



Ecuador
Papel Comercial y
Emisión de Obligaciones

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase A	AAA-	N/R	N/R
3ra Emisión Oblig. 2016 Clase B	AAA-	N/R	N/R
3er Programa Papel Comercial	AAA	N/R	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

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

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

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2016 (diciembre)	2017 (septiembre)
Activos	230.5	229.2
Ventas	257.9	211.5
Margen EBITDA (%)	14.12%	12.47%
ROE (%) *	14.98%	14.35%
Deuda / capitalización (%)	19.61%	14.70%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	3.40	3.34
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	2.23	1.23
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	0.80	0.63
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	1.10	0.86

* Indicador anualizado para septiembre-2017
Fuente: Automotrices y Anexos S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

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

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió 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 operativa.

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		
Emisor:	AGRIPAC S.A.	
Clases	A	B
Fecha Aprobación SCVS	04-may-15	
Número de Resolución:	SCV-INMV-DNAR-15-0001261	
Monto Total Emisión:	7,500,000.00	7,500,000.00
Saldo Insoluto	6,000,000.00	3,937,500.02
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	
Agente Estructurador y Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A	
Agente Pagador:	DECEVALE S.A	
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados	

Tercer Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR.160006470
Fecha de Aprobación SCVS	28-dic-16
Monto Programa	6,000,000.00
Monto en circulación	0.00
Plazo	720 días
Fecha Vencimiento Programa	18-dic-18
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

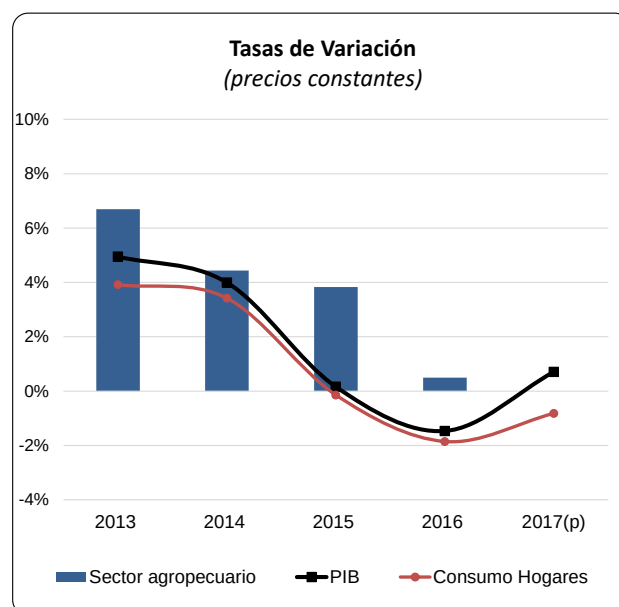
En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2017 la última estimación del Banco Central es de una recuperación económica del orden de 0.7% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares se reduciría en términos constantes en 0.8%.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.71%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un

crecimiento de 0.2%, seguido de un modesto 0.6% para 2018. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

Agripac S.A. se dedica principalmente a la producción y/o comercialización de insumos para el sector agropecuario que es considerado estratégico para el país por su importancia en la generación de divisas, su contribución como insumo para otras industrias y el aporte social que genera a través de la creación de fuentes de empleo en el sector rural. Además, los principales insumos requeridos para la producción se benefician de exoneraciones de aranceles y tasa de 0% del IVA. Este sector representó el 9.1% del PIB en términos constantes en el año 2016.

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

En términos de crecimiento y volatilidad, el sector ha tenido en los últimos años un mejor comportamiento al del PIB global. Históricamente el comportamiento está influenciado por las condiciones climáticas; oferta y demanda local e internacional; precios internacionales, y políticas del sector público.

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 interanual a agosto-2017, las exportaciones en toneladas y en dólares han crecido un 10.4% y 13.3% respectivamente.



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

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

Durante “La Gran Minga Nacional Agropecuaria” realizada el 19 de agosto del 2017, el presidente Lenín Moreno ofreció la entrega de un millón de kits subsidiados (semillas, fertilizantes y agroinsumos) hasta el 2021. Además ofreció asistencia técnica gratuita para 500,000 productores, capacitación para 4,500 técnicos, entrega de 300,000 títulos de propiedad, kits de herramientas nuevas, capital semilla para empresas de mecanización y seguros.² Mediante estos incentivos se pretende mejorar el panorama actual de la agroindustria.

