

Ecuador
Papel Comercial y
Emisión de Obligaciones

AGRIPAC S.A.

Calificación

Emisiones	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase A	N/R	AAA-	--
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase B	N/R	AAA-	--
3er Programa Papel Comercial	N/R	AAA	--

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

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

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

* Esta es la primera calificación que realiza BWR sobre esta emisión

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

AGRIPAC S.A. (USD Millones)	dic-2016	mar-2017
Activos	230.5	235.6
Ventas	257.9	83.8
Margen EBITDA (%)	14.12%	15.69%
ROA (%) *	7.28%	15.70%
Deuda / capitalización (%)	19.61%	17.21%
CFO/ Deuda financiera cp*	339.6%	400.6%
Reserva Cash + FCL / Deuda Fin CP*	310.9%	397.6%
Deuda Financiera Total/ FFO (x)*	1.10	0.73

(x) Indicador en número de veces

*Anualizado a marzo-2017

Contactos:

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

Andrés Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

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

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

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

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

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

Agripac mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y un respaldo patrimonial importante gracias a una política de pago de dividendos conservadora. La institución tiene además una estructura de fondeo diversificada, que proviene de entidades locales y del exterior, así como del mercado de valores. 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, por lo cual no se aprecian riesgos de refinanciamiento en el corto plazo. Adicionalmente, mantiene una estructura de plazos de su pasivo financiero que reduce los requerimientos de flujos para su repago.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

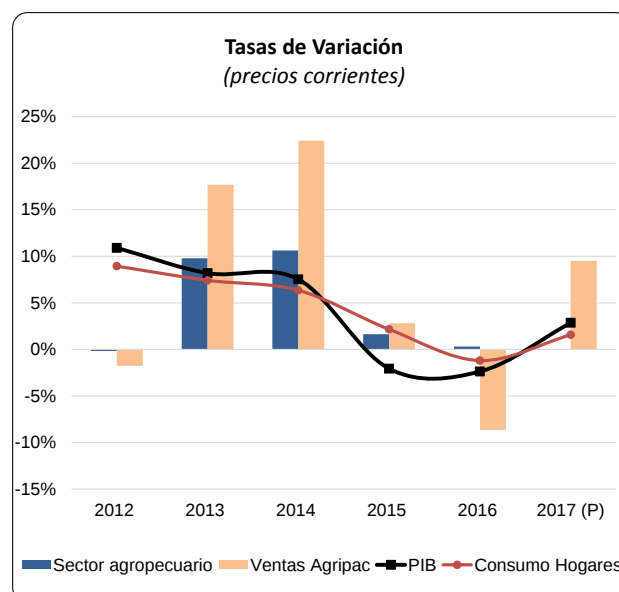
Tercera Emisión de Obligaciones		
Número de seguimiento calificación:	Segundo Seguimiento	
Emisor:	Agripac S.A.	
Clases	A	B
Monto Total Emisión:	7.5 millones	7.5 millones
Fecha Aprobación SIC:	04-may-15	
Número de Resolución:	SCV-INMV-DNAR-15-0001261	
Saldo Insoluto	USD 6.38 millones	USD 4.88 millones
Fecha de emisión:	10-jun-15	03-mar-15
Fecha Vencimiento:	10-sep-21	03-jun-19
Plazo:	2160 días	1440 días
Tasa de interés:	8.5% anual	8% anual
Pago de intereses	Trimestral	Trimestral
Amortización:	Trimestral	Trimestral
Garantía:	General	
Destino de la Emisión:	70% sustitución de deuda bancaria; 30% compra de inventario	
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.	
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.	
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados	

Tercer Programa Papel Comercial	
Número de seguimiento calificación:	Primer Seguimiento
Monto Programa	USD 6.00 millones
No. Resolución SIC	SCVS.INMV.DNAR.160006470
Fecha Aprobación SIC	28-dic-16
Plazo	720 días
Fecha de Vencimiento	18-dic-18
Monto en Circulación	0
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.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El sector agropecuario 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.

Gráfico 1



*Sector agropecuario incluye: Agricultura, ganadería, caza, silvicultura; agricultura, pesca de camarón y pesca (excepto de camarón)
Fuente: Banco Central del Ecuador, Agripac S.A.
Elaboración: BWR

Este sector representa el 9.6% del PIB en términos corrientes del 2016.

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 subsidio de semillas e insumos, financiamiento y acceso a mercados, a través de acuerdos con los proveedores y compradores locales 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 los últimos años un comportamiento similar al del PIB global, salvo en periodos 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 2016 el 14.2% de las importaciones de materia prima y el 0.7% de los bienes de capital. En dicho año estas crecieron en 4.6% mientras que las de bienes de capital se redujeron en 19.2%. Estos porcentajes se ven influidos por la política de sustitución de importaciones y el apoyo a la producción local impulsada por el Gobierno.

