

Ecuador
Primer Seguimiento
Papel Comercial

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
5ta. Emisión Papel Comercial	AAA	N/R

Perspectiva: Estable

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.

Definición de Calificación:

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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-19	dic-20
Activos	356.7	391.6
Ventas	309.2	346.1
Margen EBITDA (%)	10.35%	10.77%
ROE (%) *	8.93%	8.83%
Deuda / capitalización (%)	27.25%	32.42%
CFO / Deuda Fin CP (%)	49.21%	43.12%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.91	-0.25
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	1.81	2.10
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	2.63	3.08

*Indicador anualizado.

Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración BWR

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' a la Quinta Emisión de Papel Comercial de AGRIPAC S.A.

La decisión se fundamenta en el sólido posicionamiento comercial de Agripac S.A., y su alta capacidad de generación operativa, combinada con un bajo nivel de endeudamiento que le otorga flexibilidad financiera. La calificación considera el perfil de corto plazo de las emisiones que se realizarán como parte de este programa.

Agripac es una empresa madura, con amplia trayectoria dentro del mercado ecuatoriano, y tiene 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, y divisas. El sector al que atiende es considerado estratégico para el desarrollo económico, por lo que ha sido beneficiario de exoneraciones tributarias y, en función de la liquidez del Gobierno, de programas de financiamiento, capacitación y subsidios para productores. Estos factores mitigan en parte los riesgos inherentes del sector, así como los del entorno.

La capacidad de generación operativa del emisor es sólida y constituye una de sus fortalezas. La administración es proactiva y ejecuta estrategias de crecimiento que han sido exitosas, y su negocio se apoya fuertemente en sus canales de venta propios, que se encuentran distribuidos a nivel nacional. La diferenciación de sus productos se da por su calidad y el soporte técnico y financiero que ofrece al productor. El riesgo de negocio proveniente de la exposición a riesgos climatológicos y de precios de sus clientes se mitiga por una adecuada diversificación, tanto a nivel geográfico, como por comprador y por línea de negocio.

La empresa mantiene una visión de crecimiento constante, por lo que sus decisiones de inversión son proactivas y, aunque en los últimos años han sobrepasado su capacidad de financiarlas con su generación, se orientan al crecimiento de su capacidad productiva y por tanto fortalecerán la generación de ingresos a futuro.

Si bien la empresa mantiene una buena posición de liquidez para cubrir sus necesidades operativas, en los últimos años la empresa incrementó la deuda financiera para cubrir inversiones en CAPEX importantes. Frente a ello la empresa cuenta con fuentes de fondeo diversificadas tanto en el sistema financiero como en el mercado de valores, una estructura de largo plazo de parte de su deuda y líneas de crédito disponibles que mitigan el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo. En los próximos años se espera que la empresa sea generadora de un flujo de caja libre positivo que le permitan disminuir el endeudamiento.

Por último, Agripac cuenta con un fuerte respaldo patrimonial gracias a una política de pago de dividendos conservadora. El patrimonio cubre la totalidad del activo de largo plazo.



Calificación otorgada en escala local

La calificación utiliza una escala local, la cual 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. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Quinta Emisión Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
Monto Programa	USD 10'000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo máximo del Papel	359 días
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador financiero y Legal:	Banrío Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Destino de la Emisión	Pago a proveedores de inventarios y materias primas

Pese a que la calificación corresponde a todo el programa descrito, se detallan a continuación las características de la primera emisión:

Clase A:

- a) Monto: Diez Millones de dólares de los EE. UU.
- b) Plazo de los Valores: Hasta 359 días.
- c) Amortización del Capital: Al vencimiento.
- d) Tasa de interés: Cero cupón.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en

5.2% de forma global y en 2.8% para la región.

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones deben desembolsarse en 2020, USD 1500 millones en 2021 y USD 1000 millones en 2022. Hasta fin de año se realizó el desembolso de los USD 2,000 millones restantes para este año, que le servirá al Estado para cubrir retrasos a proveedores acumulados los últimos dos meses. El riesgo país,

que en abril de este año cerró en 5033 puntos base, cerró a noviembre en 1028, reflejo de la menor incertidumbre, aunque es todavía superior en 239 puntos base al de fines de diciembre de 2019.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Se espera que, luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, la economía vaya poco a poco recuperando dinamismo. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.06% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Si bien las exportaciones petroleras son 26% más bajas que un año antes, cabe resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir un superávit comercial, que en los últimos 12 meses llega a USD 3,300 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos mineros, que hasta octubre llegan a USD 646 millones, un crecimiento interanual de 176%. Por otro lado, las importaciones han caído interanualmente: -14% en insumos y -21% en bienes de capital.

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos en la planificación, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a octubre-2020 es de USD 59,331 millones, de los cuales el 70% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, donde intervengan todos los actores del País para buscar acciones consensadas de una política planificada de la economía que ofrezca seguridad y no políticas paliativas para cubrir problemas de turno.

Desempeño del Sector Real

La competitividad del sector productivo ecuatoriano se ve seriamente afectada porque, en términos reales, el Ecuador tiene el salario mínimo más alto de la región, el mismo que por

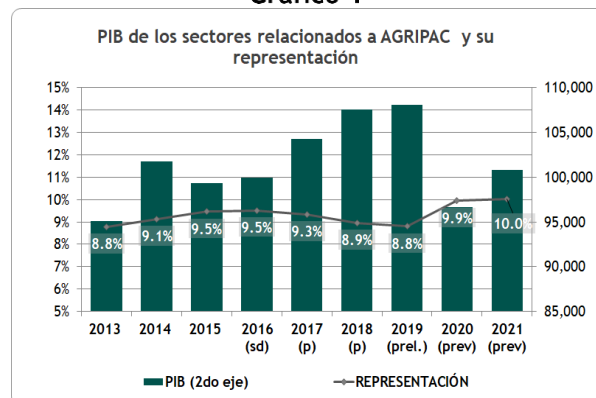
la tendencia del dólar a fortalecerse aumenta en relación con los salarios mínimos de la región que se reducen por la devaluación de sus monedas. Esto influye de manera determinante en la demanda de productos ecuatorianos, en la contracción de la producción y por lo tanto en la pérdida del empleo en el sector real.

Las medidas adoptadas por la FED para reactivar la economía, aunque promuevan aumento de la inflación podrían resultar en un debilitamiento del dólar, lo que beneficiaría la competitividad de nuestros productos. A pesar de ello y frente a nuestros competidores seguimos siendo caros por la inflexibilidad de las normas laborales.

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

En el gráfico a continuación se observa que el sector al que se dedica principalmente AGRIPAC S.A. representó el 9.94% del PIB al 2020 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, según las previsiones publicadas por el BCE, a dic-2020 la Agricultura representó 9.25% del VAB, con una contracción

de -1.03% anual y la Acuicultura y Pesca (incluyendo camarón) fue la industria que reportó un crecimiento importante de 15.92% anual.

