

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Calificación Inicial

REYBANPAC, REY BANANO DEL PACÍFICO C.A.

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
I Emisión de Obligaciones	AAA	NR	NR

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.

Último 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)	2018 (diciembre)	2019 (abril)
Activos	402.7	402.3
Ventas	191.0	77.5
Margen EBITDA (%)	7.84%	15.08%
ROE (%) *	0.38%	6.90%
Deuda / capitalización (%)	20.12%	20.24%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	1.21	0.16
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.77	-1.46
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	3.45	1.52
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	6.86	2.05

*Indicador anualizado para abril-2019
Fuente: EEFF Reybanpac C.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de AAA a la I Emisión de Obligaciones de Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.A. analizado en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa. Dicho criterio reconoce el vencimiento en el corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que la Compañía mantendrá una sólida gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y una posición adecuada de liquidez dentro de la vigencia del instrumento calificado.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

Posición competitiva fuerte y mercado con barreras de entrada. La calificadora considera que Reybanpac C.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado. La Compañía se dedica a la producción y exportación de banano y el cultivo de palma, especies forestales y otros cultivos agrícolas menores y mantiene una importante participación de mercado. Además, se considera positiva la diversificación de mercados de la empresa, a través de sus exportaciones a distintos países en el mundo.

Generación operativa positiva y margen bruto volátil. La generación operativa del emisor es positiva y maneja un margen bruto volátil que guarda estrecha relación con las condiciones climáticas que afectan a la producción de su principal línea de negocio.

Esta generación ha sido suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, inversiones en CAPEX. No obstante, en 2019 la Compañía espera continuar con el plan de renovaciones de las plantaciones que inició en 2018, razón por la cual el flujo generado por la empresa necesitará el apoyo de deuda financiera, sin embargo, se espera que los niveles de endeudamiento se mantengan en niveles conservadores.

Endeudamiento en relación a la generación. Históricamente la Compañía ha mantenido un nivel volátil de endeudamiento en relación a su capacidad de generación. Vemos como un hecho positivo el que los ingresos provienen principalmente de las exportaciones, lo cual permite diversificación del riesgo país. Adicionalmente, el sector se considera estratégico para la economía. Estos factores le otorgan al negocio una protección mayor que empresas de otras industrias frente al entorno operativo y al riesgo soberano.

Adecuados niveles de liquidez: la estructura de la deuda se encuentra concentrada en el largo plazo. Esta estructura facilita a la Compañía la ejecución de sus inversiones en CAPEX, cuyo retorno se da en un horizonte de planificación también de largo plazo, además que contribuye a ampliar su posición de liquidez. Adicionalmente, su perfil de bajo riesgo crediticio le permite acceder a cupos de líneas de crédito tanto local como del exterior.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo, esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación a su generación.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

I Emisión de Obligaciones							
Emisor:	REYBANPAC C.A.						
No. de Resolución	SC-IMV.DJM.V.DAYR.G.13.005917						
Fecha de Aprobación SCVS	8-oct-13						
Monto total de la emisión	35,000,000						
	Clase A	Clase B	Clase C	Clase D	Clase E	Clase F	Clase F
Monto Colocado	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Monto en circulación	-	-	-	-	-	413,000	413,000
Plazo	1080 días	1800 días	1800 días	1440 días	1440 días	2160 días	2160 días
Cupón de interés	7.50%	8.00%	8.00%	7.75%	7.75%	8.25%	8.25%
Pago de interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Fecha Colocación:	25-oct-13	25-oct-13	25-oct-13	25-oct-13	25-oct-13	25-oct-13	25-oct-13
Fecha de Vencimiento	25-oct-16	25-oct-18	25-oct-18	25-oct-17	25-oct-17	25-oct-19	25-oct-19
Garantía:	General						
Tipo de emisión	Desmaterializada						
Destino de la emisión	Los recursos a captar serán destinados un 70% para sustitución de pasivos y 30% financiar capital de trabajo						
Agente Estructurador y Colocador	Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.						
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.						
Rep. Obligacionistas:	GOVERNANCE ASESORES CORPORATIVOS S.A.						

HECHOS RELEVANTES

Escisión de capital

En sesión extraordinaria celebrada el 31 de julio de 2017, la Junta General de Accionistas aprobó la escisión parcial de la compañía Reybanpac, Rey del Banano del Pacífico C.A. (en adelante, "Reybanpac C.A." o "la Compañía"). El 20 de noviembre del 2017, según resolución No. SCVS-INC-DNASD-SAS-2017-00022926, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS), aprueba la escisión de Reybanpac C.A y la creación de las compañías Expoplast S.A. y ReyLácteos S.A., ambas con domicilio en la ciudad de Guayaquil, con un capital de USD 4MM y USD 30MM respectivamente, así como la disminución del capital social de Reybanpac C.A. en USD 34MM.

Simultáneamente mediante la misma resolución, Reybanpac C.A. aumentó su capital social por un monto de USD 6.37MM, que sumados al actual capital suscrito asciende a un total de USD 74.17MM.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

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 0.16%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.4%, 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.

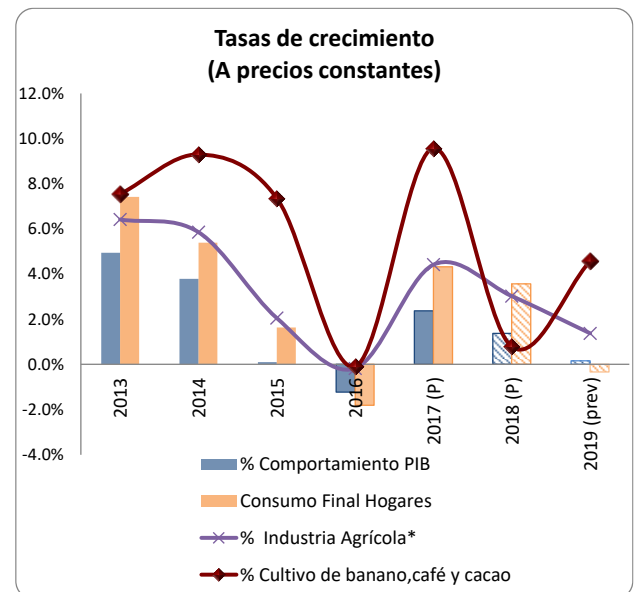
El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI

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. Fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.¹

El precio del petróleo se mostró fluctuante en el 2018, con una tendencia a fortalecerse hasta el mes de octubre (USD 76.73 /b), sin embargo, en diciembre el precio volvió a caer a USD 53.96/b.