Entre los planes del gobierno para 2017 está el concentrarse en una de las potencialidades económicas que posee el país, como es la

agroindustria enfocada en las exportaciones.¹

Por otro lado, el Estado, a través del banco Público BanEcuador, que reemplazó en esta función al Banco Nacional de Fomento, continúa otorgando créditos a pequeños agricultores.

La capacidad del Gobierno de seguir soportando al sector de forma directa puede verse mermada en función de la disponibilidad de financiamiento externo, la recaudación fiscal y la evolución del precio del petróleo.

En los últimos años, las exportaciones no petroleras de productos tradicionales, entre los que se incluyen el banano, camarón, cacao, pescados, etc., no han presentado crecimientos sostenidos importantes, sin embargo si se analiza el comportamiento de enero a marzo (2016-2017) las exportaciones en toneladas y en dólares han crecido en un 13.2% y 16.1% respectivamente.

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. A finales del 2016 el Gobierno volvió a impulsar con subsidios los kits agrícolas los cuales han mejorado el panorama actual de la agroindustria. La evolución de estos subsidios y la perspectiva del sector agrícola y las industrias que dependen del mismo es incierta, 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.

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.

En cuanto a la economía ecuatoriana y según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo

préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país.

Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana tendría una contracción mayor al 2% en el 2016, y que, a partir del 2019, podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcanzará un crecimiento del 1.5%. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.3%. Por su parte, el BCE espera que la economía alcance en el 2017 un crecimiento del 1.4%.

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. La empresa cuenta con más de 1150 colaboradores, y mantiene una red de más de 176 puntos de venta propios a nivel nacional.

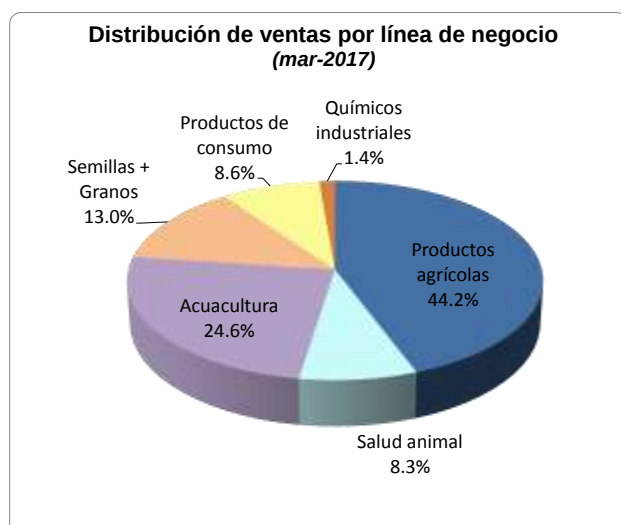
La compañía se fundó en Guayaquil en 1972 y desde 1993 empieza a expandirse con mayor fuerza a través de la apertura de puntos de venta propios repartidos a nivel nacional. Adicionalmente, entre los años 1997 y 2011 AGRIPAC S.A. adquirió varias empresas afines a su negocio como parte de su estrategia 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.

¹

<http://www.eltiempo.com.ec/noticias/ecuador/4/412611/ecuador-espera-una-inversion-de-13-600-millones-de-dolares-hasta-el-2025>

Gráfico 2



La línea de mayor participación dentro de sus ventas totales 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 con aproximadamente un 16%, seguido de las empresas Ecuquímica, Farmagro e Interocsa. Con respecto a los fertilizantes Agripac ocupa el tercer lugar, superado por las empresas Fertisa y Brenntag.

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 aunque en los primeros meses del año se han tenido que hacer ajustes por precios de materia prima que han ocasionado una pequeña reducción del margen. Además tanto en febrero como en marzo-2017 ha existido una ligera reducción en la demanda. Agripac se encuentra dentro de las líderes en esta línea.

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

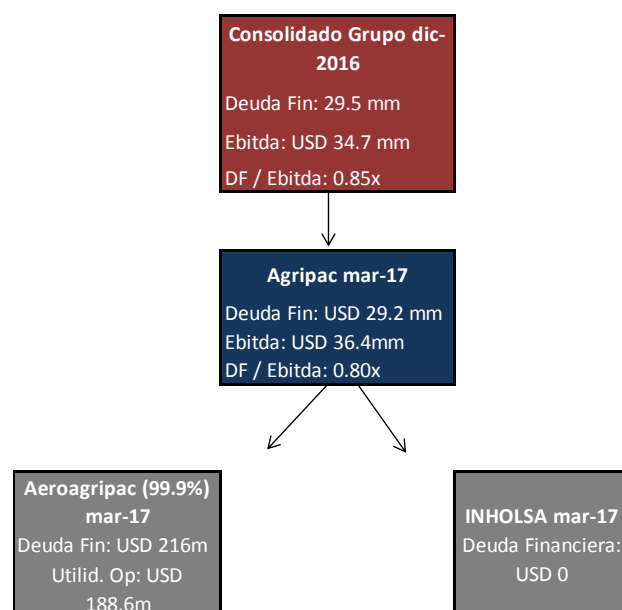
comercializa balanceados para pollo, ganado y cerdos. Este negocio presenta un margen más ajustado que las otras líneas de la empresa, y todavía el posicionamiento de mercado es reducido. En este segmento, el líder es Pronaca, que actualmente mantiene una participación cercana al 40%.