Según estas cifras, los sectores que sirve principalmente AGRIPAC muestran un mejor comportamiento que otros sectores y que el PIB; durante el año 2020 el sector agrícola total (agricultura, acuicultura y pesca) habría presentado un crecimiento anual de 1.00% a precios corrientes y -1.78% en precios constantes, en comparación con 2019, esperando que en el 2021 su crecimiento llegue a 5.06% en términos corrientes.

En tanto que el PIB se redujo en -10.57% anual en términos corrientes, en comparación con el año 2020 (-8.83% en términos constantes).

La importancia del sector ha llevado a que los gobiernos hayan mantenido varios programas y políticas de fomento al sector, para fomentar la producción local, a través de subsidios, financiamiento y transferencia de tecnología.

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

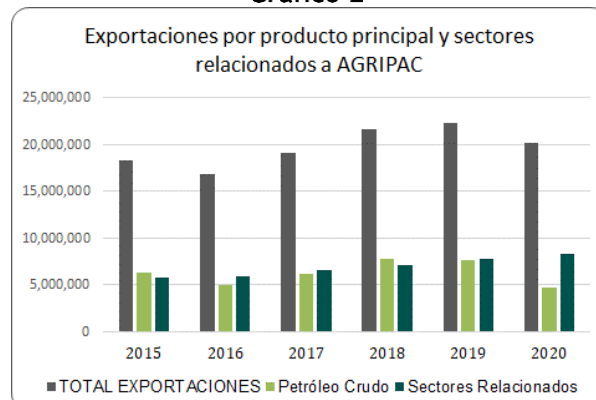
El Proyecto Nacional de Semillas para Agrocadenas Estratégicas comprende un plan destinado a promover el comercio asociativo, a través de la entrega de semillas, fertilizantes y otros insumos con precios subsidiados por el Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAGAP) y entregados a través de la empresa pública Unidad Nacional de Almacenamiento (UNA_EP)¹.

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador, continúa otorgando créditos con tasas bajas de interés a pequeños agricultores en función de la capacidad del Estado, aunque en los últimos años los planes de apoyo a estos sectores se vieron afectados por la crisis fiscal, a pesar de lo cual se mantienen inversiones limitadas para estos programas.

Sin embargo, se mantiene la necesidad de apoyar las actividades de exportación en este sector. Las exportaciones relacionadas a los sectores que sirve la empresa (Banano, Café, Camarón, Cacao) representaron el 35,16% del total de exportaciones incluyendo el petróleo, en el año

2019 y en el año 2020 representan el 41.12% debido al crecimiento de 5.94% anual explicado particularmente en Banano y Cacao.

Gráfico 2



*Sectores relacionados incluye: Banano y plátano, Café, Camarón y Cacao.

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

Elaboración: BWR

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 megadiverso, 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. cuenta con una amplia trayectoria de más de 48 años en el mercado, 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. Agripac es clasificada dentro de las 500 empresas más grandes del país, según un reporte de la Revista Vistazo, a sep-2020, ocupa la posición

¹ <http://www.agricultura.gob.ec/productores-de-arroz-y-maiz-beneficiados-con-semillas-e-insumos/>

número 43 de este ranking.

La estructura departamental incluye cinco áreas donde colaboran 1,377 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

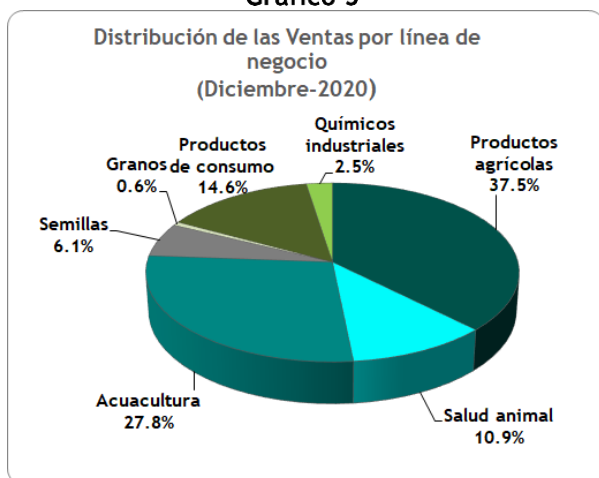
Del total de proveedores, el 90% proviene del exterior, mientras que el 10% corresponde a proveedores locales.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Su amplia red comercial le ha permitido mantener ventas diversificadas por clientes. Los 10 principales clientes representan el 23.9% del total de la cartera de clientes y el 8.18% de las ventas.

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.

El crecimiento de las ventas se soporta en el incremento de la capacidad de producción y las inversiones realizadas y en la diversificación de productos.

Gráfico 3



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. En dic-2020 alcanzó un crecimiento de 16.20% y recuperan su posición anterior al 2019.

AGRIPAC mantiene una posición fuerte en el mercado de esta línea; de acuerdo con la información entregada por el emisor la Compañía, en el año 2019, fue líder del mercado

de agroquímicos con una participación de 35%, las empresas que le siguen es Ecuquímica con un 21%, Fertisa 10%, Interoc 10% y Bayer 8%.

Este segmento pertenece a un mercado maduro, en el cual el precio es un componente competitivo esencial, y en el que su importante participación es estable. El emisor busca constituirse en el líder del segmento en el próximo año, debido a la incorporación de una nueva producción del área de fertilizantes.

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 significativo el año anterior (29%) y en este año no logró alcanzar el mismo volumen, disminuyendo en 5,49% interanualmente.

La división de consumo (14.6% de las ventas a dic-20) 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, Nutra Pro y Wellness. Esta última marca se integró en abril de 2019 y corresponde a un nuevo alimento para mascotas denominado Wellness, en su categoría Super Premium². Estos productos se ubican en una gama de alta calidad con lo que, de acuerdo al emisor, aprovecha un nicho no explotado por los competidores nacionales.

En este año, luego de unos meses de espera, se continúa con el proceso de inversiones para fortalecer la producción de otros productos de alimentación animal.

Finalmente, Pet Care contiene desparasitantes y productos para control de pulgas y garrapatas, bajo las marcas Alcon Dog y Michu. Esta división sostiene una tendencia creciente, con un incremento de 16.7% en el último año (16% en el año 2019), lo cual se refleja en una mayor participación dentro de las ventas totales de la empresa. Esta tendencia se explica principalmente por el aumento de la venta de balanceados para mascotas.

² <http://www.agripac.com.ec/es/nuevo-alimento-mascotas/>



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 21.6% a dic-2020 y representa el 10.9% de las ventas, como resultado de la estrategia de mejoramiento de sus productos y de nuevas marcas que han tenido una buena acogida en el mercado.

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 una disminución paulatina desde el año anterior, pero la empresa espera levantar este segmento con la inversión que realizó en una planta de semillas y la incorporación de nuevas semillas híbridas.

Además de los segmentos anteriores, la empresa se dedica a la venta de granos, especialmente de maíz, que proviene de 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, puesto que la compra de granos sirve de apoyo comercial para las demás líneas agrícolas.

