



Ecuador
Emisiones
Calificación Inicial

AGRIPAC S.A.

Calificación Inicial

Tipo de instrumento	Calificación Inicial
Segundo Programa de papel comercial	AAA
Tercera Emisión de Obligaciones	AAA-

Resumen Financiero

	2015	Abril 2016
Activos (USD MM)	237.5	228.6
Ventas (USD MM)	282.3	94.6
Margen EBITDA (%)	14.2	15.7
ROA (%) *	8.1	10.9
Deuda / capitalización (%)	28.9	25.5
CFO/ Deuda financiera CP. (%) *	40.3	68.7
Reserva Efectivo + FCL / Deuda Fin CP. (%) *	0.1	38.5
Deuda Financiera Total/ FFO (x) *	1.7	1.2

* Indicador anualizado para periodos interinos

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

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

Fundamento del Resultado de la Evaluación

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

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

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

La generación operativa del emisor es holgada y ha mostrado un crecimiento importante en el período analizado, gracias al impulso de los programas estatales de subsidio para la venta de paquetes de semillas de alto rendimiento e insumos agrícolas, al éxito de las estrategias de la empresa en cuanto a la distribución de sus productos con canales propios, y a la diferenciación de su promesa de valor, por la calidad de sus productos, y el soporte técnico y financiero que ofrece al productor.

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

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

Por último, el emisor mantiene la capacidad de generar consistentemente flujos de caja libres positivos, que le dan una posición holgada de liquidez para cubrir sus necesidades operativas, de inversión y su deuda de corto plazo. Adicionalmente, su alta capacidad de pago, bajo nivel de endeudamiento y la estructura de plazos de su pasivo financiero mitigan los riesgos de refinanciamiento provenientes de la menor liquidez de la economía.



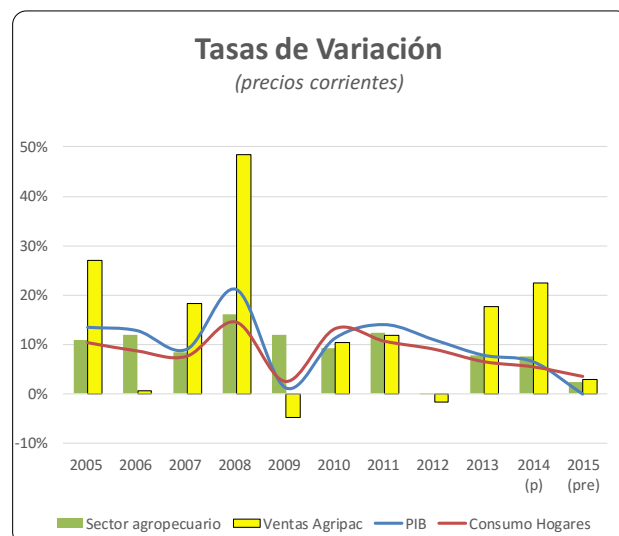
CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Segundo Programa Papel Comercial	
Monto Programa	USD 6 000 000
Saldo en circulación	USD 1 887 248 .05
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés	Cero Cupón
Garantía	General
Tipo de Emisión	Desmaterializada
Agente Pagador	DECEVALE S.A.
Representante Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
No. Resolución SIC	SCV-INMV-DNAR-154-0001260
Fecha autorización Programa	04-mayo-2015
Fecha vencimiento Programa	23-abril-2017
Objeto de la Emisión	Sustitución de pasivos bancarios de corto plazo

Tercera Emisión de Obligaciones		
	Clase A	Clase B
Monto Emitido	USD 7 500 000	USD 7 500 000
Saldo en circulación	USD 7 125 000	USD 6 375 000
Fecha de emisión	10-jun-2015	03-mar-2015
Plazo	2160 días	1440 días
Fecha vencimiento	10-sep-2021	03-jun-2019
Cupón de Interés	8.5% anual	8% anual
Forma de cálculo	30/360	30/360
Periodicidad interés	Cada 90 días	Cada 90 días
Amortización	Cada 90 días	Cada 90 días
Garantía	General	
Tipo de Emisión	Desmaterializada	
Agente Pagador	DECEVALE S.A.	
Representante Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.	
No. Resolución SIC	SCV-INMV-DNAR-15-0001261	
Fecha autoriz. SIC	04-mayo-2015	
Objeto de la Emisión	70% a sustitución de deuda bancaria; 30% a compra de inventario	

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón hasta el 2014.

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

Elaboración: BWR

El sector agropecuario (Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca) es estratégico 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. El País se beneficia de una gran diversidad de climas y altitudes que le otorgan una biodiversidad importante.

Este sector representa el 8.9% del PIB en términos corrientes del 2015 y si se incorpora a la generación del sector el valor de la producción destinada a la agroindustria (ramas principales), la industria agropecuaria es la actividad económica que más aporta al PIB global¹.

Con respecto al sector externo, si bien desde el 2004 al 2014 las exportaciones petroleras representaron un poco menos del 60% del total, con la caída del precio del crudo su participación en 2015 disminuye a 36%. Del 64% restante, el 72% proviene de la agroindustria, donde destacan el banano, camarón, las flores y el cacao.

Al ser un sector estratégico, el Gobierno ha implementado varios programas para fomentar la producción local, a través de subsidios, financiamiento y transferencia de tecnología. Uno de ellos es el Plan Maíz, que beneficia al agricultor,

¹ Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuicultura y Pesca, *La Política Agropecuaria Ecuatoriana. Hacia el desarrollo territorial rural sostenible 2015-2025 I Parte.*



a través del subsidio de semillas e insumos, financiamiento y acceso a mercados, a través de acuerdos con los proveedores y compradores más importantes. Además, los principales insumos requeridos para la producción se benefician de exoneraciones de aranceles, y tasa de 0% del IVA.