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.

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 Amagaña.

La comercialización de los productos de la marca se realizan principalmente a través de los puntos de venta propios (45%), visitas de su fuerza de ventas a clientes de mayor tamaño (45%) y un 10% mediante distribuidores.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



A la fecha de corte, Agripac consolida estados financieros con sus subsidiarias Aeroagripac e

Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.

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

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

Como se aprecia en cuadro anterior, en 2016 Agripac generó el 98% de los resultados y mantuvo casi toda la deuda financiera del grupo. INHOLSA no mantiene deuda financiera y sus únicos ingresos constituyen las ganancias por su participación en Aerogripac S.A.

Adicionalmente, en el siguiente cuadro se puede visualizar las inversiones que Agripac posee en otras empresas. Las otras tres entidades donde el emisor mantiene el 50% de participación accionarial no consolidan porque de acuerdo al auditor externo este no tiene control o inherencia administrativa sobre las decisiones claves tomadas.

Nombre o Razón Social de la compañía en la que posee acciones o participaciones	
Storeocean S.A.	50%
Raham Meristem del Ecuador Cia. Ltda.	50%
Mercaquímicos	50%
Rodegran Rodeo Grande S.A.	14%
Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.	99.9%
AEROGRIPAC S.A.	99.9%

Estas inversiones representan en su conjunto tan solo el 2.6% del activo total de Agripac.

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 Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A. y por último, con una participación pequeña, se encuentra la esposa del accionista mayoritario. Este 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 16.3% de los resultados de cada año y que da lugar a un índice de capitalización² de 17.2%, que demuestra una relación aproximada de 5:1 entre patrimonio y deuda financiera. Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares 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 se encuentra trabajando en la creación de un Directorio, como parte de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo. Se espera que el Directorio quede implementado en este año.

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.

Algo importante es que en este año la empresa ya aprobó oficialmente un protocolo familiar y plan de sucesión formal.

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. En 2016 la institución implementó la nueva versión de este aplicativo.

² Índice de capitalización = deuda financiera / (patrimonio + deuda financiera)

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:

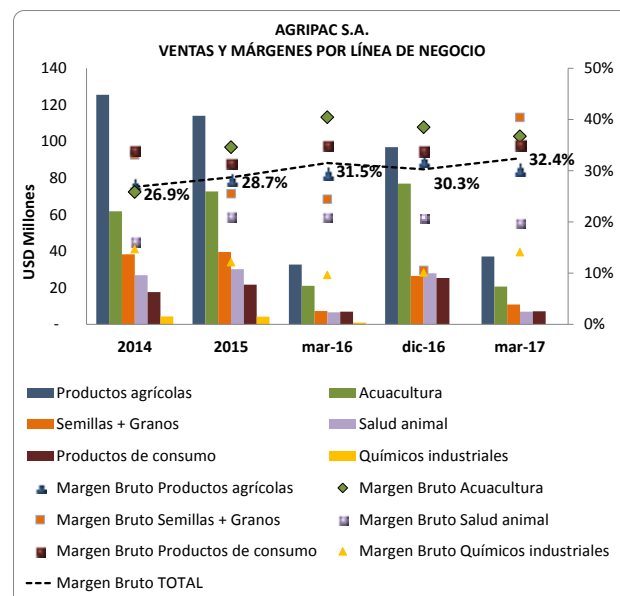
Este estudio se basa en los estados financieros individuales directos con corte al 31 de marzo del 2017, presentados bajo NIIF; estados financieros individuales de los años, 2013, 2014, auditados por la firma Deloitte & Touche (D&T), y 2015-2016 auditados por Pricewaterhouse Coopers (PWC); estados financieros consolidados del 2014, auditados por D&T, y 2015-2016 auditados por PWC. 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 año 2017, 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 presentaron crecimientos en ventas de dos dígitos hasta el 2014; desde el 2015 se aprecian los efectos del menor dinamismo de la economía ecuatoriana e inclusive en el 2016 las ventas de Agripac presentaron un decrecimiento de -8.6%. No obstante a la fecha de corte (marzo-2017) se aprecia nuevamente un aumento del total de ventas en 11.1%

El crecimiento en ventas ha sido posible en primer lugar por mejores condiciones climáticas a las presentadas el año pasado. En el 2016 las cosechas se vieron afectadas con una plaga que se considera actualmente resuelta. Además para este año el MAGAP volvió a lanzar los kits agrícolas subsidiados por el Gobierno, los cuales iniciaron en el mes de diciembre 2016.