Estos dos últimos segmentos se reducen significativamente desde el año anterior, a dic-2020 la disminución interanual es de 7.72% (-38% en el año 2019). A la fecha de corte estas líneas del negocio representan el 6.7% de las ventas de la compañía.

Por último, en lo que respecta a químicos industriales es un segmento en consolidación, 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 2.53% del total y en el año 2020 han logrado un crecimiento interanual de 19.7%.

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 Amagüaña.

La comercialización de los productos de la marca se realiza principalmente a través de sus 190 almacenes a nivel nacional y en alrededor del 10% a través de distribuidores. La empresa mantiene en su planificación, de corto y mediano plazo, continuar con el incremento del número de almacenes. La presencia nacional y el control de sus canales de comercialización constituye una ventaja competitiva importante.

Desde el año 2018, inició exportaciones hacia otros mercados, pero el porcentaje aún no es material actualmente pero las perspectivas de la empresa son impulsarlas a futuro.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AGRIPAC S.A. mantiene las subsidiarias que se aprecian en el diagrama que se presenta a continuación.



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

En lo que respecta a AEROAGRIPAC, según las cifras interinas a diciembre 2020 los activos alcanzan los USD 7.74MM, con una deuda financiera de USD 887M y cuentas por pagar de corto plazo a Agripac por USD 4.3MM, que constituyen el 72.6% de su pasivo total. Los ingresos del período de enero a diciembre 2020 ascienden a USD 3.9MM y generan una pérdida de USD 244M en el mismo período.

Aeroagripac 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.

AGRIPAC S.A.C. Perú, a dic-2020 alcanza a USD 2.2 MM de activos, sus principales pasivos son cuentas por pagar comerciales a AGRIPAC S.A. por USD 1.77MM, con un total de ingresos acumulados en el año 2020 de USD 1.8MM, una utilidad contable de USD -45.22M, y un EBITDA estimado por la compañía de USD 35.57M.

INHOLSA S.A. es una tenedora de acciones con un total de activos por USD 12.3MM y un patrimonio de USD 1.2MM.



Con respecto a StoreOcean S.A., sus principales actividades son el manejo, almacenamiento y procesamiento de fertilizantes minerales, y servicios especializados portuarios. Cuenta con dos inmuebles, el primero con un área de 28,812.08 m² donde funciona el terminal portuario StoreOcean, y el segundo con un área de 20,588.27 m² donde funciona la planta de procesamiento de fertilizantes y bodegas de almacenamiento. Entre los dos inmuebles existe una capacidad de almacenamiento para 38,000.00 toneladas métricas de materia primas como fertilizantes, y 7,500 toneladas de almacenamiento para granos limpios en silos. Su capacidad de producción es de 250 mil toneladas de procesamiento de fertilizantes por año.

En el año 2019 Agripac S.A. mantenía la propiedad del 50% de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., pero en octubre del 2020 realizó la compra a la compañía Nitron Group Corporation, del 40.41% de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., constituyéndose en el principal accionista con el 90.41% del paquete accionario de StoreOcean S.A.. El 9.59% restante de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., pertenecen a la compañía Delcorp S.A. en Liquidación.”

Por último, en el cuadro siguiente se presenta las inversiones que AGRIPAC posee en otras empresas y que no consolidan, según las cifras auditadas de 2019. Las entidades donde el emisor mantiene el 50% de participación accionarial no consolidan porque, de acuerdo con el informe del auditor externo, este no tiene control o injerencia administrativa sobre las decisiones claves tomadas.

Entidad	% de Participación
RODEGRAN, RODEO GRANDE S.A.	14.0%
MERCAQUIMICOS S.A.	50.0%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Riesgos de la inversión en StoreOcean

Por solicitud de la Superintendencia de Compañías, incluimos en el presente informe un análisis de los riesgos para AGRIPAC de la inversión en StoreOcean.

Cabe indicar que el valor pactado por la compra del 40.41% de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., se pagarán sin intereses a lo largo de 6 años. Por este motivo, el valor en libros de inversiones en acciones podría disminuir en los informes auditados, una vez que se haga el reconocimiento de su valor presente de acuerdo con el costo implícito de financiamiento. Por otro lado, se espera que en el 2021 se realicen nuevas

inversiones en dicha empresa por aproximadamente USD 1.5 millones.

En enero-2021 el BIESS dispuso, a través de su facultad coactiva, la prohibición de enajenar de las acciones de StoreOcean compradas por AGRIPAC S.A. a fines del 2020 y que se nombraron anteriormente, así como la prohibición tanto de gravar como de enajenar de los todos bienes muebles e inmuebles, derechos y acciones de propiedad de StoreOcean. No obstante, de acuerdo con el departamento legal de AGRIPAC y una opinión legal independiente, el proceso coactivo se inició contra la compañía DELCORP S.A., y no se ha iniciado contra StoreOcean, y las compañías StoreOcean y AGRIPAC S.A. no son representantes legales ni accionistas de Delcorp S.A. en Liquidación, ni garantes solidarios de esta, es decir, no tienen ningún tipo de responsabilidad solidaria y, por tal motivo, no corresponde haberse dictado medidas cautelares en su contra.

En relación con el proceso judicial número 09332-2020-09158 mencionado en el Oficio No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00004258-O, expedido el día 1 de febrero de 2021 por la Dirección Nacional de Autorización y Registro, de la Intendencia Nacional de Mercado de Valores, de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se verificó que consiste en una acción legal presentada por la empresa Luzar Trading S.A., contra la empresa Ecuagran, Banco del Austro, Delcorp y Nitron Group Corporation, sin embargo, las compañías StoreOcean S.A. y Agripac S.A. no han sido demandadas. Dentro del mismo juicio, considerando que la acción legal versa sobre el dominio o posesión de un determinado inmueble, se ordenó la inscripción de la demanda en el Registro de la Propiedad de Guayaquil, donde el departamento legal del emisor ha confirmado que dicho predio no pertenece a Agripac S.A. ni a StoreOcean S.A..

En este contexto, el riesgo de AGRIPAC S.A., como accionista de StoreOcean, estaría acotado al monto de su inversión. La exposición neta a la fecha de corte representa 8.8% del patrimonio de AGRIPAC S.A., por lo que consideramos que, en el peor escenario, una pérdida de dicho monto no tendría un impacto significativo en la salud financiera de AGRIPAC S.A. Este hecho se encuentra incorporado en el análisis ya que, como parte del cálculo del patrimonio tangible que realizamos, siempre se restan las inversiones en acciones, entre otros activos.

En el cuadro siguiente se encuentran las cuentas de balance de AGRIPAC vinculadas con dicha empresa.



Exposición neta con Storeocean	USD miles
Cuentas por cobrar comerciales	23
Otras cuentas por cobrar relacionadas	4,144
Inversiones en acciones	10,563
Total activos relacionados	14,729
cuentas por pagar proveedores	352
Total pasivos relacionados	352
Exposición neta	14,377

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

A dic-2020 StoreOcean tiene un total de activos de USD 15.6MM y pasivos por USD 7.12MM, entre los que constan cuentas por pagar por USD 1.8MM al Fideicomiso Garantía Quinta Emisión de Obligaciones Delcorp, y USD 4.1MM por cuentas por pagar a AGRIPAC, no tiene deudas financieras bancarias ni con el mercado de valores. Por otro lado, mantiene un capital pagado de USD 9.0 millones.