En el 2019, el precio por barril ha aumentado ubicándose en USD 63.91 /b en abril, no obstante, lo más probable es que el precio del petróleo continúe mostrando volatilidad, por la desaceleración de la economía mundial y las posibles resoluciones de la OPEP a nuevos recortes de producción.

Gráfico 1



*Industria agrícola incluye: cultivo de banano, café y cacao, cultivo de flores, otros cultivos agrícolas, cría de animales y silvicultura. Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BWR.

Reybanpac C.A. se dedica a la producción y exportación de banano y el cultivo de palma, especies forestales y otros cultivos agrícolas menores, por lo que se encuentra ligado a la industria agrícola. Con base en la información del Banco Central del Ecuador, esta industria representó en 2018 el 8% del PIB nacional, a precios constantes, por lo que se estableció como uno de

¹ <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>

los sectores de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

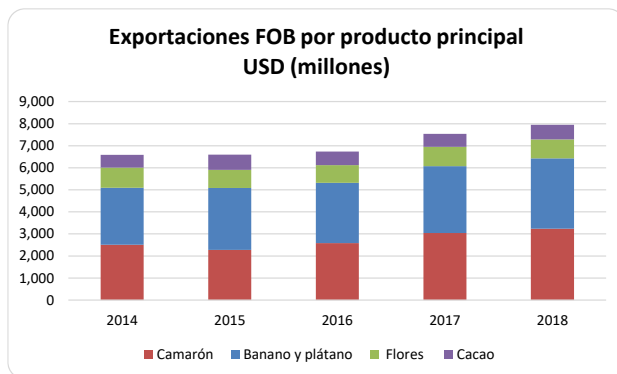
La agricultura industrial es estratégica para el país, debido a su importancia en la generación de divisas, su aporte como insumo para otras industrias, y su aporte social como fuente de empleo en el sector rural. Ecuador se beneficia de su ubicación geográfica, características geológicas, climáticas 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.

El sector de cultivo de banano, café y cacao representó el 1.97% del PIB en términos constantes en 2018. Los principales productos primarios de exportación, sin incluir el petróleo, son el camarón seguido por el banano y plátano, flores y cacao. Del total de exportaciones realizadas por el Ecuador en 2018, un 15% corresponden a la venta de banano y plátanos.

Además es importante resaltar que gracias a la firma del acuerdo Comercial con la Unión Europea que entró en vigencia en 2017, las exportaciones de banano y plátano crecieron en ese año un 11%, en dólares, frente al 2016. En 2018, este crecimiento se ralentiza con un crecimiento del 5% frente al 2017.

En 2017, el país exportó 326 millones de cajas de banano y en el 2018 se exportaron 330 millones de cajas. Según estimaciones de la Asociación de Exportadores de Banano (AEBE), se espera que las ventas totales de este año superen al menos las 340 millones de cajas².

Gráfico 2



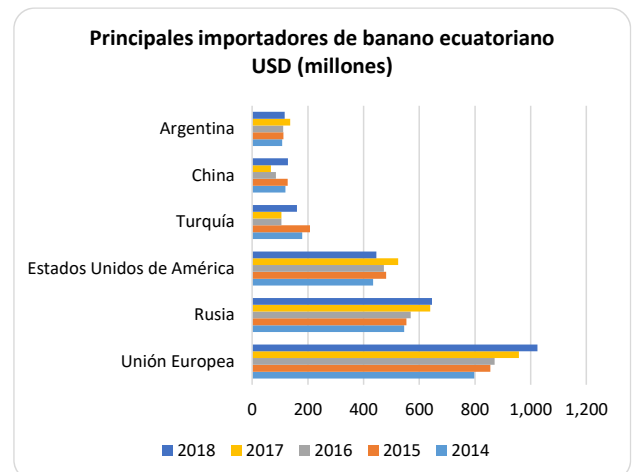
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR.

Una de las principales preocupaciones para el 2019 es la caída de envíos a la Unión Europea, pues desde el 2018 las grandes cadenas de supermercados han presionado a los exportadores para que exista una disminución en el precio de la caja de banano. Los exportadores ecuatorianos se mantuvieron firmes con sus precios, mientras que la competencia los bajó, lo cual afectó participación de mercado del país³.

El Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) fijó en USD 6.30 el precio mínimo de sustentación de la caja de banano de 41.5 a 43 libras, destinadas a envíos al exterior. Este valor regirá para el periodo enero-diciembre de 2019. El valor FOB referencial que deberá declarar el exportador es de USD 8.1353. Expertos del sector consideran que este precio resta competitividad a los exportadores, además de que tienen una normativa bananera rígida que se encuentra vigente desde 1997, así como altos costos de producción y contratación laboral⁴.

Del total de exportaciones a nivel mundial de este producto en 2018 (USD 13,679MM), el Ecuador exportó USD 3,210MM, es decir el 23.5%. Los principales países competidores son Filipinas, Guatemala, Costa Rica, Bélgica y Colombia. Actualmente existen un total de 234 compañías exportadoras de banano. La Unión Europea capta el 31.8% de la fruta ecuatoriana, seguida de Rusia (20.1%) y Estados Unidos (13.9%).

Gráfico 3



Fuente: Trade Map
Elaboración: BWR.

Como se mencionó anteriormente, el Ecuador goza de condiciones climáticas favorables que le han permitido convertirse en un productor y exportador

²http://www.aebe.com.ec/wp-content/uploads/2019/01/Bananotas_Nov-Dic_18.pdf

³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-banano-union-europea-caida.html>

⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-banano-union-europea-caida.html>



de calidad. Las variedades que el Ecuador ofrece al mundo son: Cavendish, Orito y Rojo. La producción se encuentra concentrada en las provincias del Oro, Guayas y Los Ríos. La Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua- ESPAC 2017 del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) indica que Ecuador tiene alrededor de 166,972 hectáreas sembradas de banano. Este sector genera más de 2 millones y medio de plazas de empleo.⁵

Los ingresos generados por la producción y venta del banano deben pagar un impuesto a la renta único, que se calcula como un porcentaje que oscila entre el 1% y 2%, en función de las cajas vendidas a nivel local o exportadas (este valor incluye las cajas de banano compradas a otros productores), teniendo en cuenta el precio de venta mínimo establecido. Además, los ingresos, gastos, activos y patrimonio relacionados a la actividad del banano deben ser excluidos para el cálculo del anticipo del impuesto a la renta.