En cuanto a las líneas de negocio en el primer trimestre de 2017 todas han mantenido crecimientos con excepción de la línea de acuicultura (decrecimiento de 2%). Esta última se ha visto ligeramente afectada en los primeros meses del año sin embargo se espera una mayor demanda y un crecimiento hacia fines del año.

Tomando en cuenta lo anterior se prevé que para finales del 2017 exista un crecimiento de alrededor de 9.5%, y se alcance un nivel de ingresos totales cercano al del 2015.

En la actualidad aproximadamente el 98% de las ventas son locales, aunque Agripac se encuentra trabajando en expandir su mercado en la región.

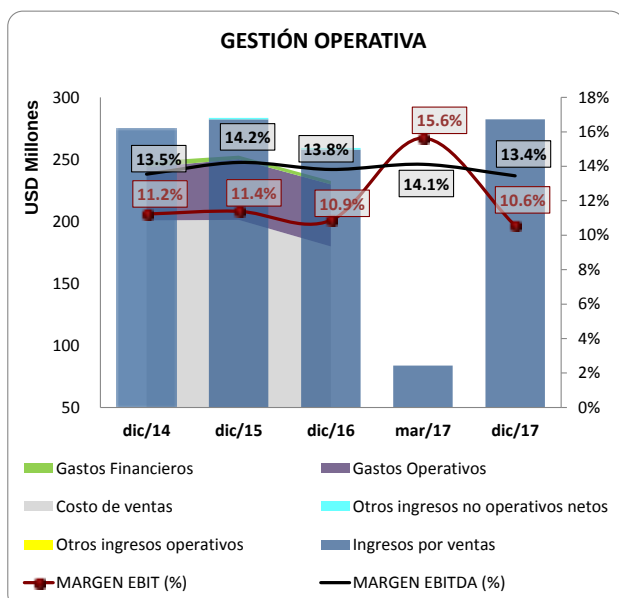
El margen bruto ha mostrado una tendencia a

mejorar, lo que se aprecia en la mayoría de líneas de negocio (32.4% mar-17 vs 31.1% mar-16).

Si bien el margen de la línea de acuicultura venía mejorando en los últimos años este se contrajo levemente a marzo-2017 tomando en cuenta ciertos ajustes por los precios de la materia prima. Por su lado, el margen de la principal línea de negocio de la empresa (Productos Agrícolas) ha mejorado en el último año considerando incrementos en precios graduales por la subida de algunos insumos. Con el aumento del volumen presentado, se ha logrado un aumento de margen al mantenerse costos como los precios en el ensacado de los fertilizantes.

Pese la mejora del margen en el primer trimestre del año se espera una ligera reducción hacia finales del 2017 debido a un mayor crecimiento de líneas con márgenes menores.

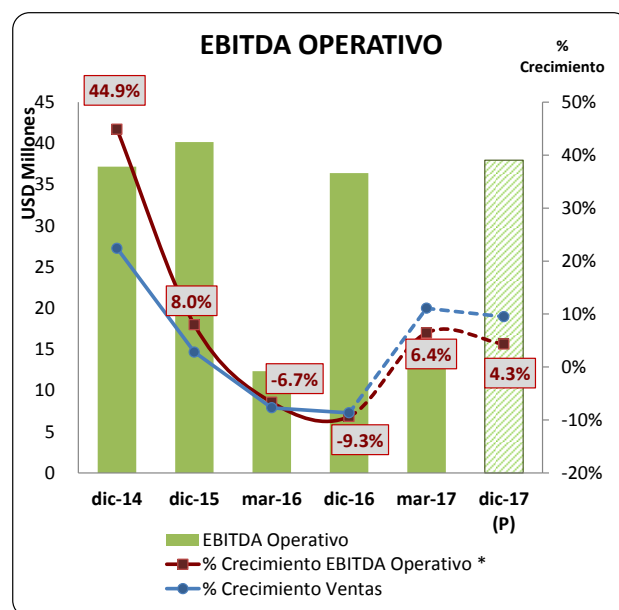
Gráfico 4



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

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. El peso del egreso operativo sobre el total de ventas ha disminuido en el primer trimestre del año, gracias al crecimiento del negocio.