En el año 2020 las ventas de StoreOcean llegaron a USD 3.61MM, con una reducción de 14.13% anual, a pesar de lo cual fue suficiente para cubrir los costos y gastos operacionales de los servicios, administración y ventas, obteniendo un resultado operacional positivo, que solventa el gasto financiero y alcanza una utilidad neta del ejercicio positivo de USD 121.78M (3.4% de las ventas netas); así mismo, genera un EBITDA de USD 222.43M. La empresa se encuentra operativa y al tener como cliente cautivo a su principal accionista, consideramos que la probabilidad de mantenerse como empresa en marcha no se encuentra comprometida hasta el momento.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A diciembre-2020, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 163.17MM, y de este el 19.4% corresponde a capital social, el 52.27% resultados acumulados, el 7.56% a reserva legal, 12.3% a reserva por revalorización y el 8.73% 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%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

El accionista mayoritario es el señor Colin Armstrong, con 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. empresa 99% propiedad de Agripac, 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.

El cruce accionarial entre Agripac y el holding antes mencionado sobrestima la fortaleza patrimonial del emisor, por lo que, para afectos de análisis, se utiliza el indicador de patrimonio tangible, que contiene el ajuste correspondiente.

El apoyo de los accionistas a la empresa se refleja en la reinversión de buena parte de las utilidades anuales, que ha permitido la expansión del negocio con el soporte patrimonial, aunque el crecimiento importante registrado en los últimos dos años ha requerido mayor endeudamiento. A diciembre-2020 la deuda financiera representa el 32.4% de la capitalización³ de la Compañía (27.25% a diciembre-2019). Se esperaría que dicha política se mantenga en estos niveles a futuro.

Además, el soporte para la deuda financiera con el patrimonio tangible a dic-2020 es de 0.60 veces (0.47 veces a dic-2019). El patrimonio tangible es una sensibilidad que resta del patrimonio: las cuentas por cobrar de relacionadas, las inversiones en empresas relacionadas y/o vinculadas, anticipos, intangibles y otros activos que no estarían disponibles para cubrir las obligaciones financieras.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

Los profesionales que conforman la administración de AGRIPAC 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,

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



Operaciones, de Recursos Humanos y de Compras.

El Directorio se encuentra 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 un cuarto director principal externo, que aún no se encuentra designado.

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 tiene más de seis años en sus funciones, sin embargo, había ocupado otros 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 ISO 45001:2018, sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad; Certificación ISO 14001:2015, sobre Sistema de Gestión Ambiental, y Certificación de cumplimiento de las normas Global G.A.P sobre buenas prácticas de producción balanceados. Además, cuenta con un informe de Responsabilidad Social donde se muestran cifras transparentes del negocio, su misión, visión y perspectivas.

La Compañía implementó un 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 ha permitido garantizar las operaciones de la empresa ante la materialización de una amenaza o desastre mayor que afectare al Data Center local o el acceso a sus instalaciones.

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, el crecimiento de puntos de venta se ha mantenido en este año.
- Diversificación por líneas 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 Deloitte & Touche para los años 2018 y 2019, PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para los años 2015, 2016 y 2017. 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 diciembre-2020, y toda la información proporcionada por la empresa con la misma fecha de corte.

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 Balance General y del Estado de Resultados para los años 2021 y 2022, 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.

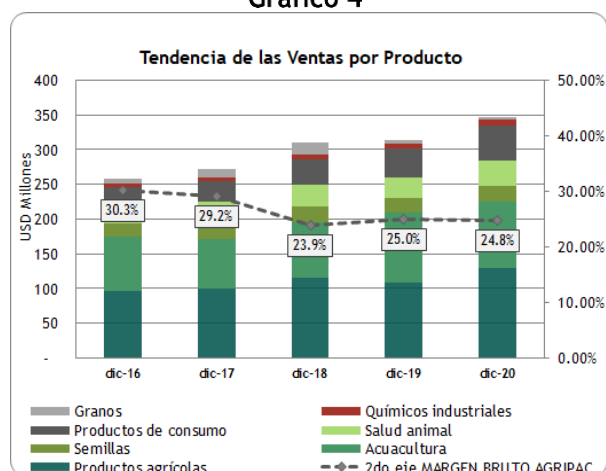
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de los activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

Luego de alcanzar crecimientos importantes en las ventas en el año 2017 (5.45%) y 2018 (12.5%), el crecimiento en el 2019 se ralentizó (1.1%), y en 2020 la empresa consiguió recuperar el crecimiento que llega al 11.9% interanual, sostenido particularmente en el comportamiento de las líneas de productos agrícolas y particularmente en fertilizantes, en la línea de productos de consumo y de salud animal. Se espera que la tendencia de crecimiento promedio se mantenga en los siguientes años en función de las estrategias de posicionamiento que mantiene el emisor.

Durante la crisis sanitaria la empresa ha mantenido la operación en la totalidad de su red comercial, no cerró los locales de ventas y aseguró el abastecimiento con estrategias de logística adecuadas. Las estrategias de mejoramiento e innovación de sus productos tuvieron resultados positivos, particularmente en el segundo semestre.

Gráfico 4



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR.

Para los siguientes años, la compañía proyecta un crecimiento anual de 8%, que se justifica principalmente por la consolidación de productos en los principales segmentos en el agrícola fertilizantes y de balanceados para camarones y pollos, el incremento del segmento de alimentos para mascotas y del segmento de salud animal. De forma conservadora, la proyección ajustada por la calificadora considera crecimientos de 6% en sus ventas.

El margen bruto se redujo paulatinamente desde 2016 por el incremento del costo promedio de los insumos de productos agrícolas, pero este efecto pudo ser compensado parcialmente por el importante crecimiento de las líneas de acuicultura y productos de consumo. El margen de la línea de productos de acuicultura se sustenta en la calidad de sus productos y el valor agregado de asesoría técnica que ofrecen a sus clientes.

A continuación, se presentan 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, salud animal y productos agrícolas.

PRODUCTO	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Productos agrícolas	42.17%	23.56%	21.62%	23.73%
Salud animal	16.31%	19.91%	18.78%	18.34%
Acuicultura	24.49%	26.42%	27.91%	26.50%
Semillas	33.65%	39.35%	36.10%	33.82%
Granos	-1.87%	-3.37%	-7.50%	6.08%
Productos de consumo	24.52%	29.60%	32.62%	28.12%
Químicos industriales	5.32%	8.28%	13.01%	13.33%
Marge Bruto total	29.17%	23.95%	25.01%	24.78%

Fuente: AGRIPAC S.A.