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador, que reemplazó en esta función al Banco Nacional de Fomento, continúa otorgando créditos a pequeños agricultores. En “La Gran Minga Nacional Agropecuaria” se ofreció otorgar USD 1.2 MM en créditos con tasa de interés preferencial.

Con respecto a los insumos que requiere el sector, las importaciones de productos agrícolas representaron con corte agosto-2017 el 12.8% de las importaciones de materia prima y el 0.1% de los bienes de capital. Las importaciones de materia prima y de bienes de capital presentan un crecimiento interanual de 10% y 30.8% 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.

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 eficientes y de mayor calidad son diferenciadores importantes.

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. 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.

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

Ecuador se beneficia de su ubicación geográfica, características geológicas, climáticas y de precipitación, que lo convierten en un país megadiverso, y le dan el potencial para que a futuro se ofrezcan al mercado interno y externo productos con valor agregado, derivados del procesamiento de las materias primas producidas.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Agripac S.A. se constituye en el Ecuador en 1972, con el objeto de dedicarse a la comercialización de insecticidas, herbicidas, fungicidas, fertilizantes, semillas, granos, balanceados y productos elaborados y semielaborados para la agricultura, ganadería, acuacultura y salud animal. La Compañía ha adquirido varias empresas afines a su negocio como parte de su estrategia de expansión e integración hacia atrás y estas forman parte de la infraestructura actual.

Sus oficinas se encuentran en la ciudad de Guayaquil y mantiene una red de más de 176 puntos de venta propios a nivel nacional.

La estructura departamental incluye cinco áreas donde colaboran 1062 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. Agripac S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

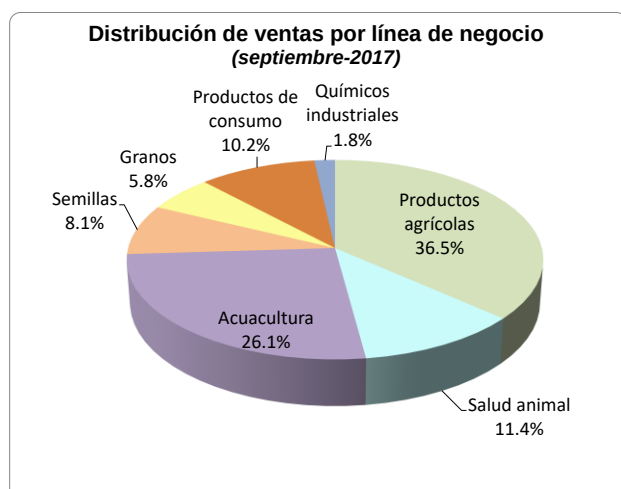
La actividad del emisor se encuentra diversificada en varias líneas de negocio, en las cuales mantiene posiciones de mercado importantes y en algunos casos de liderazgo.

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

² <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/el-gobierno-proporciona-tres-tipos-de-kits-agricolas-subsidiados>



Gráfico 2



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

La venta de productos agrícolas constituye la línea de negocio más importante. Esta consiste en la mezcla y envasado de fertilizantes, insecticidas, herbicidas, fungicidas, productos biológicos de uso agrícola y otros agroquímicos. De acuerdo a la información entregada por el emisor con corte julio-2017, en agroquímicos, la Compañía ocupa el tercer lugar dentro del ranking de importadores, superado por Ecuquímica y Farmagro que mantienen una participación de 18.2% y 9.2% respectivamente. 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 60 millones de litros al año. Los principios activos son importados.

La segunda línea de negocio más importante para la Compañía es la división de acuicultura, que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo del camarón. Este negocio ha mantenido en los últimos años un crecimiento importante y maneja un margen de rentabilidad interesante, sin embargo, se encuentra atado a los precios de la materia prima y la demanda. Agripac se encuentra dentro de las líderes en esta línea.