En términos de crecimiento y volatilidad, la industria ha tenido en el período analizado un comportamiento similar al del PIB global, salvo en períodos específicos como el 2009 y el 2012. El comportamiento del sector está influenciado por las condiciones climáticas, sobreoferta de producción local, precios internacionales y por las políticas del sector público.

Con respecto a los insumos que requiere el sector, las importaciones de productos agrícolas representaron en 2015 el 16.3% de las importaciones de materia prima y el 2.6% de los bienes de capital. En dicho año las primeras se redujeron en 10.8% mientras que las de bienes de capital crecieron en 11.8%. Estos porcentajes se ven influidos por la política de sustitución de importaciones y apoyo a la producción local impulsada por el Gobierno.

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.

Desde el 2014 el Estado ha intervenido en la oferta de fertilizantes y fungicidas, reduciendo el precio de algunos insumos y el volumen de importación, que en el caso de los primeros se redujo en 2015 en 16.1%². La continuidad de este tipo de programas dependerá a futuro de la disponibilidad de recursos públicos, que se han reducido de forma importante hacia fines del 2015 y lo que va del 2016.

Si bien los agroquímicos en su conjunto son indispensables para el sector, 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 de mayor productividad y calidad son diferenciadores importantes.

La perspectiva de crecimiento económico del Ecuador se ha ajustado hacia la baja para el año 2015 y 2016. En el 2015 las cifras oficiales prevén un crecimiento de 0.3% en términos constantes, mientras que para el 2016 la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB de 4.5% para 2016 y de 4.3% para 2017. El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que

enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, la apreciación del tipo de cambio real y condiciones financieras restrictivas. El organismo advierte que las proyecciones asumen que esto exigirá medidas fiscales adicionales, lo cual en parte se ha dado a través del incremento del IVA del 12% al 14%. También indica que las perspectivas dependen de la dimensión de los shocks y, particularmente, de la disponibilidad de financiamiento externo.

La perspectiva del sector agrícola y las industrias que dependen del mismo es negativa, al igual que la de la mayoría de actividades económicas locales, aunque se reconoce la intención del Estado de soportarlo, tanto por su importancia social como para el sector externo. Dicho esto, en el primer trimestre del 2016 se aprecia una reducción en las exportaciones agropecuarias de 9.6% en dólares y 3.6% en volumen.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Agripac S.A. se dedica principalmente a la producción y/o comercialización de insumos para el sector agropecuario, y en menor medida para el cuidado animal doméstico. De acuerdo a la información de la Superintendencia de Compañías al 2015 a nivel nacional ocupa el puesto número 42 medido por el tamaño de sus activos y el 29 por su nivel de ventas (USD 282 millones al 2015). La empresa cuenta con más de 1100 colaboradores, y mantiene una red de 176 puntos de venta propios a nivel nacional.

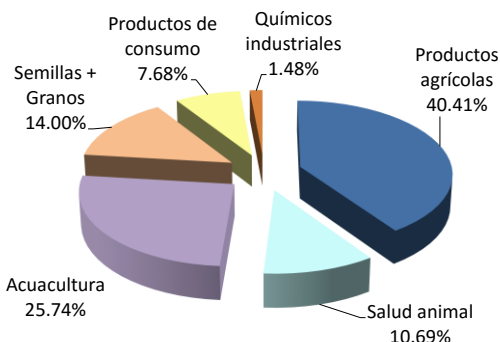
La compañía se fundó en Guayaquil en 1972 y desde 1993 empieza a expandirse con mayor fuerza a través de la apertura de puntos de venta propios repartidos a nivel nacional. Adicionalmente, entre los años 1997 y 2011 AGRIPAC S.A. adquirió varias empresas afines a su negocio como parte de su estrategia de expansión e integración hacia atrás, las mismas que fueron fusionadas por absorción posteriormente y forman parte de la infraestructura actual. Este es el caso de Industrial Semillas Continental C.A. (1998), Corporación Michener S.A. (2002), Bandurriacorp S.A (2007), Distribuidora Almagripac S.A (2007), Francovest S.A. (2007), Agrigrain (2008), Celtec (2008), y Laquinsa Andina(2012).

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.

² Trademap.org



Gráfico 2

Distribución de ventas por línea de negocio
(Año 2015)

La línea de negocio de mayor participación es la de productos agrícolas. Esta consiste en la mezcla y envasado de fertilizantes, insecticidas, herbicidas, fungicidas, y otros agroquímicos. De acuerdo a la información entregada por el emisor, en agroquímicos la empresa mantiene el liderazgo (16%), seguido de las empresas Expalsa (14%), Farmagro (13%) e Interocsa (10%). Con respecto a los fertilizantes Agripac ocupa el tercer lugar en fertilizantes (13%), superado por las empresas Fertisa (19%) y Brenntag (14%).

Las formulaciones químicas se realizan en la planta del emisor en Durán, que tiene una capacidad de 30,000 millones de litros al año. Los principios activos son importados.

En segundo lugar de importancia se encuentra la división de acuicultura, que se dedica a la producción de alimentos balanceados para camarón, para las diferentes etapas del desarrollo de estos animales. Este negocio ha mantenido en los últimos años un crecimiento importante y tiene un margen de rentabilidad interesante comparado con las otras divisiones de la empresa y que va en aumento. Agripac participa con el 20% del mercado, únicamente por debajo de Expalsa (24%). Las empresas Alimentosa y Nocovita le siguen con 15% y 14% de participación, respectivamente.