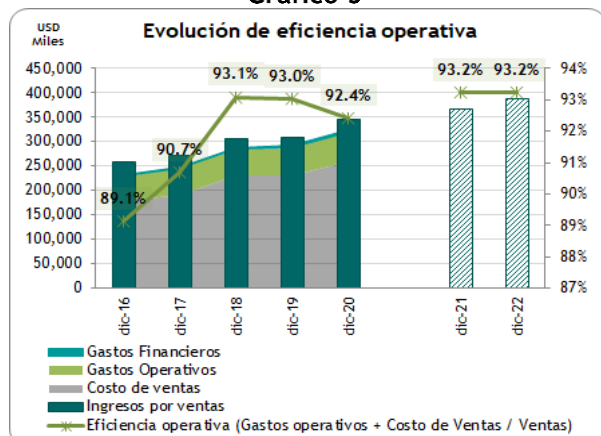
Elaboración: BWR.

El margen bruto total disminuye ligeramente en el año 2020, como consecuencia principalmente de la reducción en el margen de la línea de acuicultura, cuyo margen bruto en términos absolutos disminuyó 9.99% anual, ya que presenta una contracción en sus ventas de 5.20%, la recuperación que se observa en la línea de productos agrícolas sostuvo el margen bruto promedio que terminó en 24.8%, muy cercano a lo esperado por la empresa.

Para los dos años siguientes esperaríamos que el margen bruto se mantenga alrededor del 24%.

En el siguiente gráfico se presenta el comportamiento de los ingresos de AGRIPAC S.A., así como su eficiencia operativa (gastos operativos más costo de ventas sobre total de ventas).

Gráfico 5



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

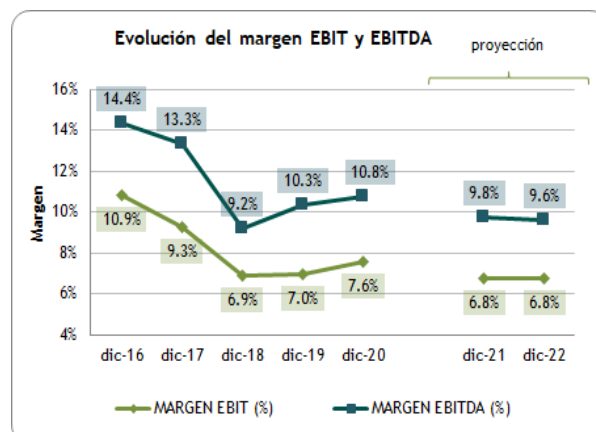
El peso de la suma de costos y gastos operativos se incrementó desde el año 2018, por los mayores precios en materia prima, principalmente de la urea utilizada en la elaboración de fertilizantes, que no pudo ser trasladado al precio de venta.

En el año 2019 la empresa mostró un crecimiento menor de las ventas en comparación con lo previsto, mientras que la ampliación de su red comercial significó un crecimiento mayor de gasto operativo para ese año que fue compensada por la empresa con una recuperación en el margen bruto. No obstante, a diciembre 2020 la recuperación del crecimiento de ventas (11.9% anual) y el crecimiento menor del gasto operativo, permiten diluir el gasto fijo y mejorar la eficiencia operativa, a pesar de la disminución del margen bruto.

Para 2021 esperamos que el peso del gasto operativo se mantenga en niveles cercanos a los dos años anteriores, considerando que el crecimiento en ventas sensibilizado sería ligeramente menor al alcanzado en el año 2020.

El crecimiento en ventas y la mejor eficiencia del costo y del gasto ha permitido que tanto el EBIT como el EBITDA muestren una mejora frente al mismo período del año anterior. Cabe indicar que los estados financieros directos no incluyen ajustes que se realizan a fin de año, así como la aplicación de la norma NIIF 16 en la contabilización del pago de arriendo del año en curso.

Gráfico 6

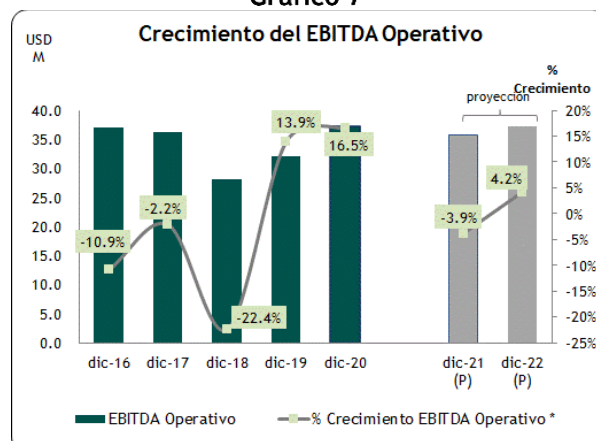


Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Nuestra proyección considera disminución de 1pp en el EBITDA del 2021 frente al año 2020, dado un crecimiento en ventas de 6%, y esperamos que este indicador tienda a mantenerse en niveles similares para el año 2022.

Gráfico 7



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Estructura del Balance

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Total Activo Corriente	65.5%	64.9%	61.5%	61.2%
Fondos Disponibles	3.4%	1.7%	1.4%	1.9%
Inversiones corto plazo	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
CxC Comerciales	25.0%	28.1%	27.1%	28.2%
Inventarios Neto	30.4%	28.5%	25.5%	22.8%
Otras cuentas por cobrar	4.0%	3.1%	2.8%	2.9%
Gastos anticipados	2.1%	2.2%	3.8%	4.6%
Otros activos corrientes	0.0%	0.7%	0.5%	0.5%
Total Activo No Corriente	34.5%	35.1%	38.5%	38.8%
Propiedad, planta y equipo	28.7%	30.7%	33.5%	32.9%
Inventarios no corrientes	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%
Propiedades de inversión	1.3%	0.9%	1.2%	1.3%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	3.1%	2.4%	2.0%	3.4%
Activos Intangibles y Diferidos	0.9%	0.6%	1.2%	1.0%
Otros activos	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Total Pasivo Corriente	35.4%	42.7%	41.8%	40.7%
Deuda Financiera CP	2.3%	7.9%	7.3%	7.8%
Deuda Comercial	29.0%	31.9%	31.9%	29.1%
Otros Pasivos CP	4.1%	2.9%	2.7%	3.8%
Total Pasivo LP	11.6%	8.7%	14.4%	17.6%
Deuda Financiera LP	5.8%	3.2%	8.9%	12.0%
Otros pasivos LP	5.8%	5.5%	5.5%	5.6%
PATRIMONIO	53.0%	48.6%	43.4%	41.7%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR

Se aprecia una estructura sana de balance, ya que el activo no corriente se encuentra financiado con patrimonio y pasivo de largo plazo.

Los activos corrientes representan el 38.8% del total de activos, entre ellos los más importantes son las cuentas por cobrar comerciales netas (USD 11.5MM), son cuentas sanas y con plazos de acuerdo con las políticas de la empresa, como política de protección frente a cuentas incobrables la empresa mantiene una provisión de 33.45% de las cuentas que consideran de mayor riesgo (mayores a 180 días de incumplimiento), que representa el 6.91% del total de la cartera bruta (USD 118.7MM). La cartera guarda niveles moderados de concentración, los 10 mayores clientes representan el 23.9% de las cuentas por cobrar (dic-2020) y el 8.18% de las ventas acumuladas en el año, sin embargo, ninguno de ellos llega al 5% de las cuentas por cobrar comerciales.