Dada la ubicación geográfica de Ecuador, el país no enfrenta desastres naturales como tifones o huracanes, que afectan a otros países productores de banano como Filipinas, Guatemala y Costa Rica. Sin embargo, el país está expuesto al fenómeno natural *El Niño*, que genera un aumento de las lluvias en la costa y podría inundar las plantaciones. Este fenómeno se manifiesta cada cierto número de años, y el suceso más significativo se remonta a 1997.

Otras condiciones a las que están expuestos los productores son una menor luminosidad, temperaturas más bajas y meses más secos de lo esperado. Lluvias, humedad y calor más alto de lo esperado también pueden causar brotes de sigatoka negra, que es considerada la enfermedad foliar más destructiva en los cultivos de banano y plátano.

Los principales desafíos para el 2019, según la AEBE, son formalización interna y externa mediante la afiliación al Seguro Social de todos los campesinos, así como el cumplimiento de aspectos ambientales y sociales para la obtención de certificaciones internacionales. Además se debe mejorar la productividad, pues el Ecuador genera alrededor de 2,113 cajas de banano por hectárea frente a otros países que producen entre 3,000 y 4,000 cajas. También se espera impulsar y potenciar nuevos destinos. Finalmente se encuentran a la espera de la reforma a la Ley del Banano que según el

5

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/incomodidad-banaderos-reformas-ley>

⁶ <http://www.aebe.com.ec/2019/01/ecuador-los-desafios-del-sector-bananero-para-2019/>

presidente de esta asociación genera demasiadas imposiciones para sembrar, lo que dificulta la exportación.⁶

Un tema que impactará al sector bananero será la recarga al flete que anuncian las principales navieras. Este se aplicará desde el 1 de enero del 2019, con el objetivo de cumplir con las normas establecidas por la Organización Marítima Internacional con relación a la exigencia del contenido de azufre en el combustible que utilizan (nuevo límite es de 0.5% frente al estándar actual del 3.5%), para minimizar las emisiones de óxido de azufre en los buques. Las tres principales navieras que captan el 53% del embarque semanal de banano (MaerskLines, MSC y CMA CGM) han anunciado que el costo que implica adaptarse a esta norma será trasladado al usuario.⁷

Además el sector insiste en la necesidad de generar acuerdos comerciales. Se encuentran a la expectativa de la aprobación del acuerdo con los Estados de la Asociación Europea de Libre Comercio y un acuerdo con Corea del Sur. Finalmente se espera que la OMC resuelva a favor de Ecuador, para que Brasil elimine barreras fitosanitarias al banano. Desde diciembre, 2017 hasta el 26 de febrero del 2019, Brasil permitió el acceso del banano ecuatoriano, sin embargo, mediante una decisión judicial y administrativa suspendió las importaciones de manera absoluta.⁸

La devaluación de las monedas de los principales importadores, la presión en precios de los principales supermercados, la exigencia de certificaciones, competencia más fuerte y eficiente son los principales retos que debe enfrentar el sector. Consecuentemente, el sector bananero al ser un importante motor productivo de la economía ecuatoriana, debe buscar aumentar su competitividad industrial mediante uso de nuevas tecnologías para incrementar su productividad.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía fue constituida en septiembre de 1977. Sus principales actividades económicas son: la producción y exportación de banano y el cultivo de palma, especies forestales y otros cultivos agrícolas menores. Su oficina principal se encuentra ubicada en la ciudad de Guayaquil.

Según el informe de auditoría al 31 de diciembre del 2018, la Compañía dispone de una extensión de

7

http://www.aebe.com.ec/wp-content/uploads/2019/01/Bananotas_Nov-Dic_18.pdf

8

<https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-brasil-banano-omc-restriccion.html>



6,525 hectáreas de plantaciones distribuidas en 39 haciendas, de las cuales 6,259 hectáreas están en producción y 266 hectáreas están en desarrollo, ubicadas en las provincias de Los Ríos y Cotopaxi. Además, dispone de una extensión de 5,824 hectáreas de especies forestales y 1,754 hectáreas de palma africana. La extensión y ubicación geográfica de las haciendas de la Compañía permite un alto grado de mitigación contra condiciones climáticas adversas como sequías, inundaciones y brotes de enfermedades.

Reybanpac C.A. mantiene como ventaja competitiva, un importante número de hectáreas netas de producción, altamente tecnificadas y con buenos sistemas de drenaje natural. Además, sus cultivos bananeros producen alrededor de 2,800 cajas por hectárea al año, mientras que el promedio nacional es de 2,113 cajas por hectárea al año. Adicionalmente, la empresa cuenta con el apoyo vertical de las empresas del grupo para fertilizantes, fumigación, pallets y plásticos.

La SCVS ubicó en 2018 a Reybanpac C.A. en la veintiunava posición del ranking empresarial por tamaño de activos⁹. Dentro de la estructura departamental del emisor colaboran 6,783 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios.

Los empleados de la compañía han conformado tres gremios. Las asociaciones vigentes son: Comité de Empresa de los Trabajadores de la Compañía Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.A. conformado por 4,152 trabajadores, Asociación de Trabajadores Agrícolas de la Compañía Agrícola Ganadera Reysahiwal y Asociación Regional de Trabajadores de la Compañía Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.A. De acuerdo al emisor, no se ha presentado huelgas y la relación con las organizaciones de trabajadores se rige por el diálogo y respeto mutuo.

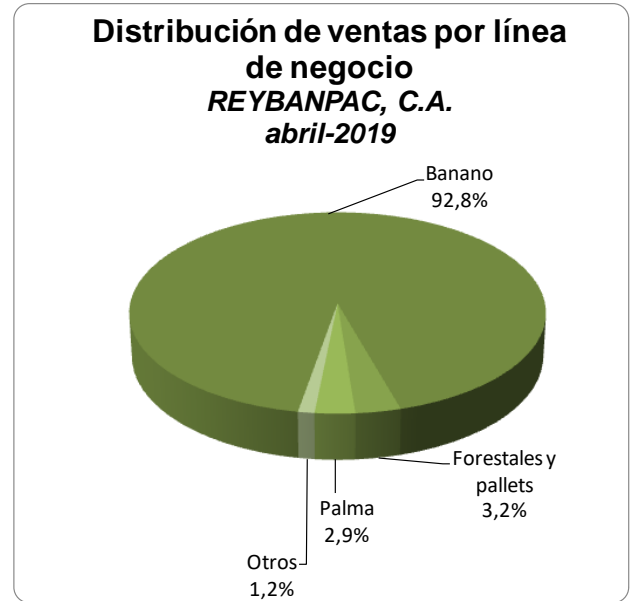
El principal cliente de la Compañía es la empresa relacionada Favorita L.P. que concentra el 50.7% de los ingresos generados con corte abril-2019. Estos ingresos corresponden principalmente a la venta de banano. Según comentarios de la Administración, el riesgo de concentración se encuentra mitigado pues es una compañía líder en abrir nuevos mercados y maneja una excelente reputación.

