analizada en el presente informe, AGRIPAC S.A. mantiene una operación adicional en el mercado de obligaciones emitida en abril-2019.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa



de Valores de Quito y Guayaquil, la tercera emisión de Obligaciones, la presencia bursátil ha sido la siguiente:

Fecha	Presencia Bursátil
Oct-18	0.0%
Nov-18	5.0%
Dic-18	5.6%
Ene-19	9.1%
Feb-19	5.0%
Mar-19	5.3%



AGRIPAC S.A. (INDIVIDUAL)

(Miles de USD)							PROYECCIONES	
Resumen Balance	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19	Dic-19	Dic-20
Caja y Equivalentes de Caja	5,664	13,736	8,405	6,692	5,114	9,530	6,000	6,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	71,349	62,068	62,186	83,805	93,038	117,117	92,772	102,092
Inventarios	70,207	64,725	76,456	57,673	87,122	73,000	83,178	102,149
Activos fijos	76,086	77,981	85,621	87,583	105,800	107,878	109,353	112,907
Otros activos	14,164	11,972	15,758	19,472	10,651	8,213	10,181	10,681
Total Activos	237,470	230,482	248,425	255,226	301,725	315,739	301,484	333,828
Cuentas por Pagar Proveedores	64,806	56,890	71,932	68,570	96,310	83,524	88,425	97,267
Deuda Financiera Total	44,253	29,209	20,208	18,651	33,545	50,204	21,016	28,207
Deuda Financiera Corto Plazo	27,527	9,938	5,809	5,929	23,891	20,896	10,216	18,707
Deuda Financiera Largo Plazo	16,727	19,271	14,399	12,722	9,654	29,308	10,800	9,500
Otros Pasivos	20,754	24,665	24,590	30,287	25,103	31,052	33,083	32,562
Total Pasivos	129,813	110,765	116,730	117,508	154,958	164,780	142,524	158,036
Patrimonio	107,657	119,717	131,695	137,718	146,767	150,959	158,960	175,792
Resumen de Resultados	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19	Dic-19	Dic-20
Ventas	282,289	257,882	271,864	90,561	305,903	89,607	339,552	373,507
Costo de ventas	-201,251	-179,824	-192,553	-66,578	-230,455	-65,476	-254,664	-280,130
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-48,891	-50,046	-54,018	-14,311	-54,330	-14,827	-57,395	-60,442
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	32,147	28,012	25,294	9,672	21,117	9,305	27,493	32,934
Gasto Financiero del periodo	-2,862	-2,751	-2,020	-349	-1,865	-816	-2,182	-1,969
Impuestos a la renta	29,300	24,256	23,564	9,666	19,418	8,810	25,087	30,742
Utilidad Neta	18,243	17,032	17,138	6,869	13,356	6,152	17,435	21,365
Otros Resultados Integrales	1,313	-1,057	517	0	6,805	0	0	0
Resultado Integral	19,556	15,976	17,655	6,869	20,161	6,152	17,435	21,365

Resumen Flujo de Caja	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19	Dic-19	Dic-20
EBITDA OPERATIVO	41,560	37,047	36,227	10,549	26,489	11,663	35,345	39,742
(-) Gasto Financiero del periodo	-2,862	-2,751	-2,020	-349	-1,865	-816	-2,182	-1,969
(-) Impuesto a la renta del periodo	-10,934	-7,018	-6,477	-2,797	-6,559	-2,658	-7,651	-9,376
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	27,764	27,277	27,729	7,403	18,065	8,189	25,511	28,397
(-) Variación Capital de Trabajo	-15,112	6,478	-5,695	-863	-13,883	-16,039	1,340	-22,331
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	12,652	33,755	22,035	6,540	4,182	-7,850	26,850	6,066
(+/-) Flujo de caja no operativo	-90	-1,425	95	343	-541	320	-224	-224
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,124	1,368	1,617	343	2,103	429	0	0
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1,109	-2,372	-1,326	0	-1,937	-108	-224	-224
(+/-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-105	-421	-196	0	-707	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-2,639	-3,915	-5,677	-846	-3,765	-1,959	-5,242	-4,533
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,406	-7,412	-11,125	-3,618	-17,111	-3,436	-8,000	-8,000
(-) Inversión en activos intangibles	77	-165	0	-308	14	107	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,594	20,836	5,327	2,111	-17,221	-12,818	13,384	-6,691
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,273	-15,044	-9,001	-1,558	13,337	16,660	-12,529	7,191
OTRAS INVERSIONES NETO	-3,302	935	-681	-2,741	120	575	31	-500
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	506	8,071	-5,331	-1,713	-3,291	4,416	886	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,159	5,664	13,736	8,405	8,405	5,114	5,114	6,000
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-767	23,116	3,670	-155	-16,627	-12,243	13,415	-7,191

Indicadores	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18	Dic-18	Mar-19	Dic-19	Dic-20
Patrimonio Tangible	83,135	99,476	108,294	113,096	130,947	138,417	143,993	161,238
% crecimiento en ventas	2.82%	-8.65%	5.42%	8.01%	12.52%	-1.05%	11.00%	10.00%
MARGEN EBIT (%)	11.39%	10.86%	9.30%	10.68%	6.90%	10.38%	8.10%	8.82%
MARGEN EBITDA (%)	14.72%	14.37%	13.33%	11.65%	8.66%	13.02%	10.41%	10.64%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	10.70	10.92	14.73	22.20	10.68	11.04	12.69	15.42
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	14.52	13.47	17.93	30.21	14.20	14.29	16.20	20.18
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	14.52	13.47	17.93	30.21	14.20	14.29	16.20	20.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.06	0.79	0.56	0.44	1.27	1.08	0.59	0.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.93	0.42	0.33	0.28	1.07	0.87	0.42	0.56
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.29	0.20	0.13	0.12	0.19	0.25	0.12	0.14
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.01	3.52	5.19	5.11	0.76	1.74	2.50	1.52
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.46	3.40	3.79	4.41	0.18	-1.50	2.63	0.32
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.06	2.88	1.33	1.54	-0.72	-2.28	1.31	-0.36
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	0.14	N/A	1.33	1.59	-0.72	-7.40	2.11	-1.17



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 2019.