La empresa también se dedica a la importación y producción de semillas certificadas internacionalmente, especialmente para maíz, arroz y soya, y mantiene acuerdos con sus clientes para aceptar como una porción del pago la cosecha. El emisor utiliza parte de los granos como insumo y vende el sobrante con un margen reducido.

Con respecto a la salud animal, Agripac prepara y comercializa balanceados para pollo, ganado y cerdos. Este negocio presenta un margen más ajustado que las otras líneas de la empresa, y

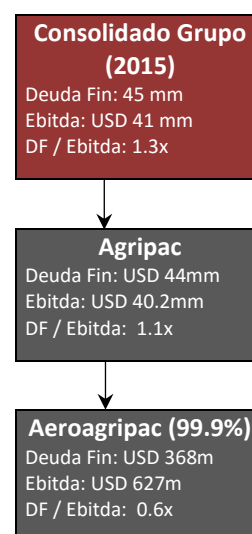
todavía el posicionamiento de mercado es reducido (sexto puesto con 7%). En este segmento, el líder es Pronaca, que actualmente mantiene una participación de 43%.

Por último, la división de consumo incorpora la línea de Salud Pública, enfocada en la venta de insecticidas de uso doméstico y raticidas de las marcas líderes Dragón y Klerat, respectivamente; y las de alimentación para gatos y perros, con las marcas Buen Can, Nutra Pro, Alcon Dog y Michu, desparasitantes y productos para control de pulgas y garrapatas. Esta división ha crecido fuertemente en los últimos años, lo cual se refleja en una mayor participación dentro de las ventas totales de la empresa. Si bien la empresa Pronaca mantiene la mayor participación dentro de la línea de alimento de mascotas (73%), la marca Michu mantiene el segundo puesto en el mercado de comida para gatos.

La empresa cuenta con tres plantas en la provincia del Guayas y una en Quevedo, 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, donde también se procesan estas dos materias primas y un centro de distribución en Amaguaña.

La comercialización de los productos de la marca se realizan principalmente a través de los puntos de venta propios (45%) y visitas de su fuerza de ventas a clientes de mayor tamaño (45%); aunque la línea de consumo requiere la utilización de distribuidores mayoristas y autoservicios.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



A la fecha de corte, Agripac consolida estados financieros únicamente con su subsidiaria



Aerogripac, empresa constituida en el año 2010, que brinda servicios de aerofumigación, mediante 3 avionetas Cessna y 2 avionetas de turbina.

Como se aprecia en cuadro anterior, Agripac genera el 98% de los resultados y mantiene casi toda la deuda financiera del grupo.

Si bien Aeroagripac casi no tiene pasivos financieros, sí mantiene una cuenta por pagar a la empresa Appleby Investment S.A, por la compra de acciones de Agripac. No se espera que este pasivo sea liquidado en el corto o el mediano plazo.

En el informe consolidado auditado del 2015 se indica que la Junta General de Accionistas de Aeroagripac S.A., aprobó la escisión parcial de su patrimonio, para constituir la empresa Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A., que será poseída por Agripac S.A. Los activos que serán transferidos a la nueva entidad al valor en libros, corresponden principalmente al 100% de las acciones de Agripac que mantiene el Grupo en tesorería por USD 8.4MM, así como el pasivo generado por dicha operación con una empresa relacionada. Actualmente se están realizando los trámites necesarios y registros ante la Superintendencia de Compañías.

Adicionalmente, en el siguiente cuadro se puede visualizar las inversiones en asociadas que el emisor y su subsidiaria mantienen. Las cuatro primeras no consolidan porque de acuerdo al auditor externo este no tiene control o inherencia administrativa sobre las decisiones claves tomadas, y la última se encuentra en causal de liquidación.

Entidad	Actividad principal	Participación
Storeocean S.A.	Operador portuario	50%
Raham Meristem del Ecuador Cia. Ltda.	Producción de meristemas de banano	50%
Mercaquímicos	Comercialización de agroquímicos	50%
Rodegran Rodeo Grande S.A.	Cría, reproducción y venta de ganado bovino	14%
Russagrif Russian Agriculture Fumigators	Aerofumigación en plantaciones	100%

Estas inversiones representan tan solo el 1.7% del activo total de Agripac consolidado, y el 2.9% si se consideran las cuentas por cobrar a estas empresas.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

El principal accionista de Agripac es el señor Colin Armstrong, quien mantiene una participación directa del 68.42% y por tanto el control de la empresa; el 31.5% corresponde a acciones en tesorería que mantiene Aerogripac, subsidiaria de propiedad total de Agripac.

El accionista mayoritario mantiene una participación activa dentro del negocio y

actualmente es el Presidente de la organización.

El soporte del accionista a la operación se refleja en una política de dividendos conservadora, que en los últimos tres años ha sido en promedio del 18.7% de los resultados de cada año y que da lugar a un índice de capitalización³ de 25%, que demuestra una relación 3:1 entre patrimonio y deuda financiera. Se esperaría que dicha política se mantenga a futuro.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y 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 en relación a la capacidad de pago del emisor.

El accionista mayoritario y Presidente comanda la definición de las directrices estratégicas de Agripac que se transmiten y supervisan a través de los Comités Gerenciales que se realizan mensualmente, con la Gerencia General y las Direcciones de gestión Comercial, Financiera, de Operaciones, de Recursos Humanos y de Compras.

La empresa espera crear hasta el cuarto trimestre de este año un Directorio, como parte de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, y se prevé que los accionistas reciban capacitación internacional en este sentido.

El Gerente General se encuentra en sus funciones desde mediados del 2012, aunque ha ejercido cargos gerenciales dentro del grupo por 11 años, y posee una preparación académica sólida para el cargo que desempeña.