Reybanpac C.A. maneja tres líneas de negocio. La línea de banano constituye el negocio más importante para el emisor y representa el 92.8% de las ventas de la Compañía. Corresponde a la plantación, exportación y comercio de banano. La producción y exportación bananera se realiza en

cajas de 18.14 kg, 14 kg y 13 kg, de acuerdo a los mercados de consumo.

La línea Forestal y pallets genera el 3.2% de los ingresos y corresponde a la producción, exportación y comercialización local de diversas variedades de árboles forestales y la comercialización de pallets. Un 2.9% de los ingresos corresponden a la comercialización local de palma africana.

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR.

El 99% de los ingresos de su principal línea de negocio corresponde a la exportación de banano a los siguientes destinos: Rusia (29%), Europa (28%), Asia (21%), Medio Oriente (14%), Mediterráneo y Cono Sur (9%). Los ingresos de la venta de este producto en el exterior se reconocen cuando se transfiere el control de los bienes de acuerdo con el término de negociación *Incoterm* pactado. La Compañía negocia la fruta con los *Incoterm FOB*, lo que implica que la responsabilidad abarca hasta el puerto de origen. Una vez embarcado el producto en el buque, el cliente tiene discreción sobre la distribución, precio y asume los riesgos de obsolescencia y pérdida de los bienes. Un porcentaje marginal de la venta de banano corresponde a ventas locales.

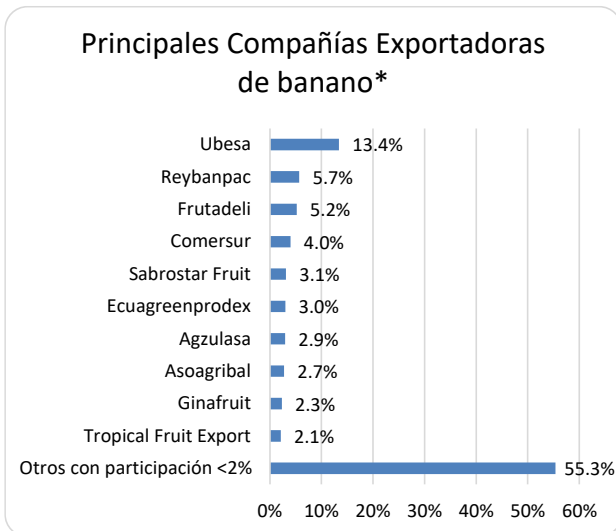
La producción propia de cajas de banano por año se ubica cercana a 18 millones de cajas. Con corte abril-2019, la Compañía ha producido un total de 6,026 mil cajas. Desde el 2018, la Compañía ha iniciado un plan de renovaciones, mediante el cual se busca incrementar el rendimiento de las hectáreas menos productivas.

⁹

<http://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/rankingCias.zul?id=S&tipo=1>

Según estadísticas de la AEBE, con corte febrero 2019, la Compañía maneja una participación de 5.7% del mercado de exportaciones de banano, manteniéndose como el segundo mayor exportador del país. Entre sus principales competidores se encuentran Ubesa que comercializa la marca Dole Ecuador, Frutadeli y Comesur.

Gráfico 5



Fuente: Asociación de Exportadores de Banano (AEBE)
 * % en relación al número total de cajas exportadas con corte febrero-2019
 Elaboración: BWR.

La línea forestal tiene un comportamiento fluctuante en sus exportaciones, pues dependiendo del precio internacional, la Compañía decide si se cosecha o no. Con corte abril-2019 del total de ingresos de esa línea tan solo el 10% corresponde a exportaciones. Los principales destinos de exportación de la esta línea son India, Bangladesh y Vietnam. Las ventas locales incluyen principalmente la venta de fruta de palma y pallets.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Reybanpac C.A. no forma parte de ningún grupo empresarial, aunque mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas. Las mismas se detallan a continuación:

- **REYLACTEOS C.L.:** empresa dedicada a la producción y comercialización de productos lácteos.
- **EXPOPLAST S.A.:** empresa dedicada a la elaboración y comercialización de empaques flexibles.

- **FERTISA, FERTILIZANTES, TERMINALES I SERVICIOS S.A.:** empresa dedicada a la importación y comercialización de agroinsumos, así como de operaciones portuarias.
- **AEROVIC C.A.:** empresa dedicada a actividades de fumigación aérea.

La Compañía no se encuentra obligada a presentar el estudio de Precios de Transferencia debido a que el importe acumulado de las operaciones de la Compañía con partes relacionadas durante el año 2018, excluyendo las transacciones por venta de banano, que están sujetas a un impuesto único, no supera los USD 15MM.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A abril-2019 el patrimonio de Reybanpac C.A. es de USD 209.9MM, y de este el 35% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
SCYLLA LIMITED PARTNERSHIP	Nueva Zelanda	74,170	99.9998%
CARTONERA ANDINA SA	Ecuador	0.16	0.0002%
CAPITAL SOCIAL		74,170	100.00%

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. La deuda financiera ajustada (incluye contingentes¹⁰) del emisor representa el 20.5% de la capitalización¹¹ de la Compañía. Esta relación se considera sana y se espera que continúe bajo la misma línea en función de las proyecciones del emisor.

Actualmente, la Compañía mantiene una política de pago de dividendos de hasta el 40% de las utilidades generadas. Los accionistas toman la decisión a su discreción según la necesidad de inversiones de CAPEX del siguiente año y siempre que no existan restricciones de hacerlo. En la práctica, la política es conservadora y no se han realizado pago de dividendos en los últimos años; no obstante, no se descarta la posibilidad de pagar dividendos en los siguientes años.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al

¹⁰ Como contingentes se incluye deudas de empresas relacionadas donde la Compañía figura como co-deudor y contingentes laborales.

¹¹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Se puede destacar que dentro de los accionistas, miembros del Comité Ejecutivo y gerentes se encuentran personas con amplia experiencia en la Compañía.

En cuanto a su administración, la Compañía es dirigida por la Junta General de Accionistas y administrada por los Gerentes de División y los Gerentes de Área.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne periódicamente ante cualquier hecho relevante y cada una es debidamente reportada en el portal de la SCVS.