En 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 mantiene una participación cercana al 40%. Actualmente se encuentran incursionando en una línea veterinaria con productores para las distintas etapas de

producción en la crianza de animales para mascotas (perros, gatos y aves).

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.

En la división de semillas se entrega a los clientes productos de calidad física y genética, entre los que se destaca híbridos, semillas de maíz, brócoli, sandía y una gama variada de hortalizas.

Por último, la empresa se dedica a la venta de granos, especialmente de maíz y mantiene acuerdos con sus clientes para aceptar la cosecha como una porción del pago. El objetivo del emisor en esta línea es mantener ventas puntuales con márgenes reducidos.

La empresa cuenta con tres plantas en la provincia del Guayas para cubrir las actividades antes descritas: una de procesamiento de balanceados, otra de formulación de agroquímicos, y una de envasado de productos para su posterior distribución y comercialización. Adicionalmente cuenta con un centro de acopio de maíz y soya en Quevedo, donde también se procesan estas dos materias primas y un centro de distribución en Amaguaña.

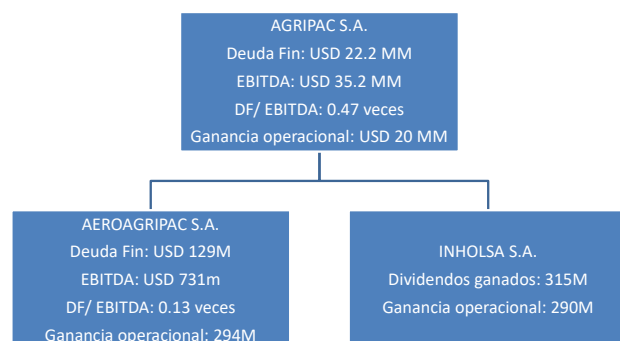
Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Los 10 principales clientes representan el 12.11% de las ventas por lo que consideramos que no existe una concentración importante en este aspecto.

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.

La Compañía siempre está en búsqueda de constante mejoramiento y en la adquisición de nuevas líneas de negocio relacionadas con el giro del mismo.



ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.
Información con corte septiembre-2017

A la fecha de corte, Agripac consolida estados financieros con sus subsidiarias Aerogripac S.A. e Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.

Aerogripac es una empresa que se constituyó en el año 2010 y brinda servicios de aerofumigación, mediante tres avionetas de turbina y dos avionetas Cessna debidamente equipadas y de alta tecnología con las que aseguran la calidad ambiental en la fumigación.

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

Como se aprecia en el gráfico, con corte septiembre-2017 Agripac generó el 97.2% de los resultados y mantuvo casi toda la deuda financiera del grupo. INHOLSA no mantiene deuda financiera y sus únicos ingresos constituyen los dividendos por su participación en Agripac 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.

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%

Estas inversiones representan en su conjunto tan solo el 3.08% del activo total de Agripac.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Con corte septiembre 2017 el patrimonio de Agripac S.A. es de USD 128. 9 MM, y de este el 24% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Armstrong Wilson Colin Robert	21,026,582	68.4%
Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.	9,706,127	31.6%
Luna López Cecilia Alexandra	837	0.003%
TOTAL	30,733,546	100%

El principal accionista es el señor Colin Armstrong, quien mantiene una participación directa del 68.42% y por tanto el control de la empresa; el 31.6% corresponde Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A. y por último, con una participación pequeña, se encuentra la esposa del accionista mayoritario. El accionista mayoritario participa activamente dentro del negocio y actualmente es el Presidente de la organización.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en que la deuda financiera representa el 14.7% de la capitalización³ de la Compañía. Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de Agripac S.A., está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. El Presidente, que es el accionista mayoritario de la Compañía, coordina la ejecución de las directrices estratégicas que se transmiten y supervisan a través de comités gerenciales que se realizan con periodicidad mensual. En estos participan la Gerencia General y las Direcciones Comercial, Financiera, Operaciones, Recursos Humanos y de Compras.