Si bien la empresa no cuenta actualmente con un plan de sucesión formal, el hijo del accionista mayoritario, actualmente maneja la Dirección Comercial del Grupo.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2008 de gestión de calidad; y Certificación ISO 14001:2004, sobre Sistema de Gestión Ambiental.

Desde el año 2011 Agripac utiliza el sistema informático SAP, plataforma modular de prestigio internacional que la empresa utiliza para obtener información y controlar su producción, comercialización, finanzas, y recursos humanos.

³ Índice de capitalización = deuda financiera / (patrimonio + deuda financiera)



En este año la institución implementará la nueva versión de este aplicativo.

Agripac cuenta en nuestro criterio con información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

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 permitan tener una relación directa con el cliente final.
- Diversificación por línea de negocio y clientes, como estrategia de gestión de riesgo.
- Conseguir una mayor participación en las ventas de líneas exclusivas y productos de alto margen y diferenciación, en reemplazo de productos genéricos.
- Mantener un personal capacitado, a través de la aplicación del programa interno “La Escuelita”.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

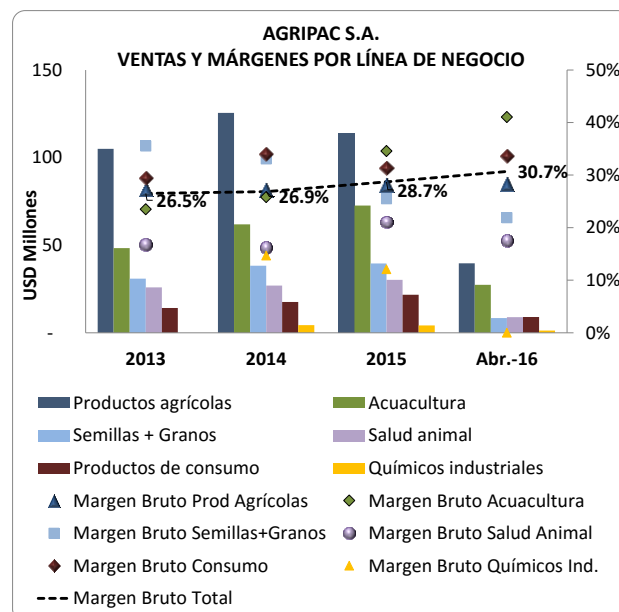
Este estudio se basa en los estados financieros individuales directos con corte al 30 de abril del 2016, presentados bajo NIIF; estados financieros individuales de los años, 2013, 2014, auditados por la firma Deloitte & Touche (D&T), y 2015 auditados por Pricewaterhouse Coopers; estados financieros consolidados del 2014, auditados por D&T, y 2015 auditados por Pricewaterhouse Coopers. En todos los casos los informes muestran una opinión favorable respecto a su presentación bajo NIIF.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones del Estado de Resultados para el período comprendido entre los años 2016 al 2018, 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.

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de Agripac y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores. En todos los gráficos presentados a lo largo del informe, a menos que se indique lo contrario, se han considerado cifras individuales de Agripac.

Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 3



Fuente: Agripac S.A.
Elaboración: BWR.

Las ventas de Agripac mantienen una adecuada diversificación por línea de negocio y presentan crecimientos en ventas de dos dígitos en los últimos años, con excepción del año 2015, cuando la economía y el sector se desaceleró; en el caso de Agripac en dicho año se redujeron las ventas de la división de insumos agrícolas (-9.12%), aunque las demás líneas mantuvieron crecimientos importantes. La línea en referencia se vio favorecida en años anteriores por el subsidio estatal de hasta 50% en semillas e insumos agrícolas que se vendían en kits, pero en 2015 y 2016 su aplicación se ha visto limitada por la menor liquidez del sector público.

Para abril del 2016 las ventas retroceden en 5.73% respecto al mismo período del año anterior, aunque el porcentaje está afectado por el cambio de estacionalidad proveniente de la menor venta de kits agrícolas, que concentraban la comercialización en un período, en contraste con el ciclo normal de compra según la etapa del cultivo. De acuerdo al emisor, este porcentaje se ha ido ajustando y a mayo la caída anual estaría por debajo del 4%.

Si bien la empresa mantiene como objetivo un crecimiento en ventas de 4.4%, bajo el entorno actual esta meta parece ambiciosa. Para este análisis se ha considerado un supuesto base de 0% de crecimiento. Cabe indicar que por su flexibilidad operativa y financiera y sus altos márgenes de operación, se estima que su capacidad de pago no se vería afectada significativamente por una contracción moderada



en su negocio.

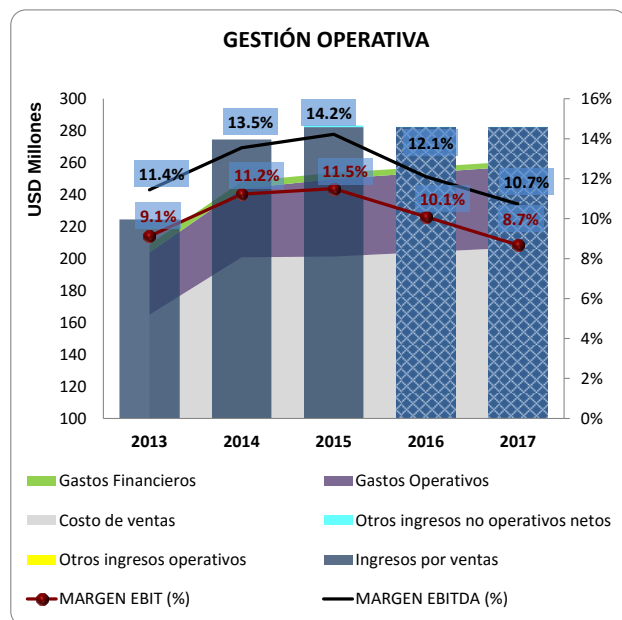
Actualmente el 97% de las ventas son locales, aunque Agripac se encuentra trabajando en expandir su mercado en la región.