La Compañía no cuenta con un Directorio, sin embargo, mantiene un Comité Ejecutivo conformado por cuatro colaboradores de la administración. El Comité se reúne de manera semanal para planificar y revisar las operaciones de la empresa, poniendo mayor énfasis en los resultados y proyecciones de flujo.

Los Gerentes Generales son elegidos por la Junta General de Accionistas y duran en sus cargos un periodo de cinco años. Los mismos cuentan en forma individual con la representación legal, judicial y extrajudicial de la Compañía. Tienen como parte de sus funciones dirigir la dirección y responsabilidad de las unidades de negocios que la JGA pone a su cargo.

Además la Compañía cuenta con el cargo de dos procuradores síndicos, que sin ser administradores, les corresponde de forma individual la representación legal, judicial y extrajudicial de la Compañía.

La Compañía es pionera en el Ecuador, en la obtención de la certificación GLOBAL G.A.P., lo que le ha permitido cumplir con las exigencias del mercado europeo y de esta forma poder asumir el compromiso de seguridad alimentaria. Adicionalmente, la compañía también realiza auditorías de cumplimiento SMETA (Sedex Members Ethical Trade Audit) para demostrar su cumplimiento con estándares socio-laborales.

En el año 2017, Reybanpac C.A. obtuvo la certificación de RAINFOREST ALLIANCE, la cual avala el cumplimiento de estándares internacionales en temas ambientales y sociales. Esta certificación se obtuvo bajo tres lineamientos: Política de Certificación para Fincas y Administradores de Grupo, Norma para la

Agricultura Sostenible y Lista de Plaguicidas Prohibidos.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas nombró en 2019 un Comisario Principal, que vigila las operaciones sociales, y es independiente de la Administración. La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La empresa cuenta con un plan estratégico, y un presupuesto elaborado por cada gerencia de las unidades de negocio de la Compañía. Estas unidades presentan su presupuesto al departamento de planificación financiera, el cual se encarga de consolidar y revisar la información. Posteriormente las unidades presentan la versión final ante el Comité Ejecutivo para su aprobación. Se realiza un control presupuestario mensual y se realizan ajustes durante el primer semestre del año y luego al finalizar el tercer trimestre del año.

En cuanto a la infraestructura informática, Reybanpac C.A. cuenta con varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, operaciones, administrativa y manejo de canal de suministro. Respecto a la seguridad de información tiene manuales como la Política General de Seguridad de Información, Política de Control de Accesos a los Recursos de Tecnología de Información y Comunicaciones; uso de cuentas de usuarios, contraseñas y equipos, entre otros. Estas políticas se establecen con el objetivo de mantener un correcto uso de la información, dada la magnitud de las operaciones que se maneja.

El emisor mantiene vigentes pólizas de seguro que incluyen las siguientes coberturas: Incendio Todo Riesgo, Rotura de Maquinaria, Dinero y/o Valores y Equipo Electrónico, Fidelidad, entre otras. Además mantiene una póliza de seguro de transporte, la cual cubre cualquier siniestralidad que se produzca en el envío desde las haciendas hasta el puerto de origen cuando se trata de términos FOB.

La Compañía cuenta con un Departamento de Auditoría Interna que ha levantado la matriz de riesgos operacionales. En el caso que el riesgo sea materializado se prepara un plan de manejo de crisis que incluye un plan de acciones correctivas.

La estrategia de Reybanpac C.A. va encaminada a potencializar sus activos productivos en todas las líneas de negocios, diversificando sus ventas, e integrando operaciones para reducir costos.

En cuanto a la División de Banano, la Compañía espera expandirse mediante la diversificación de clientes y la búsqueda de nuevos destinos de exportación. Además esperan reducir sus costos a través del incremento de la productividad, la optimización de la logística de transporte, mejora de infraestructura y diversificación de empresas navieras. Respecto a la unidad forestal, se busca mantener su patrimonio forestal, y ubicar oportunidades de exportación o procesamiento de su madera.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de REYBANPAC, REY BANANO DEL PACÍFICO C.A. del 2016 y 2017, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y los correspondientes al 2018, auditados por la firma Deloitte & Touche. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a abril-2019.

Recibimos una estimación de las principales cuentas de los estados financieros para el 2019. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

Reybanpac C.A. es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen bruto volátil, que guarda estrecha relación con las condiciones climáticas que afectan a la producción de su principal línea de negocio.

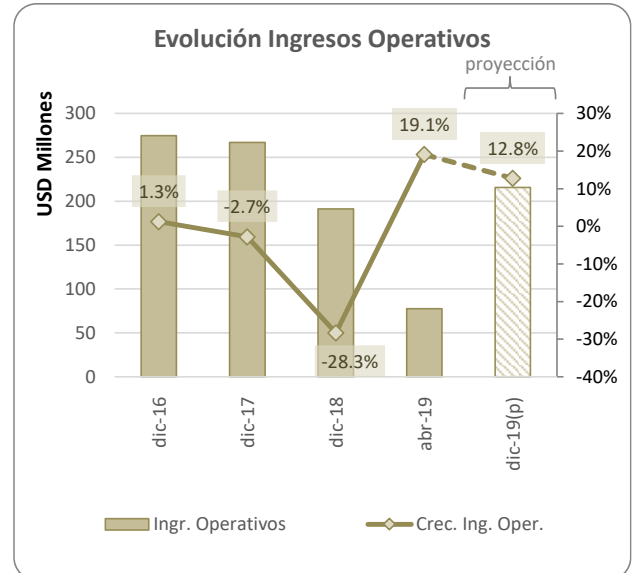
La escisión de la línea de lácteos y plásticos explicada en la sección “Hechos relevantes, de la Institución”, afectan la visualización de las cifras del 2017 y 2018. En el primer caso, no se considera en la contabilidad un mes de ingresos de estas líneas, mientras que en 2018 ya no se incluyen estos negocios en su balance.

Si comparamos los ingresos de las líneas no escindidas (banano, forestales y pallets), estas presentan en 2018 un crecimiento interanual del 7.2%, principalmente por mayores ingresos de la venta de banano a la Unión Europea, que fue su principal destino de exportación en ese año.

Según comentarios de la Administración, la escisión se dio como una decisión estratégica por el crecimiento de las dos unidades de negocio y para mejorar la medición del desempeño económico individual de cada una de ellas. Además, al manejar

giros de negocio distintos tienen distintos requisitos respecto al CAPEX, capital de trabajo y estrategias. La escisión ha contribuido a la agilización de los procesos tributarios y de auditoría.