De acuerdo a la reforma de los estatutos determinada en el acta de la Junta General Universal Extraordinaria de Socios del 28 de

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



septiembre de 2016, se estableció la conformación de un Directorio, conformado por cuatro directores principales y cuatro directores alternos, todos ellos elegidos por la Junta General de Accionistas. Los principales tendrán voz y voto y serán: el Presidente Ejecutivo, el Vicepresidente Ejecutivo, el Gerente General y el cuarto director principal (director externo). A la fecha de corte del presente informe no se ha designado al cuarto director principal independiente.

Son atribuciones del Directorio regular, dirigir, y vigilar el modo de funcionar de la Compañía y de los negocios que constituyen su objeto supervisando la gestión de los funcionarios, ejecutar las resoluciones de la Junta General de Accionistas, entre otras.

El Directorio se reúne trimestralmente para revisar el cumplimiento de los presupuestos y tomar decisiones sobre la dirección que debe tomar la Compañía en el corto y mediano plazo.

La estructura actual de gobierno corporativo centraliza las decisiones estratégicas en el accionista principal de la Compañía.

Observamos positivamente que la Compañía cuenta oficialmente con un protocolo familiar y un plan de sucesión desde inicios del 2017.

El Gerente General viene desempeñando sus funciones desde mediados del 2012, sin embargo, había ocupado cargos gerenciales dentro del grupo por once años, además posee una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: certificación OHSAS 18001:2007 sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2008 de gestión de calidad; y Certificación ISO 14001:2004, sobre Sistema de Gestión Ambiental. La fecha de actualización de estas certificaciones es marzo del 2017.

Desde el año 2011 Agripac utiliza el sistema informático SAP, plataforma modular de prestigio internacional, que les permite administrar la gestión contable-financiera y de donde obtienen información para controlar su producción, comercialización, finanzas, y recursos humanos. A la fecha la Empresa se encuentra implementado una nueva versión de este aplicativo que incluye la interfaz web y acceso a la información a través de la nube.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Anualmente los gerentes de divisiones comerciales preparan el presupuesto anual de ventas de la entidad, considerando los objetivos estratégicos planteados y las expectativas de mercado.

Algunas estrategias importantes que la empresa ha aplicado y se mantienen vigentes son las siguientes:

- Mantener una red de puntos de venta propios con cobertura nacional, que le 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".
- Exportación de balanceados a Perú y de productos de su línea de consumo a Colombia.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Agripac S.A y Subsidiarias, y los estados financieros individuales de Agripac S.A., auditados por firma Deloitte & Touche para el 2013 y 2014, y por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2015 y 2016. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros individuales directos con corte septiembre-2017.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. En este caso no existen diferencias relevantes. Consideramos que los estados financieros individuales de Agripac S.A. reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones del Estado de Resultados para el año 2017 y 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.

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

Gestión Operativa y Tendencias

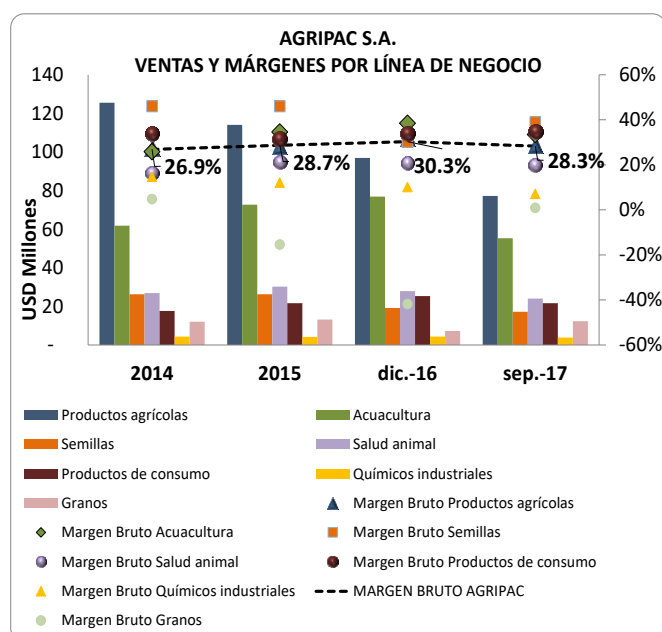
Las ventas de Agripac mantienen una adecuada diversificación por línea de negocio y presentaron crecimientos de dos dígitos hasta el 2014; desde el 2015 se aprecian los efectos del menor dinamismo de la economía ecuatoriana y en el 2016 se reducen -8.6%.