Los inventarios se manejan siguiendo normas internacionales y mantienen también una provisión por obsolescencia que cubre ese riesgo. La cobertura es de 0.38% del inventario bruto a dic-2020.

Como fruto de un proceso constante de inversiones en propiedad planta y equipo, Agripac mantiene el 34.3% del activo como activos por propiedad planta y equipo y propiedades de inversión.

Además, la empresa ha realizado inversiones en varias empresas, en su mayor parte responden a las estrategias de sus líneas de negocios.

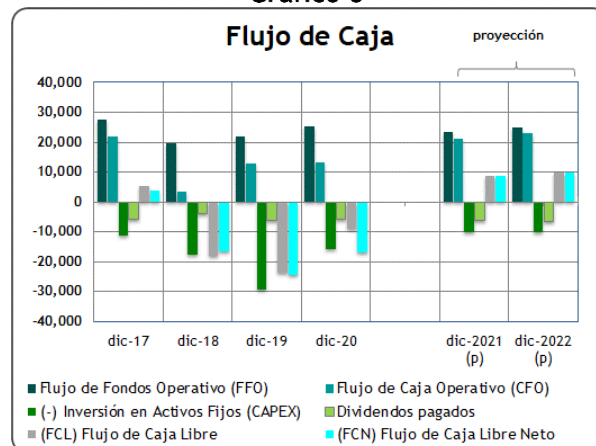
A dic-2020 estas inversiones conforman el 3.4% del total de activos es decir USD 13.24MM, cuyo detalle se analizó en Estructura de Grupo, en páginas anteriores.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

AGRIPAC genera históricamente Flujos de Fondos Operativos (FFO) holgados que le han permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. Al mismo tiempo, se aprecia volatilidad en los

requerimientos de capital de trabajo, especialmente por una rotación de cuentas por cobrar comerciales con tendencia a decrecer. Esta volatilidad se refleja igualmente en un flujo de caja operativo (CFO) fluctuante.

Gráfico 8



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En diciembre-2020 el FFO crece 15.1% anual debido al incremento de ventas y a mejoras en eficiencia del gasto de operación que logró compensar la reducción del margen bruto. Sin embargo, CFO muestra un ligero crecimiento de 2.5% anual, debido al mayor requerimiento de capital de trabajo, particularmente de cuentas por cobrar comerciales, que se explican en parte por las dificultades de pago que mostraron algunos clientes por las restricciones de la coyuntura sanitaria que fueron regularizándose paulatinamente. También se aprecia el efecto del pago del anticipo de impuesto a la renta dispuesto por el Gobierno y la regularización de los días de cuentas por pagar a proveedores, que terminaron elevadas a fines del 2019.

En los últimos meses la compañía logró mantener la tendencia positiva de ventas, por lo que mejoró la rotación y la recuperación de la cartera, pero el requerimiento de capital en términos absolutos es mayor.

Para los siguientes años, dado el menor crecimiento de ventas esperado, y la mayor recuperación, los requerimientos de capital de trabajo serían menos representativos. Al mismo tiempo, nuestra proyección considera que los días de cuentas por cobrar mejoren ligeramente para 2021 y en una mayor proporción en el año 2022.

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. Históricamente los castigos de la cartera vencida más de 5 años han representado aproximadamente 1% de las ventas anuales, por lo que el riesgo se ha mantenido en niveles controlados.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra el costo de al menos 90 días de ventas, aunque al cierre de los últimos cuatro años han fluctuado entre 128 y 145 días. A diciembre-2019 los días de inventario alcanzaron los 143 debido al incremento de inventario por un menor crecimiento en ventas y la llegada reciente de importaciones, mientras que a diciembre-2020 se ubican en 124 días. La proyección para los próximos años considera un promedio de 130 días en los próximos años, cercano al promedio de los últimos años.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales está 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 cerca de los 165 días, cercano a las proyecciones del emisor.

En relación con las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 12 MM anuales en el período 2013 - 2019, aunque en los 2018 y 2019 este valor se incrementó de forma importante, principalmente para la mejora de la capacidad instalada de sus plantas, almacenamiento, y en menor grado para la renovación de su flota de vehículos. Esto ha requerido que la empresa aumente su nivel de endeudamiento financiero.

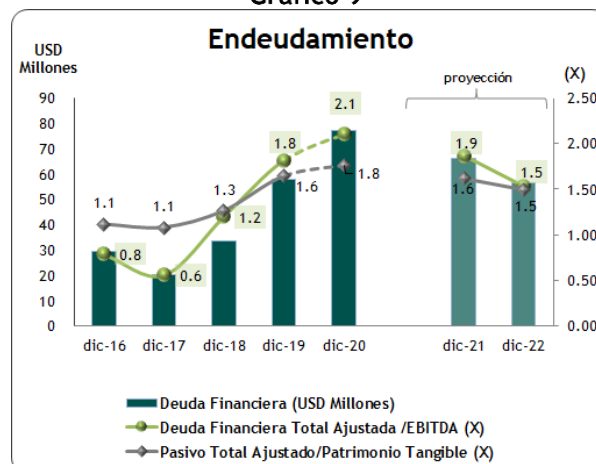
A diciembre-2020 las inversiones de capital alcanzan los 16.2 millones y USD 10MM en los dos años siguientes, en línea con su promedio histórico, por lo cual se espera que puedan ser cubiertos en su totalidad con su generación operativa.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible⁴ y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 20% y 35.5% de los resultados del

ejercicio en los últimos cinco años, aunque en el 2020 llegó al 40.1% según las cifras preliminares de dic-2020. Las variaciones de los últimos años han sido tomadas para sensibilizar estas cifras, y esperamos que en los próximos dos años se mantengan alrededor del porcentaje del último año.

Dado el proceso de crecimiento de sus inversiones en CAPEX, el pago de dividendos, y las inversiones en otros negocios, el flujo de caja libre (FCF) ha sido negativo y ha requerido el incremento de deuda financiera, en los últimos tres años. Para los siguientes años se reducirían los montos de inversiones previstas generando un FCF suficiente para reducir los niveles de deuda financiera paulatinamente.

Gráfico 9



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, lo cual le ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno del sector y de la economía en general.

En los últimos dos años la deuda financiera crece de forma importante para financiar sus inversiones CAPEX, a pesar de lo cual los niveles de endeudamiento siguen siendo relativamente bajos en relación con su capacidad de generar ingresos y con su patrimonio tangible.

El endeudamiento en relación con el EBITDA llegó a 2.1 veces en dic-2020 y se espera que vaya reduciéndose paulatinamente dentro del plazo de la emisión, gracias a su capacidad de generar flujos de caja libre positivos.