El margen bruto ha mostrado una tendencia a mejorar, lo que se aprecia en la mayoría de líneas de negocio; adicionalmente las líneas con mejores resultados también han mostrado un mejor desempeño que ha incrementado su participación.

La mayoría de productos de las líneas de insumos agrícolas, acuicultura y salud químicos industriales es importada y su costo varía de acuerdo al precio internacional. De igual forma, alrededor del 40% de la materia prima de los balanceados producidos corresponde a pasta de soya y trigo importado.

Los precios de las materias primas y principales insumos han mostrado una tendencia a decrecer a partir del 2013, lo cual también beneficia al margen bruto, aunque su volatilidad también podría impactar la rentabilidad a futuro. Este riesgo se incorpora en el análisis reduciendo el margen bruto proyectado para los próximos años a niveles similares a los del 2013. La empresa se encuentra analizando las herramientas financieras que le permitirían a futuro gestionar mejor dicha volatilidad.

Gráfico 4



Fuente: Agripac S.A.

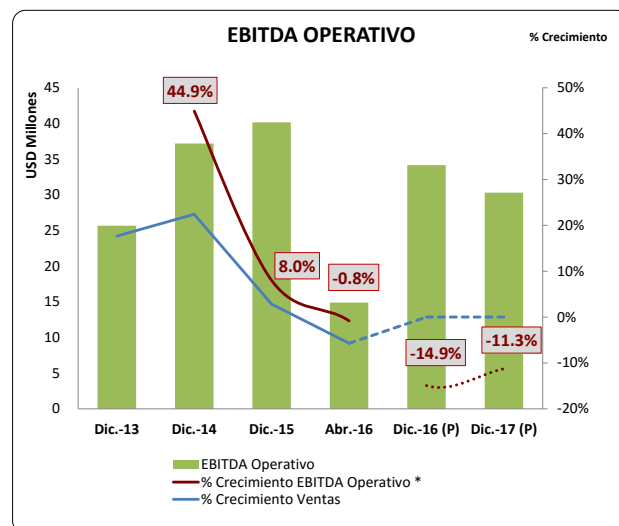
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El margen EBITDA ha mostrado la misma tendencia favorable que el margen bruto, y también se ha beneficiado de un gasto operativo controlado, que en el 2015 representó 17.2% de las ventas y que mantiene la misma tendencia en el primer cuatrimestre del 2016.

El tipo de operación de Agripac le permite

mantener flexibilidad operativa, debido a que se estima que alrededor del 80% de los costos y gastos son variables. Esto se refleja en la volatilidad del EBITDA, que a pesar de ser moderada, tiene un comportamiento similar a la de las ventas de la empresa, así como a las de su industria. La disminución proyectada en la generación operativa recoge el menor margen bruto utilizado y el menor dinamismo económico esperado.

Gráfico 5



Fuente: Estados Financieros de Agripac S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

*Variación de EBITDA a abril-2016 calculado contra abril-2015.

Aun bajo estas premisas Agripac estaría en capacidad de generar en 2016 y 2027 un EBITDA de al menos USD 34MM y USD 32MM, respectivamente (USD 40M en 2015).

El gasto financiero mantiene una tendencia a la baja que acompaña la reducción de la deuda financiera, comportamiento que se espera continúe en los próximos años. Por otro lado, la tasa efectiva de impuesto a la renta de los últimos tres años es alta (29.3%), debido al pago de glosas de años anteriores en 2015 y a la presencia de gastos no deducibles.

Por último, la rentabilidad neta sobre el activo se mantiene en niveles atractivos (ROA de 8.06% en 2015, 10.9% a abril-2016); se espera que en los próximos años la empresa mantenga indicadores positivos, aunque más ajustados, si se cumplen los supuestos utilizados en este informe.



Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Abr-16
Total Activo Corriente	70.0%	68.6%	68.0%	67.1%
Fondos Disponibles	2.7%	2.3%	2.4%	1.3%
Inversiones mediano plazo	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
CxC Comerciales	27.7%	28.7%	30.0%	34.1%
Inventarios Neto	30.7%	30.8%	29.3%	23.7%
Otras cuentas por cobrar	5.2%	4.2%	4.4%	5.5%
Gastos anticipados	3.0%	2.5%	1.8%	2.1%
Otros activos corrientes	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%
Total Activo No Corriente	30.0%	31.4%	32.0%	32.9%
Propiedad, planta y equipo	23.0%	24.6%	25.1%	26.5%
Activos biológicos	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
Propiedades de inversión	1.4%	1.3%	2.1%	2.2%
Equipo Avícola	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	3.2%	3.1%	2.6%	2.5%
Activos Intangibles y Diferidos	1.9%	1.3%	1.0%	1.2%
Otros activos	0.1%	0.8%	0.9%	0.1%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

PASIVOS

Cuenta	2013	Dic-14	Dic-15	Abr-16
Total Pasivo Corriente	53.2%	49.7%	43.0%	37.2%
Deuda Financiera CP	21.0%	14.2%	11.6%	10.3%
Deuda Comercial	28.8%	31.3%	27.3%	22.2%
Otros Pasivos CP	3.5%	4.2%	4.1%	4.7%
Total Pasivo LP	12.0%	9.1%	11.2%	11.7%
Deuda Financiera LP	8.9%	5.1%	7.0%	7.2%
Otros pasivos LP	3.1%	4.0%	4.2%	4.5%
PATRIMONIO	34.8%	41.3%	45.8%	51.1%

Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.
Elaboración: BWR

El activo de la empresa es en su mayor parte de naturaleza operativa y el 67% sería exigible en el corto plazo. Dentro del activo corriente, destacan las cuentas por cobrar comerciales y los inventarios, que mantienen índices de rotación consistentes con su operación. En el caso de las cuentas por cobrar, estas muestran mayor posibilidad de deterioro por el entorno económico actual y el riesgo inherente de la actividad agropecuaria. No obstante, la empresa tiene amplia experiencia de manejo de estas cuentas, mantiene una provisión de cuentas incobrables de acuerdo a sus propias estimaciones y mitiga este riesgo a través de garantías que cubren parte de la exposición.