A septiembre-2017 observamos un crecimiento anual de los ingresos operativos en dólares de 5.6%, derivado de mayores ventas en sus principales líneas de negocio, mejores condiciones climáticas a las presentadas el año pasado y a la erradicación de una plaga que afectó a las cosechas del 2016. Además la Compañía espera que el MAGAP ofrezca nuevos kits subsidiados por el Gobierno para el invierno 2017-2018.

Tomando en cuenta lo anterior, la empresa espera conseguir un crecimiento de 7.5% hasta finales del 2017; nuestras proyecciones son más conservadoras y consideran un crecimiento de alrededor de 6%, con un nivel de ingresos estimado en USD 273.5 MM.

En la actualidad aproximadamente el 99% de las ventas son locales, aunque Agripac se encuentra trabajando en expandir su mercado en la región.

Gráfico 3



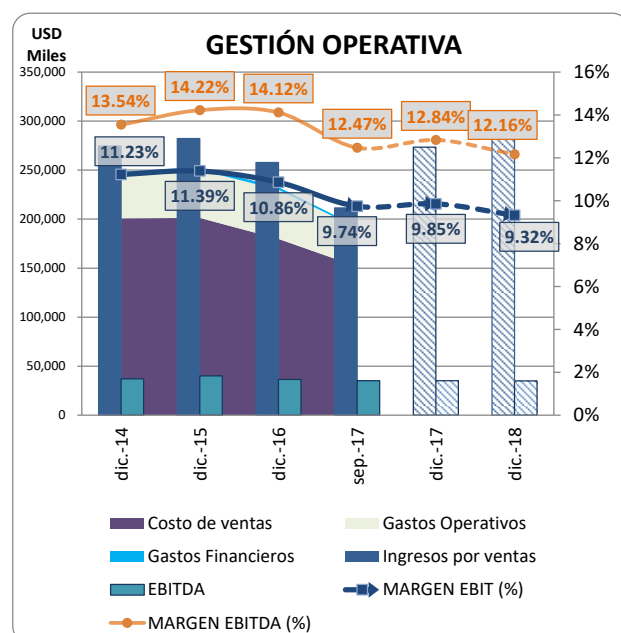
Fuente: Agripac S.A.
Elaboración: BWR.

El margen bruto de la Compañía muestra una ligera contracción (28.3% frente a 29.3% de septiembre-2016). Es importante mencionar que las ventas de la Compañía muestran cierta estacionalidad que influye directamente en el margen.

Si bien el margen de la línea de acuicultura venía mejorando en los últimos años este muestra una importante contracción (33.48% en septiembre-2017 vs 40.76% en septiembre-2016) debido a menores ventas y ajustes en los precios de la materia prima.

Se espera que para finales de año exista una ligera mejora del margen (29%) respecto al corte del informe pues la Compañía espera un mayor volumen de ventas en el último trimestre del año por cambios en las condiciones climáticas de la costa ecuatoriana.