Gráfico 6



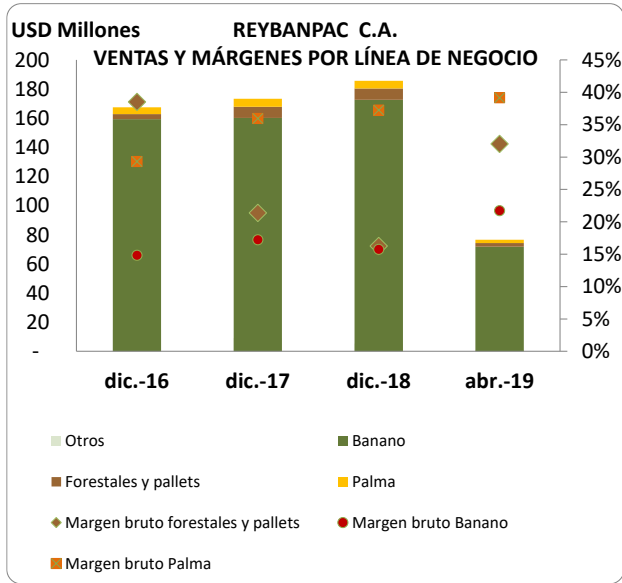
Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte abril-2019, las ventas muestran un crecimiento interanual de 19.1%. Este crecimiento viene dado por mayores ingresos en sus dos principales líneas de negocio (crecimiento interanual de 24% y 28% en la línea de bananos y forestal, respectivamente).

Es importante recalcar que en la mayoría de países europeos, la demanda alcanza su pico en el primer semestre del año. Además, la mayor producción del Ecuador coincide con la menor producción de sus principales competidores internacionales: Filipinas, Guatemala, Colombia y Panamá. Por ello, nuestra proyección del 2019 supone un crecimiento anual de 12.8%, con un nivel de ingresos operativos estimado en USD 215.8MM, en línea con las expectativas de la Administración.

Reybanpac C.A. maneja un margen bruto volátil que se encuentra determinado por las condiciones climáticas que influyen en la producción. Con corte diciembre-2018, el margen bruto se ubicó en 16.5% frente al 19.8% presentado en 2017. Según comentarios de la Administración, esta reducción se dio por un retraso en la producción por factores climáticos (luminosidad), que requirió la compra a terceros para completar el volumen requerido para abastecer los contratos establecidos. La disminución en el margen también se explica por el aumento en el costo de materiales de exportación, específicamente del cartón.

Gráfico 7



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte abril-2019, el margen bruto se establece en 22.5%. El primer cuatrimestre del año ha sido muy bueno debido a una producción eficiente y contratos con precios predefinidos más altos para el primer semestre. Esperamos que este margen se ajuste a 20.5% para el cierre del 2019, en función de su estacionalidad.

El EBITDA muestra una tendencia volátil por efecto de la escisión realizada a finales del 2017. Con corte abril-2019, se observa un crecimiento interanual del EBITDA del 62.7% gracias a la mayor generación del negocio y a la recuperación del margen bruto. Para finales del 2019, esperamos que se mantenga esta tendencia, como se puede apreciar en el gráfico 8.

Gráfico 8



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte abril-2019, el ROA y el ROE se ubican en 3.6% y 6.9% respectivamente.

Estructura del Balance

ACTIVOS				
	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19
Total Activo Corriente	27.1%	25.6%	26.1%	26.0%
Fondos Disponibles	0.5%	0.7%	1.3%	1.1%
Inversiones corto plazo	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	5.4%	0.6%	0.2%	1.8%
Inventarios Neto	16.5%	19.7%	18.2%	18.3%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	2.5%	0.8%
Impuestos	3.3%	4.0%	3.6%	3.5%
Gastos anticipados	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%
Otros activos corrientes	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
Total Activo No Corriente	72.9%	74.4%	73.9%	74.0%
Propiedad, planta y equipo	58.5%	65.1%	63.8%	63.7%
Activo biológico no corriente	11.6%	7.5%	8.1%	8.3%
Propiedades de inversión	1.0%	1.6%	1.6%	1.6%
Activos Intangibles y Diferidos	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
Otros activos	1.7%	0.1%	0.1%	0.1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO				
	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19
Total Pasivo Corriente	30.3%	39.4%	34.8%	34.4%
Deuda Financiera CP	3.1%	3.3%	1.8%	2.0%
Deuda Comercial	25.3%	32.9%	30.9%	30.5%
Otros Pasivos CP	1.9%	3.2%	2.1%	1.9%
Total Pasivo LP	14.1%	8.8%	14.3%	13.4%
Deuda Financiera LP	11.7%	5.4%	10.7%	9.7%
Otros pasivos LP	2.4%	3.4%	3.6%	3.7%
PATRIMONIO	55.6%	51.8%	50.9%	52.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR

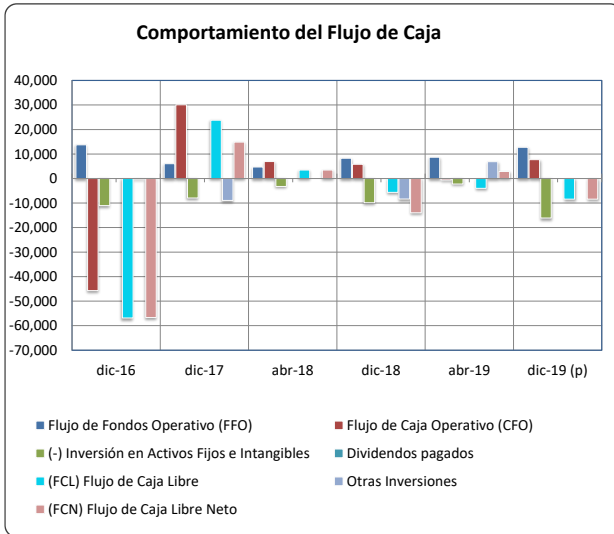
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Reybanpac C.A. ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de fondos operativo (FFO) importante. Este flujo generalmente le ha permitido cubrir los requerimientos de su negocio, principalmente en el año 2016, donde se dieron mayores requerimientos de capital de trabajo por pago de proveedores y financiamiento de clientes.

Con corte abril-2019, la Compañía presenta un FFO positivo de USD 8.6MM que le permite cubrir sus requerimientos de capital que ascienden a USD - 8.2MM relacionado principalmente a proveedores e inventarios. Con esto su CFO alcanza los USD 439M.

Por otro lado, Reybanpac C.A. ha tenido acceso tanto a líneas de crédito locales como internacionales para solventar sus requerimientos financieros.