Gráfico 5

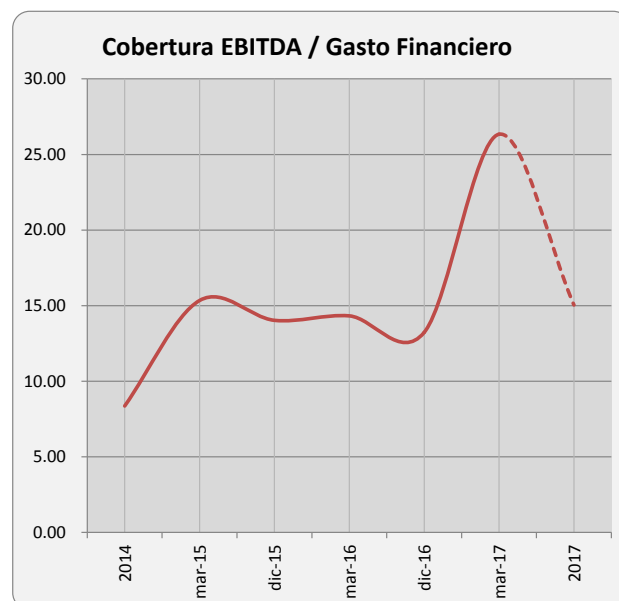


Fuente: Estados Financieros de Agripac S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.
*Variación de EBITDA a marzo-2017 calculado contra marzo-2016.

El crecimiento proyectado del EBITDA obedece al aumento en los ingresos (9.5% proyectado) hacia fines de año, sin embargo al mismo tiempo incorpora el menor margen bruto esperado.

Bajo estas premisas Agripac estaría en capacidad de generar en 2017 un EBITDA de USD 38 MM frente a los USD 36.4 MM del 2016 (USD 40M en 2015).

Gráfico 6



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

El EBITDA en los últimos años ha cubierto holgadamente al gasto financiero (12 veces en promedio), hecho que refleja una importante flexibilidad financiera. A marzo-2017 la empresa cubre este egreso en 26.3 veces, duplicando

prácticamente sus niveles históricos. Esto fue posible gracias a la mayor generación del último año que también le permitió reducir la deuda financiera en USD 13.0 MM o en 33%.

Para finales de este año y debido a la reducción de la deuda esperada y la mayor generación, esperamos que la empresa pueda cubrir con el EBITDA 15 veces el gasto financiero como se puede apreciar en el gráfico 5.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17
Total Activo Corriente	68.6%	68.0%	66.2%	66.5%
Fondos Disponibles	2.3%	2.4%	6.0%	6.6%
Inversiones mediano plazo	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%
CxC Comerciales	28.7%	30.0%	26.9%	32.1%
Inventarios Neto	30.8%	29.3%	27.7%	19.8%
Otras cuentas por cobrar	4.2%	4.4%	4.1%	4.7%
Gastos anticipados	2.5%	1.8%	1.0%	2.9%
Otros activos corrientes	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Total Activo No Corriente	31.4%	32.0%	33.8%	33.5%
Propiedad, planta y equipo	24.6%	25.1%	27.1%	27.3%
Activos biológicos	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
Propiedades de inversión	1.4%	2.2%	2.3%	2.2%
Equipo Avícola	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	3.1%	2.6%	2.7%	2.4%
Activos Intangibles y Diferidos	1.3%	1.0%	0.9%	1.1%
Otros activos	0.8%	0.8%	0.4%	0.1%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

PASIVOS

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17
Total Pasivo Corriente	49.7%	43.0%	33.9%	32.7%
Deuda Financiera CP	14.2%	11.6%	4.3%	3.5%
Deuda Comercial	31.3%	27.3%	24.7%	21.5%
Otros Pasivos CP	4.2%	4.1%	4.9%	7.7%
Total Pasivo LP	9.1%	11.7%	14.2%	13.5%
Deuda Financiera LP	5.1%	7.0%	8.4%	7.7%
Otros pasivos LP	4.0%	4.6%	5.8%	5.8%
PATRIMONIO	41.3%	45.3%	51.9%	53.8%

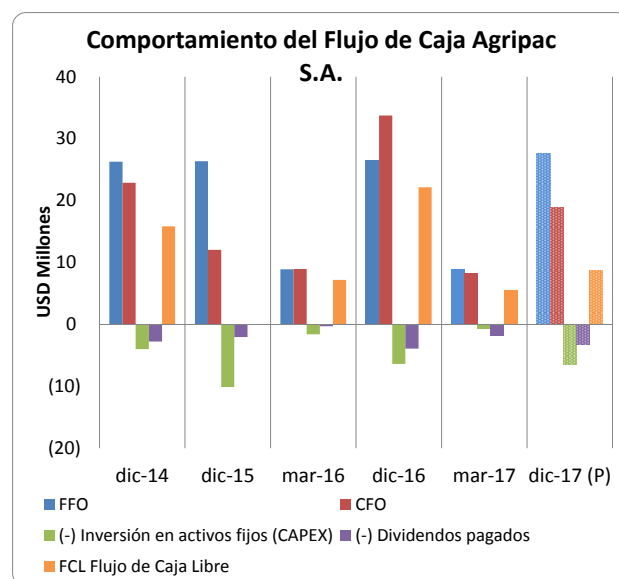
Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.
Elaboración: BWR

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.