El bajo nivel de endeudamiento, combinado con el hecho de que el 59.9% se encuentra en un plazo superior a un año, le otorga emisor una amplia flexibilidad financiera, consistente con la

⁴ 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.

calificación asignada, y que le permite mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

Cabe indicar que, de los USD 77.4 millones de deuda financiera que el emisor mantiene a la fecha, USD 21.25 millones corresponde a una deuda financiera con un organismo multilateral, con un plazo remanente de 6 años.

Capacidad de Pago y Liquidez

Se espera que en los años 2021 y 2022 los flujos de caja libre positivos permitan reducir los niveles de deuda, en función del regreso a niveles históricos de sus inversiones en CAPEX.

La empresa planifica un monto mínimo de nuevas inversiones en una de sus empresas relacionadas para mejoramiento de su capacidad productiva, pero no son comparables con las inversiones de los tres años anteriores.

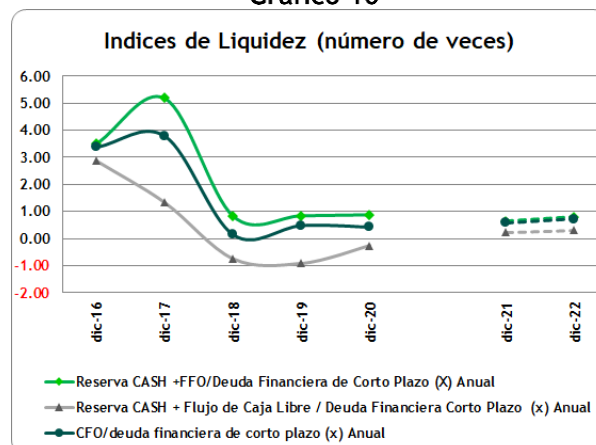
Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario y el pago a sus proveedores, manteniendo niveles de reservas reducidas, pero el emisor mantiene líneas de crédito abiertas a las que pueden recurrir en caso de requerirlo.

La compra de una parte de las acciones de la empresa relacionada StoreOcean, realizada el año anterior, fue financiada con deuda sin interés de largo plazo del accionista propietario NITRON GROUP CORPORATION, y consta como deuda financiera a dic-2020.

A diciembre-2020 la Compañía registra una caja de USD 7.5MM e inversiones a corto plazo por USD 1.02MM, con un incremento de USD 2.4MM en comparación con dic-2019.

En los siguientes años se generarían flujos de caja libres positivos, de alrededor de USD 8.55MM en el 2021 con lo que se llegaría a un flujo de caja libre neto positivo luego de financiar las inversiones previstas en una de las subsidiarias por alrededor de USD 1.5MM. De igual forma en el año 2022 se generaría un flujo de caja libre neto positivo, por lo que esperamos que los que sean utilizados para mantener el nivel endeudamiento en aproximadamente 1.87 veces respecto al EBITDA en 2021 y 1.53 en el año 2022.

Gráfico 10



Fuente: AGRIPAC S.A.

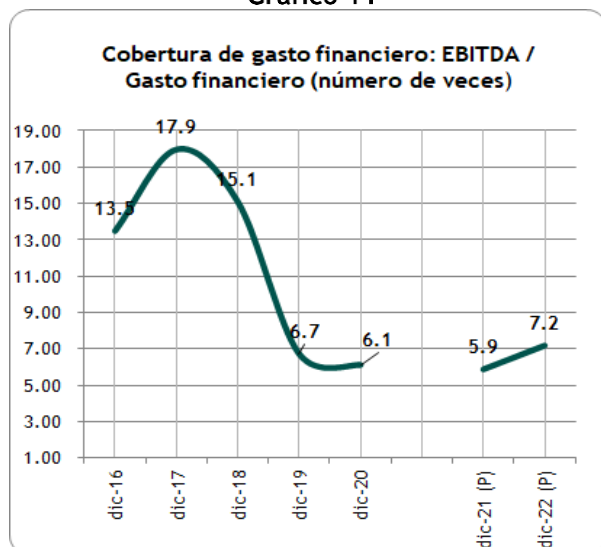
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Estimamos que a pesar de que bajo el actual entorno operativo se mantiene el riesgo de refinanciamiento en el país, la compañía tiene acceso de fuentes de fondeo, tanto locales como del exterior, suficientes para apoyar su planificación de inversiones, tanto por su perfil empresarial, garantías y estructura financiera.

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 en los siguientes años las inversiones en CAPEX proyectadas no son significativas, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

La compañía históricamente ha mantenido una generación operativa sólida que ha proporcionado una cobertura holgada para el gasto financiero. Si bien, desde el año anterior, esta cobertura ha disminuido, por el importante crecimiento de la deuda financiera, se mantiene en niveles holgados y consistentes con la calificación otorgada.

Gráfico 11



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Se espera que a partir del año 2022 la cobertura tienda a mejorar gracias a la reducción paulatina de la deuda financiera, y la estabilidad en la generación operativa.

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

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 1.56 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.

A continuación, se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo con la Ley.

Fecha de corte	diciembre-20
Activo Ajustado (USD M)	358.280
Activo Total (USD M)	391.568

dic-20				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	30.646	30.646	11,69
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	67.351	97.996	3,66
3era	Deuda sin garantía específica de balance	131.288	229.284	1,56
TOTAL		229.284	229.284	1,56

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR.

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.

El emisor, bajo declaración juramentada, se compromete a mantener cuentas por cobrar libres de gravamen al menos por el monto de la emisión, las cuales serán repuestas o reemplazadas de ser el caso, durante la vigencia de la emisión. Cabe indicar que las cuentas por cobrar detalladas por el emisor no incluyen cuentas por cobrar con relacionadas.

A diciembre 2020 las cuentas relacionadas, tanto comerciales como otras cuentas por cobrar relacionadas alcanzan a USD 9.64MM que representan 2.46% del activo total. Las Otras cuentas por cobrar corresponden mayormente a StoreOcean y Aeroagripac S. A., la primera corresponde a pagos efectuados por Agripac a su nombre, y la segunda corresponde a valores pendientes de cobro por concepto de préstamos para capital de trabajo, los cuales no generan intereses y no tienen fecha de vencimiento establecido. Son empresas con negocios en marcha que no tienen deuda financiera importante.

A la fecha de corte el emisor detalla que los activos libres de gravamen cubren 25.42 veces la presente emisión, luego de restar las otras obligaciones que mantiene en el mercado de valores.

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 61% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 39% restante representa básicamente activo fijo (32.9%), 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.

Se debe mencionar que AGRIPAC S.A. al momento no tiene procesos judiciales, como demandado. Sin embargo, continúa con procesos judiciales en los que AGRIPAC S.A., actúa como demandante. Además, mantiene contingentes por deudas garantizadas de sus subsidiarias por USD 889, las cuales se consideran como parte del indicador de deuda financiera ajustada.

Por último, cabe indicar que el programa de papel comercial que se analiza en este informe, en conjunto con las demás emisiones vigentes del emisor representa el 8.96% de su patrimonio, por lo que se cumple holgadamente con la limitación de 200% dispuesta por la normativa actual.