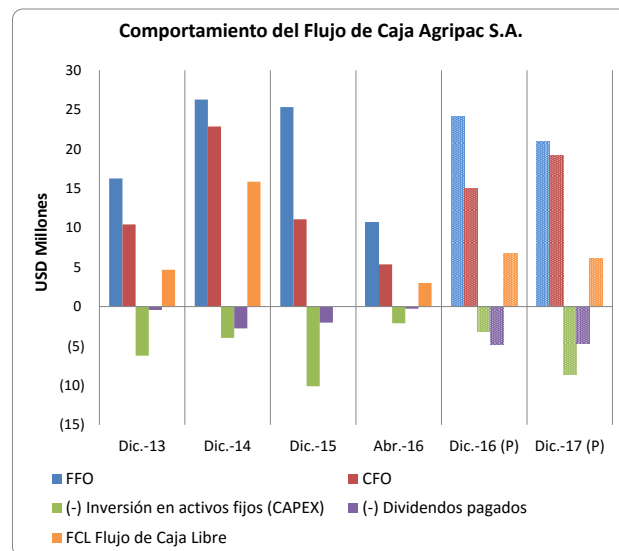
El activo no corriente está compuesto en su mayoría por los terrenos, edificios, plantas, centros de acopio y distribución que utiliza la empresa para su operación normal.

Con respecto a la estructura del financiamiento, el patrimonio cubre holgadamente todo el activo no corriente y parte del corriente, y el pasivo financiero únicamente financia el 17.5% de la operación.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa que ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión y reducir su deuda financiera a los niveles actuales.

Gráfico 6



Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El flujo de caja operativo (CFO) ha sido históricamente positivo. En los períodos analizados la empresa ha tenido que financiar un mayor capital de trabajo debido al importante crecimiento en ventas y en el 2015 a un incremento de cuentas por cobrar y reducción de pasivo con proveedores.

La política de cobro a clientes generalmente se adapta al ciclo de producción del cliente aunque históricamente se ha ubicado en los 90 días a finales del año. En 2015 esta relación se incrementa a 99 días por pagos pendientes del Gobierno por aproximadamente USD 8 millones, correspondientes al subsidio de los kits de insumos agrícolas vendidos en ese año, y que la empresa espera recuperar al menos parcialmente en este año.

Los clientes están expuestos a los riesgos propios de la industria agropecuaria, por lo que la morosidad puede variar en función de las condiciones climáticas, plagas, y demás factores de riesgo; frente a esto la empresa ha manejado una política flexible de refinanciamiento cuando justifica, que generalmente permite la recuperación en el tiempo de los valores. A la fecha de análisis, el 27.8% de la cartera comercial está vencida más de 180 días, o 18.4% sin considerar la deuda del Estado.



Considerando el entorno económico del país, el deterioro actual de la cartera y la tendencia observada, se ha supuesto para la proyección de los próximos años un incremento de esta relación hacia los 108 días.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 90 días de ventas, y en los últimos 4 años se ha ubicado en promedio en 125 días, sin que se esperen cambios significativos en esta relación a futuro.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales están entre 120 a 180 días para las importaciones y entre 30 y 60 días para las compras locales. Hasta el 2014 se manejaba un promedio de 123 días, pero en 2015 disminuye a 116 días, probablemente por una mayor participación de compras locales.

En función de las premisas utilizadas, esperamos que en los próximos años se requiera financiar un mayor capital de trabajo, y que dicho requerimiento sea cubierto holgadamente con la generación operativa.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 5.5mm anuales en el período 2012-2015, principalmente para la mejora de la capacidad instalada de sus plantas, almacenamiento, y en menor grado para la renovación de su flota de vehículos. En los tres últimos años el CFO ha cubierto en promedio en 2.8 veces estos requerimientos.

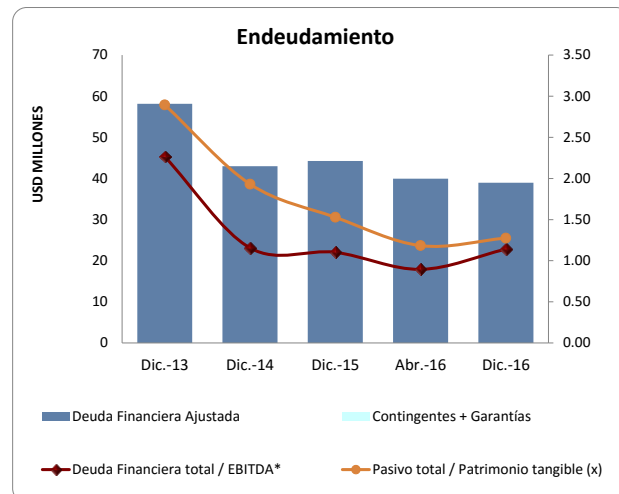
En el 2015 la empresa realizó una inversión de USD 4.3 millones en una de sus plantas, orientada principalmente a adquirir la capacidad de producir balanceado para su línea de acuicultura, que hasta el momento contratan externamente. En 2016 se espera una inversión adicional de USD 2.6 millones, para completar el proyecto antes nombrado y ampliar la capacidad de la línea de alimento de mascotas.