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), se observa que en 2018 se realizó una inversión por USD -12.9MM, que se encuentra relacionada a la Línea de banano pues la Compañía inició un plan de renovaciones de las plantaciones, y la implementación de sistemas de riego.

En el plan de la Administración se encuentra realizar inversiones por USD 16.1MM en 2019 que corresponden en su mayoría a la línea de banano y se relacionan con la continuidad del plan de renovación de plantaciones de banano. El CFO proyectado para el 2019 cubriría aproximadamente el 70% de los requerimientos de CAPEX, por lo que la diferencia requeriría cubrirse mediante la contratación de préstamos con la banca local.

La política de cobro se ubica en alrededor de 18 días, esto incluye cuentas por cobrar a relacionadas. Al comercializar un producto perecible, la mayoría de las ventas se realizan a contado y tomando en consideración pocos días de crédito a los supermercados.

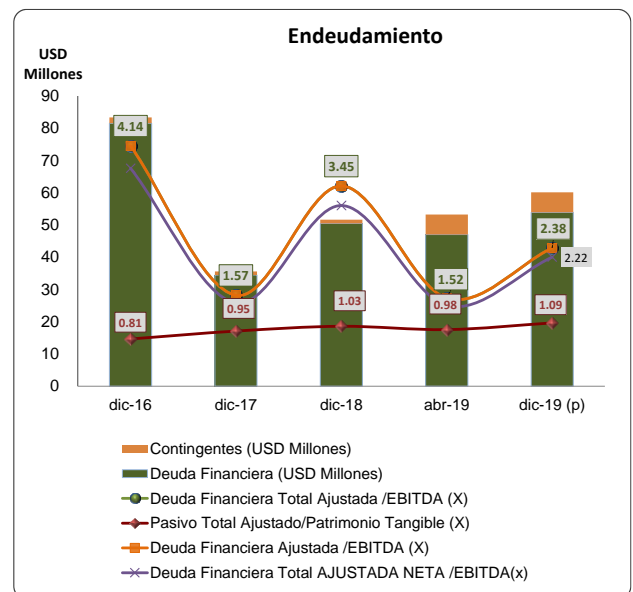
Por el lado de las cuentas por pagar, los días de pago son de 260 días en promedio. Estas en su mayoría están concentradas en su principal cliente relacionado y representan anticipos recibidos por concepto de ventas de fruta, los cuales tienen un vencimiento menor a 360 días y no generan interés.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 155 días de ventas. El inventario de la Compañía se encuentra compuesto por dos componentes: el primero hace referencia a materiales, insumos y repuestos utilizados principalmente para el mantenimientos de las plantaciones y de los equipos y sistemas de riego.

El segundo corresponde a los activos biológicos corrientes que incluyen principalmente racimos y bellotas de banano y fruta de palma nacidos, así como la porción corriente de las plantaciones forestales.

Históricamente la Compañía ha mantenido un nivel volátil de endeudamiento en relación a su capacidad de generación. El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA fue de 3.45 en 2018. A la fecha de corte se ubica en 1.52 veces, que se considera conservador y le otorga flexibilidad financiera a la empresa para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

Gráfico 10



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se indicó en párrafos anteriores, la Compañía proyecta una inversión importante en CAPEX en 2019, lo que requerirá un mayor endeudamiento. Por ello esperamos que este indicador se ubique en 2.38 veces hasta finales de año. Cabe recalcar que dentro de la deuda financiera ajustada (deuda financiera+ contingentes) se está tomando en cuenta como contingente USD 1.2MM de juicios laborales y USD 5MM de créditos corrientes de empresas relacionadas en las cuales la Compañía figura como codeudor.

La deuda financiera está diversificada en créditos provenientes de bancos locales, instituciones financieras del exterior y la emisión de obligaciones estudiada en el presente informe.

El 83% de la deuda financiera actualmente vence en el largo plazo. Esta estructura facilita a la Compañía la ejecución de sus inversiones en CAPEX, cuyo retorno se da en un horizonte de planificación

también de largo plazo, además que contribuye a ampliar su posición de liquidez.

Deuda Financiera: vencimientos

REYBANPAC

Corte: Abril: 2019

	Miles (USD)	%
Vencimiento corriente	8,167.41	17%
Vencimiento a largo plazo	38,879.41	83%
Préstamos locales	29,881.39	77%
Préstamos del exterior	8,998.02	23%
Deuda Financiera total	47,047	100%

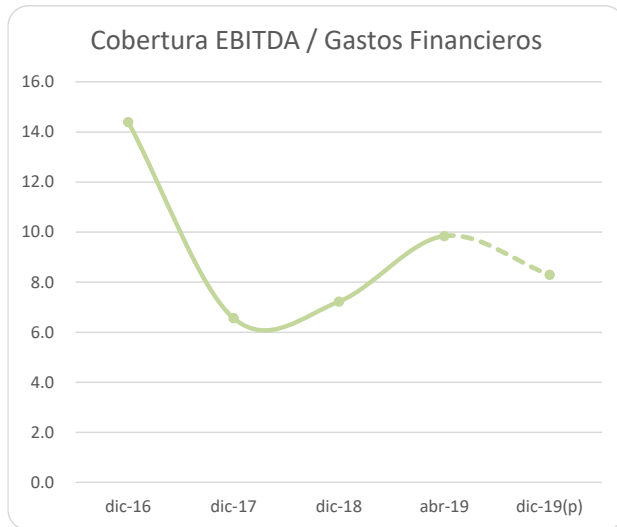
Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa en relación al EBITDA ha sido holgado, lo cual refleja flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto considerablemente al gasto financiero (6.6 veces en 2017 y 6.9 veces en 2018). Con corte abril-2019, el EBITDA cubre en 9.8 veces el gasto financiero. Esperamos que esta cobertura se mantenga en el futuro.