El flujo de caja operativo (CFO) ha sido históricamente positivo y holgado para cubrir los proyectos de inversión de la empresa. A diferencia del año 2015, en 2016 la empresa tuvo una liberación importante de capital de trabajo que obedece a la reducción en ventas que hubo en ese año y por consiguiente una disminución en el saldo de inventarios y cuentas por cobrar.

Gráfico 7



Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

La política de cobro a clientes generalmente se adapta al ciclo de producción del cliente aunque históricamente se ha ubicado cerca de los 95 días a finales del 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 climatológicas, 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.

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 128 días. No obstante vemos que los días de inventarios se reducen de manera importante a marzo-2017 debido a un esfuerzo por parte de la división de compras en conjunto con la gerencia de operaciones de mantener un menor nivel de inventario para la gestión de la empresa. Es por esto que proyectamos que los días de inventario para finales del 2017 sean cercanos a 110.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales están entre 120 a 180 días para las importaciones y entre 30 y 60 días para las compras locales. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio en 95 días aproximadamente.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 6.7mm anuales en el período 2013-2016, 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 cuatro últimos años el CFO ha cubierto en promedio en 3.5 veces estos requerimientos.

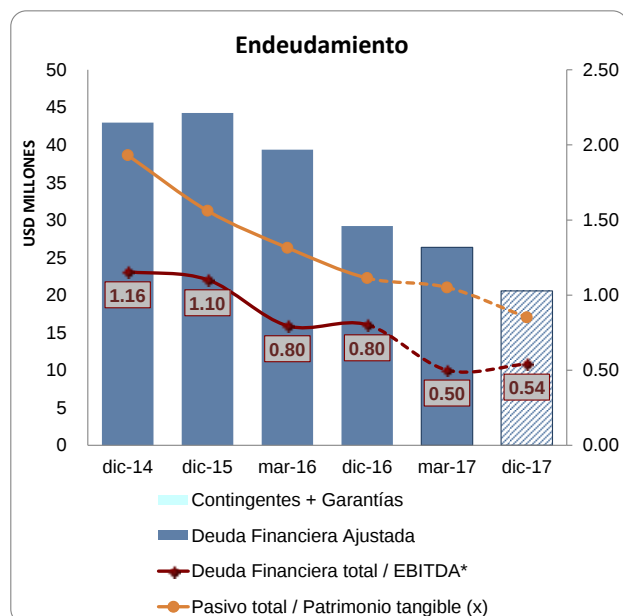
Tanto en el 2015 como en el 2016 la empresa realizó una inversión por aproximadamente USD 5 MM en una de sus plantas, orientada principalmente a adquirir la capacidad de producir balanceado para su línea de acuicultura. En 2016 se realizaron otras inversiones menores incluyendo la ampliación de la capacidad de la línea de mascotas.

Se espera que para finales de este año se invierta un monto cercano a los USD 6 MM relacionado principalmente a ampliaciones que la compañía tiene previstas.

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 tangible³ 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 mantengan en esos niveles a futuro, lo cual permitirá que la empresa continúe generando flujos de caja libre positivos.

Gráfico 8



* Indicador de abril-2016 calculado con EBITDA anualizado

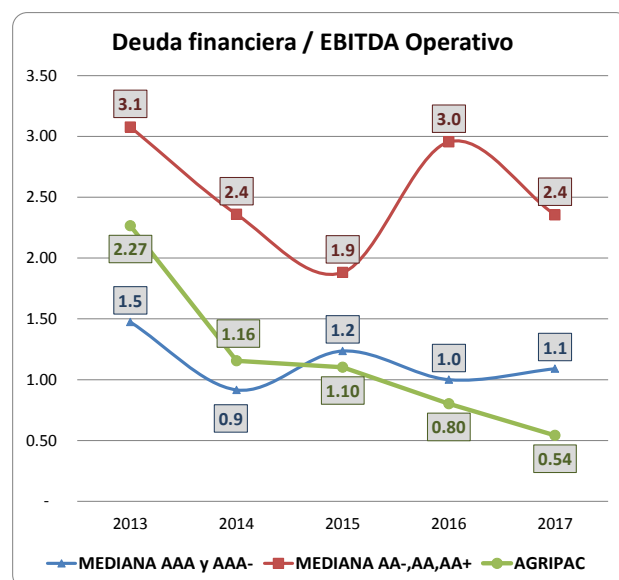
³ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.

Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se aprecia en el gráfico precedente, la deuda financiera de Agripac muestra una tendencia a decrecer que se espera se mantenga; nuestra expectativa es que la misma se ubique cerca de los USD 20MM para finales de este año.

El endeudamiento en relación al EBITDA es conservador y se espera que se ubique en niveles inferiores a 0.6 veces, 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. Agripac se compara favorablemente con empresas con calificaciones similares como se puede apreciar en el gráfico siguiente.