Gráfico 4

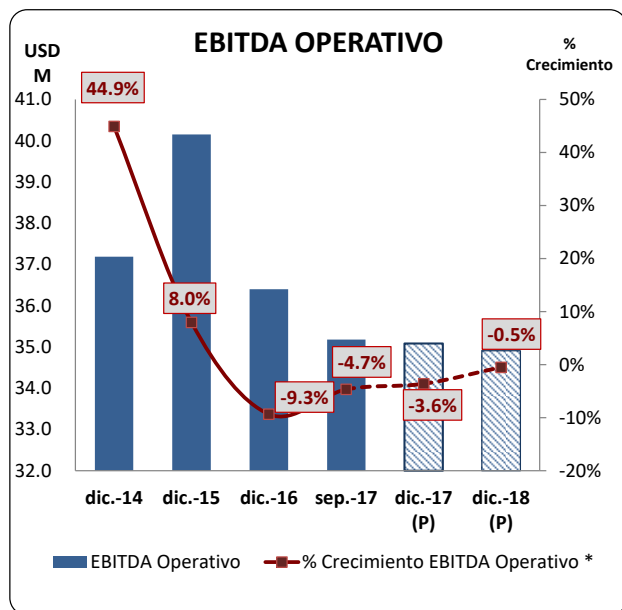


Fuente: Agripac S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

El crecimiento del EBITDA se muestra volátil en los últimos años, con valores positivos hasta 2015 y con tendencia a contraerse a partir del 2016, cuando cae un 9.3% como reflejo de la disminución de ventas que se dio en ese año.



Gráfico 5



Fuente: Agripac S.A.

Elaboración: BWR.

*crecimiento de septiembre-2017 es anual.

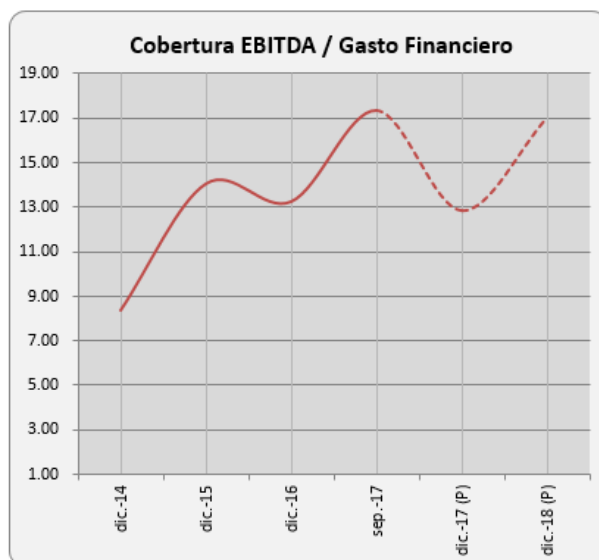
Proyecciones ajustadas por BWR.

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.

A pesar del crecimiento en ventas, la Compañía presenta a la fecha de corte de este informe un EBITDA inferior en 4.7% al de septiembre del año pasado pues sus gastos operativos se han incrementado un 6.62%, influenciados principalmente por el aumento tendencial de los gastos de comercialización que se incrementa en mayor proporción que las ventas.

Agripac estaría en capacidad de generar en 2017 un EBITDA de USD 35 MM frente a los USD 36.4 MM del 2016 (USD 40M en 2015), influido por el menor margen bruto y mayores gastos de comercialización.

Gráfico 6



Fuente: Agripac S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

El gráfico anterior muestra que la generación de la empresa frente al gasto financiero de cada período le ha otorgado flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado. El EBITDA en los últimos años ha cubierto holgadamente al gasto financiero (12 veces en promedio).

A septiembre-2017 la empresa cubre este egreso en 17.3 veces. Esto es posible gracias a la mayor generación que se ha dado hasta el tercer trimestre del año y que le ha permitido reducir la deuda financiera que mantenía a diciembre-2016 en USD 6.9 MM.

Para finales de este año y debido a la reducción de deuda esperada y la mayor generación, esperamos que la empresa pueda cubrir con el EBITDA 12.7 veces el gasto financiero como se puede apreciar en el gráfico 6.



Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Total Activo Corriente	68.6%	68.0%	66.2%	64.3%	
Fondos Disponibles	2.3%	2.4%	6.0%	2.4%	
Inversiones corto plazo	0.0%	0.0%	0.5%	2.6%	
CxC Comerciales	28.7%	30.0%	26.9%	27.0%	
Inventarios Neto	30.8%	29.3%	27.7%	22.9%	
Otras cuentas por cobrar	4.2%	4.4%	4.1%	4.5%	
Gastos anticipados	2.5%	1.8%	1.0%	4.9%	
Otros activos corrientes	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	
Total Activo No Corriente	31.4%	32.0%	33.8%	35.7%	
Propiedad, planta y equipo	24.6%	25.1%	27.1%	29.5%	
Inventarios no corrientes	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	
Propiedades de inversión	1.4%	2.2%	2.3%	1.4%	
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Inversiones Emp. Relac.	3.1%	2.6%	2.7%	3.1%	
Activos Intangibles y Diferidos	1.3%	1.0%	0.9%	1.3%	
Otros activos	0.8%	0.8%	0.4%	0.1%	
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Total Pasivo Corriente	49.7%	43.0%	33.9%	30.8%
Deuda Financiera CP	14.2%	11.6%	4.3%	2.8%
Deuda Comercial	31.3%	27.3%	24.7%	19.6%
Otros Pasivos CP	4.2%	4.1%	4.9%	8.4%
Total Pasivo LP	9.1%	11.7%	14.2%	13.0%
Deuda Financiera LP	5.1%	7.0%	8.4%	6.9%
Otros pasivos LP	4.0%	4.6%	5.8%	6.1%
PATRIMONIO	41.3%	45.3%	52%	56%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: Agripac S.A.

Elaboración: BWR

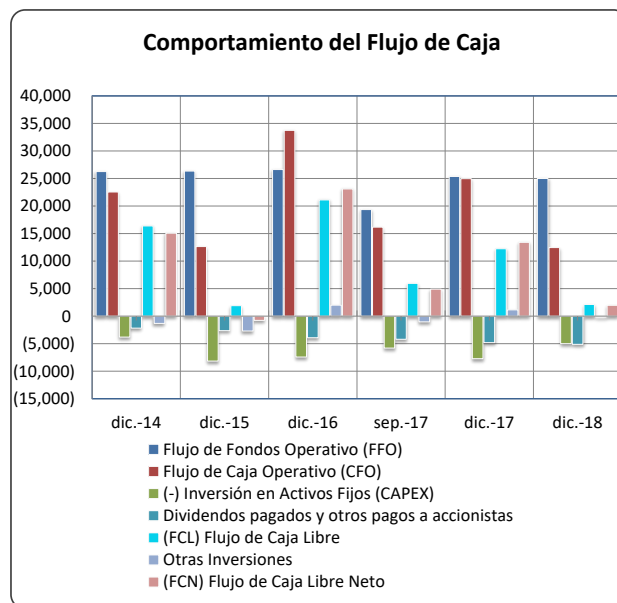
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) que le 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 que se reflejó en una disminución en el saldo de inventarios y cuentas por cobrar.

Con corte septiembre-2017, observamos que Agripac S.A. presenta un CFO positivo que se da principalmente por una importante generación operativa de la Compañía a pesar del incremento de los requerimientos de capital de trabajo que se da como consecuencia del aumento de ventas que mantienen a la fecha.

Gráfico 7



Fuente: Agripac S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

La política de cobro generalmente se adapta al ciclo de producción del cliente aunque históricamente se ha ubicado cerca de los 90 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, aunque en los últimos 4 años se ha ubicado en promedio en 127 días. No obstante vemos que los días de inventarios se reducen de manera importante a septiembre-2017 debido a un esfuerzo por parte de la división de compras en conjunto con la gerencia de operaciones para mantener un menor nivel de inventario y así mejorar 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 6.4 MM anuales en el período 2014-2016, 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 tres últimos años el CFO ha cubierto en promedio en 4 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.

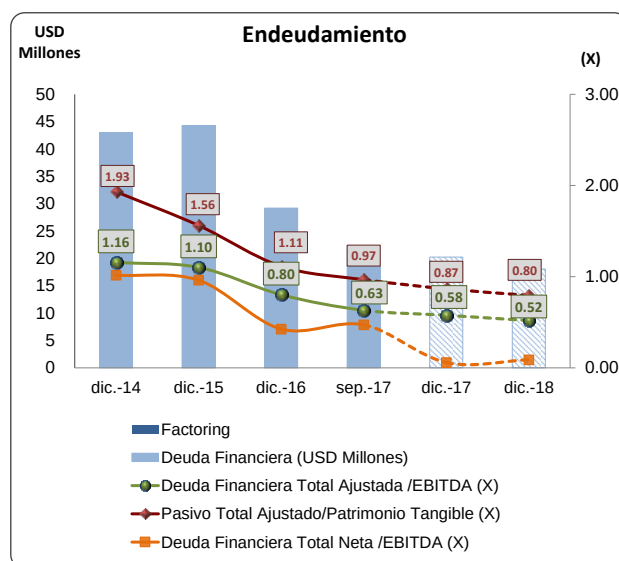
En función del comportamiento de las inversiones de capital en los primeros nueve meses del año, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 7.7 MM, el mismo que está relacionado principalmente a ampliaciones y adecuaciones de un edificio y de dos locales adicionales.