Gráfico 11



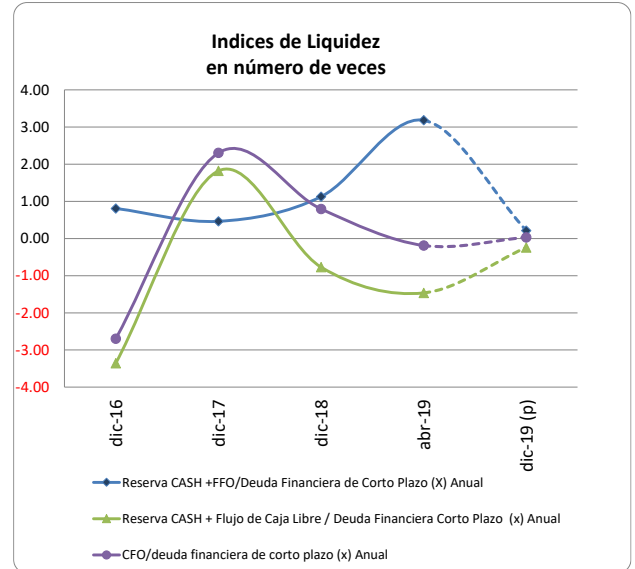
Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

La Compañía mantiene una política de mantener un saldo de efectivo que cubra como mínimo una semana de egresos operativos. Además la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país para afrontar eventuales desfases de liquidez.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa es bajo, considerando la posición de la empresa en el mercado, la diversificación de sus ingresos y su bajo nivel de endeudamiento. Se espera que de darse un

escenario de contracción de ventas, el emisor pueda liberar liquidez con menores inversiones en CAPEX.

Gráfico 12



Fuente: Estados Financieros Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se dijo anteriormente, las inversiones planificadas para 2019 harán que el emisor requiera renovar su deuda y conseguir financiamiento adicional.

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

Fecha de corte	abr-19
Activo Ajustado (USD M)	399,241
Activo Total (USD M)	402,349

abr-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	19,406	19,406	20.57
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	46,221	65,627	6.08
3era	Deuda sin garantía específica de balance	126,830	192,457	2.07
TOTAL		192,457	192,457	2.07

Fuente: EEFF Reybanpac C.A.
Elaboración: BWR.

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 2.07 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. Los activos libres que respaldan la emisión son cuentas por cobrar e inventarios.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 26% de los mismos se clasifican como corrientes, es decir con exigibilidad de un año o menos. No obstante, se debe considerar que en su mayoría corresponde a activos biológicos corrientes, que por su naturaleza son perecibles y/o requieren un cuidado adecuado.

El 74% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Para la emisión de obligaciones que se analiza en este estudio, Reybanpac C.A. se obliga a:

1. Establecer al menos las siguientes medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas:
 - a. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación entre pasivos totales y patrimonio menor a 1.3 veces.
 - b. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación entre préstamos totales (corrientes y no corrientes) y patrimonio menor a 0.45 veces.
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.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la Compañía.

En función del certificado con corte abril-2019 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión.

La emisión analizada en el presente estudio se encuentra vigente hasta octubre de 2019 y el monto en circulación, representa únicamente el 0.4% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%). Además hemos recibido por parte del Depósito Centralizado de Valores el comprobante de pago de los cupones del mes de abril-2019.

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.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado valores de la emisión de obligaciones analizada en mercado secundario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2013 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado un programa de papel comercial que venció en el 2015 y la emisión de obligaciones analizada en el presente informe.



REYBANPAC (Miles de USD)	PROYECCION BWR				
	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19	dic-19
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	7,748	3,035	5,057	4,505	4,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	29,618	2,453	925	7,265	10,784
Inventarios	90,941	77,786	73,220	73,671	74,455
Activos fijos	387,024	287,072	289,652	289,872	296,957
Otros Activos	36,676	25,174	33,833	27,036	33,833
Total Activos	552,007	395,520	402,687	402,349	420,029
Cuentas por Pagar Proveedores	139,690	130,214	124,335	122,846	131,089
Deuda Financiera Total	81,580	34,484	50,471	47,047	53,911
Deuda Financiera Corto Plazo	16,948	13,060	7,333	8,167	53,911
Deuda Financiera Largo Plazo	64,632	21,424	43,138	38,879	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	1,800	1,100	1,200	6,200	6,200
Otros Pasivos	23,746	26,047	22,766	22,564	24,572
Total Pasivos	245,016	190,745	197,572	192,457	209,572
Patrimonio	306,991	204,775	205,115	209,892	210,457
Resumen de Resultados					
Ventas	268,639	266,205	191,025	77,485	215,858
Costo de ventas	-220,246	-213,607	-159,441	-60,044	-171,607
Otros ingresos operativos	5,973	856	369	-	-
Egresos operativos	(41,729)	(42,130)	(27,312)	(9,379)	(30,344)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,637	11,324	4,641	8,062	13,907
Ingresos y gastos no operativos neto	-904	-2,748	3,588	-267	0
Gasto Financiero del período	(1,398)	(3,460)	(2,175)	(1,187)	(2,610)
Impuestos a la renta	(5,014.00)	(13,188.00)	(5,271.00)	(1,828.92)	(5,956.23)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	5,321	-8,072	783	4,779	5,342
Otros resultados integrales	-154	-8	-443	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	5,167	-8,080	340	4,779	5,342
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	20,134	22,705	14,973	11,682	25,225
(-) Gasto Financiero del período	-1,398	-3,460	-2,175	-1,187	-2,610
(-) Impuesto a la renta del período	-5,014	-13,188	-5,271	-1,829	-5,956
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	13,722	6,057	7,527	8,667	16,659
(-) Variación Capital de Trabajo	-56,442	24,253	1,316	-8,227	-5,056
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-42,720	30,310	8,843	439	11,603
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	5,190	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-904	-2,748	-1,602	-267	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	790	4,345	-5,187	-950	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-14,211	-8,201	-12,601	-3,152	-16,100
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	182	77	-286	-57	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-56,863	23,783	-5,643	-3,986	-4,497
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	38,688	-19,596	15,987	-3,424	3,440
OTRAS INVERSIONES NETO	186	-8,900	-8,322	6,861	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	18,461	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	472	-4,713	2,022	-550	-1,057
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7,748	3,035	5,057	4,505	4,000
Indicadores					
Patrimonio Tangible	302,971	201,785	192,348	203,520	197,690
% crecimiento en ingresos operativos	0.0%	-2.7%	-28.3%	19.1%	12.8%
MARGEN EBIT (%)	4.7%	4.3%	2.4%	10.4%	6.4%
MARGEN EBITDA (%)	7.5%	8.5%	7.8%	15.1%	11.7%
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	10.82	2.75	4.46	8.30	7.38
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14.40	6.56	6.88	9.85	9.67
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	14.40	6.56	6.88	9.85	9.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.14	1.57	3.45	1.52	2.38
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3.76	1.43	3.11	1.39	2.22
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	21%	15%	20%	20%	22%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.81	0.46	1.03	3.18	0.31
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(2.52)	2.32	1.21	0.16	0.22
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(3.36)	1.82	(0.77)	(1.46)	(0.08)
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	(3.34)	1.14	(1.90)	1.06	(0.08)



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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.