Gráfico 9



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AA+ 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 49.0% de la misma proviene de distintos instrumentos del mercado de valores y el 51% proviene principalmente de préstamos bancarios de varias instituciones financieras privadas, una institución pública y un crédito de largo plazo de un organismo multilateral.

La empresa mantiene actualmente un 79% de su deuda en plazos superiores a un año, estructura que se considera una fortaleza en un entorno local con incertidumbre.

Capacidad de Pago y Liquidez

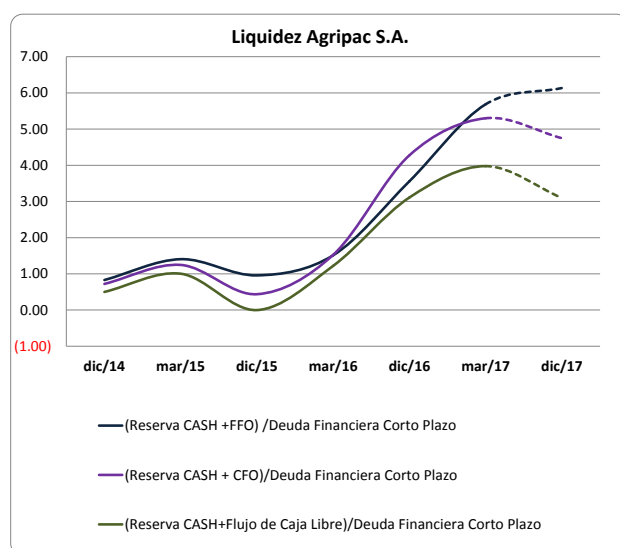
Agripac ha sido generadora de flujos de caja libre positivos en todos los años analizados, que le han permitido reducir su nivel de endeudamiento a los niveles actuales. La única excepción fue en el 2015,

periodo en el cual existieron requerimientos extraordinarios de capital de trabajo e inversiones en CAPEX por USD 10.1MM.

En 2016 Agripac recibió un préstamo de USD 5 millones, con un plazo total de seis años y una tasa de interés competitiva, que le permitió mejorar la estructura del pasivo. Al mismo tiempo, la empresa mantuvo una liquidez holgada e incrementó sus niveles de fondos disponibles.

En 2017, considerando la deuda de corto plazo de 2016, los niveles de caja actuales y la generación operativa esperada, el riesgo de refinanciamiento se encontraría mitigado en su totalidad.

Gráfico 10



Fuente: Estados Financieros Agripac S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones sensibilizadas por BWR.

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, cualquier riesgo de refinanciamiento se mitigaría 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:

Fecha de corte	mar-17
Activo Líquido (USD M)	15,612
Activo Ajustado (USD M)	219,971
Activo Total (USD M)	235,583

mar-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	23,537	23,537	9.35
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	13,304	36,841	5.97
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	71,976	108,816	2.02
TOTAL		108,816	108,816	2.02

*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 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 66.5% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 33.5% 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.

A continuación se encuentra un cuadro de liquidez o circulante de los últimos seis meses:

	Saldos contables en dólares						Promedio semestral
	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	
Activo corriente	142,832	150,241	153,923	159,814	160,793	156,774	154,063
Pasivo Corriente	69,761	77,103	78,898	80,995	80,657	76,993	77,401
Indicador Liquidez General	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

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.

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 Summa Ratings en diciembre-2016.