Si bien para los próximos años aún no se encuentran definidos proyectos de montos elevados, en función del comportamiento histórico de la empresa, y el importante flujo que generan, esperamos que esta continúe realizando inversiones importantes a futuro.

Agripac 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

7.5% y 21.4% de los resultados del ejercicio, y esperamos que se mantenga en esos niveles a futuro, lo cual permitirá que la empresa continúe generando flujos de caja libre positivos.

Gráfico 7



* Indicador de abril-2016 calculado con EBITDA anualizado

Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se aprecia en el gráfico anterior la deuda financiera de Agripac muestra una tendencia a decrecer que se espera se mantenga; la expectativa de la empresa es que la misma se ubique en los próximos años cerca de los USD 30 millones.

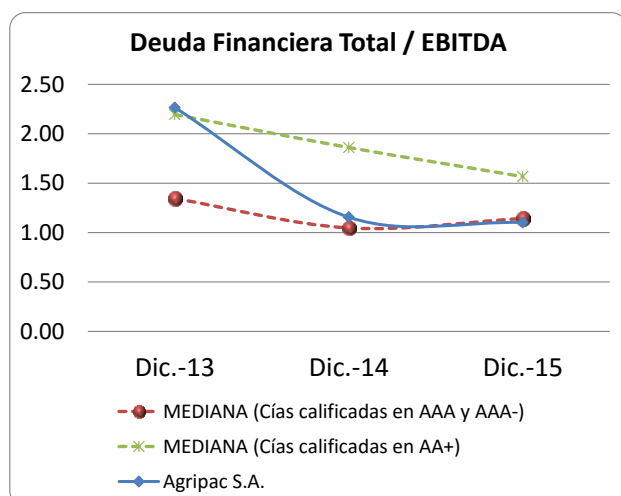
El endeudamiento en relación al EBITDA es conservador y se espera que se ubique en niveles cercanos a 1, inclusive bajo escenarios conservadores de generación, lo cual refleja una amplia flexibilidad financiera del emisor, consistente con la calificación asignada, y que le permite mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

Lo dicho se refleja también en la alta cobertura del gasto financiero con el EBITDA, que supera las 10 veces en 2015, y bajo nuestras proyecciones se mantendría al menos en niveles similares en los próximos años.

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.



Gráfico 8



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR

Fuente: Estados Financieros Agripac S.A. y BWR.

Elaboración: BWR.

Agripac mantiene una deuda financiera diversificada por acreedor y fuente: el 49.3% de la misma proviene de distintos instrumentos del mercado de valores y el 50.4% proviene principalmente de préstamos bancarios de varias instituciones financieras privadas, una institución pública y un crédito de largo plazo de un organismo multilateral.

Deuda Financiera: vencimientos

AGRIPAC S.A.

Corte: Abril 2016	Miles USD	%
Plazo vencimiento		
2016	18,202	45.6%
2017	10,065	25.2%
2018	4,784	12.0%
Más de 2018	6,908	17.3%
Deuda Financiera total	39,959	100.0%

La empresa mantiene actualmente un 40% de su deuda en plazos superiores a un año, estructura que se considera una fortaleza en un entorno local de menor liquidez.

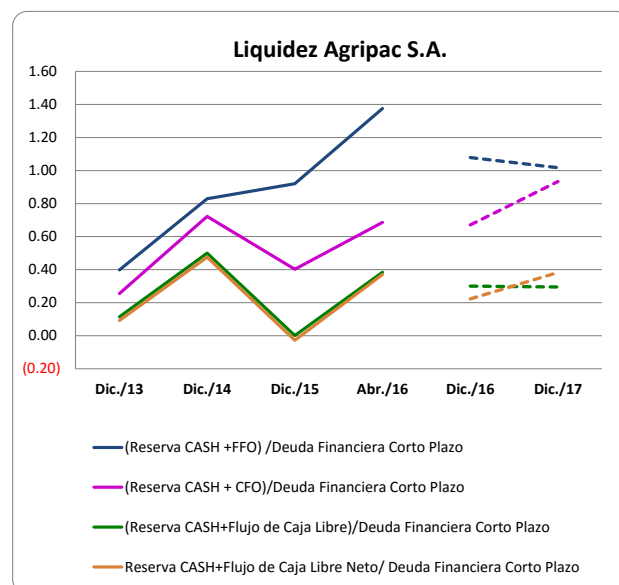
Capacidad de Pago y Liquidez

Agripac ha sido generador de flujos de caja libre positivos en todos los años analizados, que le han permitido reducir su nivel de endeudamiento a los niveles actuales.

En noviembre-2015 la empresa acordó con un organismo multilateral la contratación de un

préstamo de USD 5 millones, con un plazo máximo de seis años desde el primer desembolso y una tasa de interés competitiva que se desembolsaría en dos partes en el segundo semestre del 2016. Este préstamo cubriría en su totalidad la amortización de la deuda financiera de este año, por lo cual la empresa no tendría riesgo de refinanciamiento.

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones sensibilizadas por BWR.

Para los próximos años se espera que la empresa continúe generando una liquidez suficiente para cubrir sus inversiones en CAPEX y parte de su deuda de corto plazo. En este caso, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por el alto perfil crediticio de la empresa, el acceso a múltiples fuentes de financiamiento, y la posibilidad de postergar sus planes de inversión, al no ser indispensables para la continuidad del negocio en el corto plazo.