RESGUARDOS

La emisión de Papel Comercial analizada mantiene garantía general y todos los resguardos previstos por la ley.

El Emisor se compromete a mantener como límite de endeudamiento semestralmente la relación de pasivos financieros sobre activo total no superior a cero punto cuatro (0.4) veces, durante el plazo que esté vigente este programa de papel comercial. Los pasivos financieros corresponden a las obligaciones bancarias y con el mercado de valores a corto y largo plazo.

Adicionalmente el Emisor se obliga al cumplimiento de los siguientes resguardos:

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

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

Agripac ha mantenido una trayectoria exitosa dentro del mercado de valores. A diciembre-2020 permanece una emisión de obligaciones con vencimientos hasta septiembre 2021, el saldo insoluto de las emisiones a diciembre es de USD 1.406M; además mantiene otra emisión de obligaciones de corto plazo aprobada por USD 6MM, cuyo saldo insoluto es de USD 3.2MM que está dentro del plazo máximo de 720 días para emitir.

Descripción	Resolución aprobación	Ultima Calificación	Califadora	Fecha de Calif.
Emisión de Obligaciones	SCVS.INMV.DNAR.15.0001261	AAA	CLS	27-nov.-20
Papel Comercial	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019-000019	AAA	CLS	27-nov.-20

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

AGRIPAC S.A. (INDIVIDUAL)								
(Miles de USD)							PROYECCIONES	
Resumen Balance	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	7,480	5,000	5,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	71,349	62,068	62,186	84,898	96,804	110,526	112,618	113,195
Inventarios	70,207	64,725	76,456	87,122	91,986	89,515	100,460	106,503
Activos fijos	59,647	62,566	71,388	92,515	119,576	128,885	132,632	136,380
Otros activos	30,603	27,387	29,991	32,075	43,250	55,163	47,479	47,291
Total Activos	237,470	230,482	248,425	301,725	356,722	391,568	398,189	408,370
Cuentas por Pagar Proveedores	64,806	56,890	71,932	96,310	113,636	113,984	127,831	135,501
Deuda Financiera Total	44,253	29,209	20,208	33,545	57,974	77,378	64,499	54,658
Deuda Financiera Corto Plazo	27,527	9,938	5,809	23,891	26,088	30,526	34,249	29,908
Deuda Financiera Largo Plazo	16,727	19,271	14,399	9,654	31,886	46,853	30,250	24,750
Otros Pasivos	20,754	24,665	24,590	25,103	30,320	37,033	32,644	33,955
Total Pasivos	129,813	110,765	116,730	154,958	201,930	228,396	224,974	224,115
Patrimonio	107,657	119,717	131,695	146,767	154,792	163,172	173,215	184,255
Resumen de Resultados	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ventas	282,289	257,882	271,864	305,903	309,242	346,131	366,899	388,913
Costo de ventas	-201,251	-179,824	-192,553	-230,455	-229,992	-260,348	-278,904	-295,638
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-48,891	-50,046	-54,018	-54,330	-57,675	-59,601	-63,177	-66,967
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos pa	32,147	28,012	25,294	21,117	21,575	26,182	24,818	26,307
Ingresos y gastos no operativos neto	15	-1,004	291	166	1,471	-550	3,800	3,800
Gasto Financiero del período	-2,862	-2,751	-2,020	-1,865	-4,916	-6,093	-6,181	-5,215
Impuesto a la renta	-11,057	-7,224	-6,426	-6,061	-4,666	-5,296	-6,395	-7,094
Utilidad Neta	18,243	17,032	17,138	13,356	13,463	14,245	16,043	17,798
Otros Resultados Integrales	1,313	-1,057	517	6,805	567	0	0	0
Resultado Integral	19,556	15,976	17,655	20,161	14,030	14,245	16,043	17,798
Resumen Flujo de Caja	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
EBITDA OPERATIVO	41,560	37,047	36,227	28,101	32,002	37,275	35,832	37,321
(-) Gasto Financiero del periodo (sin ajuste NIIF 16	-2,862	-2,751	-2,020	-1,865	-4,766	-6,093	-6,030	-5,064
(-) Impuesto a la renta del periodo	-10,934	-7,018	-6,477	-6,559	-5,160	-5,778	-6,395	-7,094
(-) 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 opera	27,764	27,277	27,729	19,676	22,076	25,405	23,408	25,163
(-) Variación Capital de Trabajo	-15,112	6,478	-5,695	-16,167	-9,238	-12,241	-2,345	-2,106
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operatio	12,652	33,755	22,035	3,509	12,838	13,164	21,062	23,057
(+/-) Flujo de caja no operativo	-90	-1,425	95	166	1,462	-550	3,800	3,800
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,124	1,368	1,617	2,103	2,471	296	2,000	2,000
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1,109	-2,372	-1,326	-1,937	-1,000	-845	1,800	1,800
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flu	-105	-421	-196	0	-9	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-2,639	-3,915	-5,677	-3,765	-6,307	-5,621	-6,000	-6,757
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,406	-7,412	-11,125	-17,818	-29,196	-15,914	-10,000	-10,000
(-) Inversión en activos intangibles	77	-165	0	14	-2,578	-259	-259	-259
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,594	20,836	5,327	-17,894	-23,781	-9,179	8,603	9,841
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,273	-15,044	-9,001	13,337	24,429	19,404	-12,880	-9,841
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,361	2,279	-1,657	1,266	-655	-7,852	1,796	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PE	506	8,071	-5,331	-3,291	-7	2,373	-2,480	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL	5,159	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	7,480	5,000
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-767	23,116	3,670	-16,627	-24,436	-17,031	10,400	9,841
Indicadores	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Patrimonio Tangible	83,135	99,476	108,294	122,807	122,494	129,884	141,911	153,139
% crecimiento en ventas	2.82%	-8.65%	5.42%	12.52%	1.09%	11.93%	6.00%	6.00%
MARGEN EBIT (%)	11.39%	10.86%	9.30%	6.90%	6.98%	7.56%	6.76%	6.76%
MARGEN EBITDA (%)	14.72%	14.37%	13.33%	9.19%	10.35%	10.77%	9.77%	9.60%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota	10.70	10.92	14.73	11.55	5.63	5.17	4.88	5.97
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	14.52	13.47	17.93	15.06	6.72	6.12	5.94	7.37
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR O	1.06	0.79	0.56	1.19	1.81	2.10	1.82	1.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBIT	0.93	0.42	0.33	1.01	1.65	1.90	1.69	1.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.29	19.6%	13.3%	18.6%	27.2%	32.4%	27.4%	23.2%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x)	1.01	3.52	5.19	0.82	0.85	0.88	0.68	0.84
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.46	3.40	3.79	0.15	0.49	0.43	0.61	0.77
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda	0.06	2.88	1.33	-0.75	-0.91	-0.25	0.25	0.33
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de	-0.03	3.10	1.05	-0.70	-0.94	-0.51	0.30	0.33

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2021.