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	dic-16	mar-17
Resumen de Resultados					
Ventas	224,282	274,553	282,289	257,882	83,847
% crecimiento	17.7%	22.4%	2.8%	-8.6%	11.1%
MARGEN BRUTO (%)	26.5%	26.9%	28.7%	30.3%	32.4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,664	37,186	40,151	36,400	13,159
MARGEN EBITDA (%)	11.4%	13.5%	14.2%	14.1%	15.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,664	37,186	40,151	36,400	13,159
MARGEN EBITDAR (%)	11.4%	13.5%	14.2%	14.1%	15.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	20,448	30,830	32,147	28,012	13,109
MARGEN EBIT (%)	9.1%	11.2%	11.4%	10.9%	15.6%
Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-2,862	-2,751	-500
Impuestos a la renta	-4,245	-6,462	-10,934	-7,018	-3,646
UTILIDAD NETA	13,468	18,714	18,243	17,032	8,955
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	5,236	5,159	5,664	13,736	15,612
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	0	0	0	8,736	10,612
Líneas de crédito comprometidas disponibles				0	0
Principales Cuentas del Capital de Trabajo					
Cuentas por Cobrar Comerciales	53,894	64,132	71,349	62,068	75,736
Inventarios	60,507	69,541	70,207	64,725	47,390
Cuentas por Pagar Proveedores	56,028	69,819	64,806	56,890	50,743
Deuda Financiera Total	58,140	42,981	44,253	29,209	26,351
Otros Pasivos	12,806	18,294	20,754	24,665	31,722
Patrimonio	67,646	92,047	107,657	119,717	126,767
Patrimonio Tangible	43,865	67,863	83,134	99,475	103,505
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	25,664	37,186	40,151	36,400	13,159
(-) Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-2,862	-2,751	-500
(-) Impuesto a la renta del período	-4,245	-6,462	-10,934	-7,018	-3,646
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	16,273	26,278	26,355	26,631	9,013
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,832	-3,405	-14,309	7,124	-792
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	10,441	22,873	12,045	33,755	8,221
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	1,124	1,368	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	902	-473	-1,109	-2,372	-9
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	183	-29	-139	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-434	-2,758	-2,033	-3,915	-1,905
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6,225	-3,972	-10,105	-6,369	-787
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	77	-165	-15
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	4,684	15,853	-29	22,162	5,505
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.1%	5.8%	0.0%	8.6%	6.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-451	-15,159	1,273	-15,044	-2,858
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-787	-772	-1,417	2,017	-786
OTRAS INVERSIONES NETO	-129	0	678	-1,063	16
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	3,317	-78	506	8,071	1,877
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,919	5,236	5,159	5,664	13,736
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.16	6.91	10.21	10.68	19.04
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	4.99	8.36	14.03	13.23	26.34
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.99	8.36	14.03	13.23	26.34
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	0.89	4.29	2.83	10.58	16.46
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	-0.01	0.42	-0.12	2.70	3.22
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.68	5.76	1.19	5.30	10.45
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.27	1.16	1.10	0.80	0.50
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.06	1.02	0.96	0.43	0.20
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	46%	32%	29%	20%	17%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.40	0.83	0.96	3.56	5.69
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	0.72	0.44	4.28	5.30
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)	3.11	3.98
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)	3.20	3.89
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)	3.20	3.89
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)	3.11	3.98

AGRIPAC S.A. CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Resumen de Resultados				
Ventas	226,694	277,702	285,636	261,282
% crecimiento	n/d	22.5%	2.9%	-8.5%
MARGEN BRUTO (%)	26.3%	26.9%	28.6%	30.1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,459	37,133	40,592	34,690
MARGEN EBITDA (%)	11.2%	13.4%	14.2%	13.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,459	37,133	40,592	34,690
MARGEN EBITDAR (%)	11.2%	13.4%	14.2%	13.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	20,373	30,585	32,437	28,163
MARGEN EBIT (%)	9.0%	11.0%	11.4%	10.8%
Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-3,926	-3,339
Impuestos a la renta	-4,286	-6,528	-11,019	-7,101
UTILIDAD NETA	13,455	18,986	18,487	17,087
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	5,383	5,288	6,927	15,649
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	0	0	0	0
Líneas de crédito comprometidas disponibles				
Principales Cuentas del Capital de Trabajo				
Cuentas por Cobrar Comerciales	54,190	64,665	72,123	62,894
Inventarios	60,828	70,044	70,735	65,190
Cuentas por Pagar Proveedores	56,087	69,901	64,946	58,101
Deuda Financiera Total	58,140	43,440	44,622	29,468
Otros Pasivos	12,857	26,864	29,903	33,455
Patrimonio	67,621	83,891	99,202	111,279
Patrimonio Tangible	47,804	63,897	80,064	95,507
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	25,459	37,133	40,592	34,690
(-) Gasto Financiero del período	-5,146	-4,446	-3,926	-3,339
(-) Impuesto a la renta del período	-2,759	-6,528	-11,019	-7,306
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	17,554	26,159	25,647	24,045
(-) Variación Activos y Pasivos Operativos	-59,649	4,697	-14,221	10,240
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-42,095	30,856	11,426	34,286
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	987	2,259	2,226	1,941
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-2,128	-1,109	-2,372
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-1,527	169	-29	204
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-434	-11,151	-2,033	-3,915
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6,398	-4,780	-10,372	-6,928
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-165
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-49,468	15,224	109	23,051
Margen de Flujo de Caja Libre %	-21.8%	5.5%	0.0%	8.8%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	58,140	-14,700	1,181	-15,154
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-8,070	-619	-524	1,210
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	617	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	602	-95	1,384	9,108
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	0	5,383	5,288	6,927
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.41	6.88	7.53	8.20
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.95	8.35	10.34	10.39
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.95	8.35	10.34	10.39
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	-7.18	7.94	3.91	11.27
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	-1.53	0.39	-0.16	2.91
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	-6.58	6.45	1.10	4.95
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.28	1.17	1.10	0.85
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.07	1.03	0.93	0.40
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	46%	34%	31%	21%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.43	0.82	0.93	2.38
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(1.03)	0.97	0.41	3.39
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(1.21)	0.48	0.00	2.28
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	(1.41)	0.46	0.01	2.40
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(1.41)	0.46	5.60	17.72
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(1.21)	0.48	5.60	17.60

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 o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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 2017.