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

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



AGRIPAC S.A.

Fecha de corte	Abr-16
Activo Líquido (USD M)	4,041
Activo Ajustado (USD M)	206,085
Activo Total (USD M)	228,635

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	19,441	19,441	0.21	10.60
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	20,142	39,583	0.10	5.21
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	72,119	111,701	0.04	1.84
TOTAL		111,701	111,701	0.04	1.84

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

Fuente: Estados Financieros de Agripac S.A.

Elaboración: BWR.

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. Conforme a la certificación entregada por el Emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general y su relación con las emisiones en circulación, se indica que el Emisor está cumpliendo con los requisitos de Ley.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 67% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 33% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

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

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

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 exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

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

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

Adicionalmente, en el caso de la emisión de obligaciones, el emisor se compromete a constituir un fideicomiso de administración de flujos mientras esté vigente la emisión de obligaciones, como mecanismo de fortalecimiento de la emisión, el mismo que se encuentra vigente.

MECANISMO DE FORTALECIMIENTO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

El 18 de diciembre de 2014 se constituyó el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Fortalecimiento - Tercera Emisión de Obligaciones Agripac S.A.", el cual es administrado por la Fiduciaria MMG Trust Ecuador S.A.

A dicho fideicomiso se ha transferido el derecho de cobro que se genera a favor de Agripac por las ventas de varios productos al contado (monedas, billetes, cheques, transferencias y pagos en tarjetas de crédito efectivizados en un plazo de hasta 30 días) a 15 establecimientos seleccionados.

El objeto del fideicomiso es garantizar el pago completo y oportuno a los inversionistas de la emisión de obligaciones que se analiza en este estudio, en caso que los flujos propios generados por Agripac presentaren una afectación por eventos externos a la empresa. Con los flujos recaudados se acumula trimestralmente los recursos necesarios para cancelar los dividendos de la emisión de obligaciones.



Agripac es el agente de recaudo del derecho de cobro, y debe entregar al Fideicomiso semanalmente, a través de una transferencia bancaria, lo recaudado la semana inmediata anterior.

Puesto que los flujos son propios de la operación de Agripac que forman parte de sus estados financieros, y la misma empresa es la responsable de entregar los flujos al Fideicomiso, consideramos que la capacidad de pago de este instrumento está vinculada directamente al riesgo de crédito de la empresa, por lo que la existencia de este mecanismo de fortalecimiento no incrementa la calificación de riesgo de la emisión de obligaciones calificada.

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

A la fecha de corte Agripac mantiene en el mercado de valores el programa de papel comercial y la emisión de obligaciones que se analizan en este estudio, además de la Tercera Titularización de Flujos Agripac, que mantiene una calificación de 'AAA' otorgada por la calificadora Class en diciembre-2015.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

AGRIPAC S.A. INDIVIDUAL

(Miles de USD)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Abr-16
Resumen de Resultados				
Ventas	224,282	274,553	282,289	94,581
% crecimiento	17.7%	22.4%	2.8%	-5.7%
MARGEN BRUTO (%)	26.5%	26.9%	28.7%	30.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,664	37,186	40,151	14,885
MARGEN EBITDA (%)	11.4%	13.5%	14.2%	15.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,664	37,186	40,151	14,885
MARGEN EBITDAR (%)	11.4%	13.5%	14.2%	15.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	20,448	30,830	32,468	12,569
MARGEN EBIT (%)	9.1%	11.2%	11.5%	13.3%
Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-3,885	-1,136
Impuestos a la renta	-4,245	-6,462	-10,934	-3,003
UTILIDAD NETA	13,468	18,714	18,565	8,449
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	5,236	5,159	5,664	4,041
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	0	0	0	0
Líneas de crédito comprometidas disponibles				0
Principales Cuentas del Capital de Trabajo				
Cuentas por Cobrar Comerciales	53,894	64,132	71,349	78,073
Inventarios	60,507	69,541	70,207	54,907
Cuentas por Pagar Proveedores	56,028	69,819	64,806	50,750
Deuda Financiera Total	58,140	42,981	44,253	39,959
Otros Pasivos	12,806	18,294	19,652	20,993
Patrimonio	67,646	92,047	108,759	116,933
Patrimonio Tangible	43,865	67,863	84,237	94,384
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	25,664	37,186	40,151	14,885
(-) Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-3,885	-1,136
(-) Impuesto a la renta del período	-4,245	-6,462	-10,934	-3,003
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	16,273	26,278	25,331	10,746
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,832	-3,405	-14,248	-5,380
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	10,441	22,873	11,083	5,365
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	1,039	20
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	902	-473	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	183	-29	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-434	-2,758	-2,033	-275
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6,225	-3,972	-10,105	-2,104
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	77	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	4,684	15,853	33	3,007
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.1%	5.8%	0.0%	3.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-451	-15,159	1,273	-4,295
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-787	-772	-1,417	-334
OTRAS INVERSIONES NETO	-129	0	617	-1
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	3,317	-78	506	-1,623
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,919	5,236	5,159	5,664
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.16	6.91	7.52	10.46
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.99	8.36	10.33	13.10
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.99	8.36	10.33	13.10
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	0.89	4.29	1.84	3.06
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	-0.01	0.42	-0.16	0.28
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.68	5.76	1.10	2.55
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.27	1.16	1.10	0.89
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.06	1.02	0.96	0.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	46%	32%	29%	25%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.40	0.83	0.92	1.38
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	0.72	0.40	0.69
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.11	0.50	0.00	0.38
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.09	0.48	(0.03)	0.37
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.09	0.48	(0.03)	0.37
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.11	0.50	0.00	0.38



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 de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.