Para el 2018, la Compañía espera inversiones entre USD 2 MM y USD 3 MM que se utilizarán para la remodelación de locales y subcentros, sin embargo, las proyecciones de BankWatch consideran inversiones por USD 5MM, en función del comportamiento histórico de la empresa y el importante flujo que generan.

Agripac S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible⁴ y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 7.5% y 26.3% 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.

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

Gráfico 8



* Indicador de abril-2016 calculado con EBITDA anualizado

Fuente: Agripac S.A.

Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

Históricamente Agripac S.A. ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual les ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno del sector y de la economía en general.

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 20.6 MM para finales de este año.

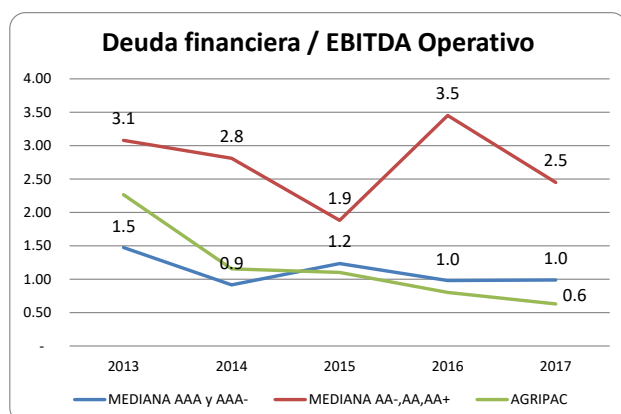
El endeudamiento en relación al EBITDA es conservador y se espera que se ubique en niveles inferiores a 0.6 veces, inclusive bajo escenarios conservadores de generación. Este indicador muestra que el emisor mantiene una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada, y que le permite mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

El gráfico a continuación muestra que el nivel de deuda de la empresa a septiembre-2017 se compara favorablemente con otras compañías con calificaciones similares.

recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.



Gráfico 9



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

Agripac mantiene una deuda financiera diversificada por acreedor y fuente: el 47.4% de la misma proviene de distintos instrumentos del mercado de valores y el 52.6% proviene principalmente de préstamos bancarios de varias instituciones financieras privadas y un crédito de largo plazo de un organismo multilateral.

La empresa mantiene actualmente un 71% 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

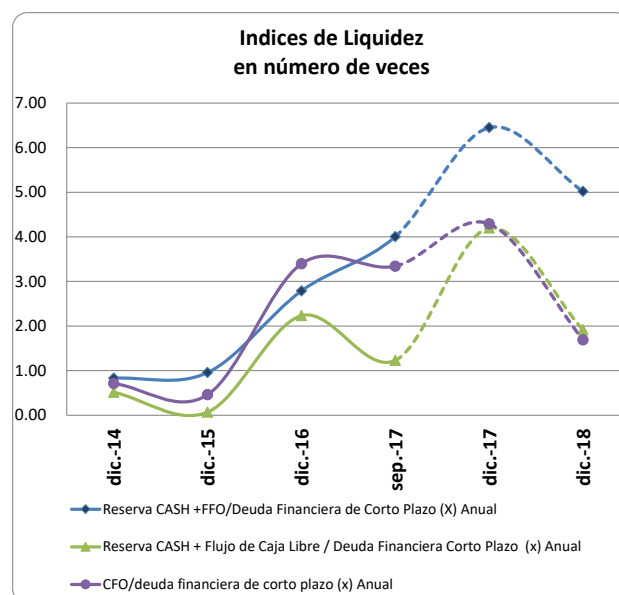
Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario. A la fecha de corte Agripac S.A. tuvo una caja de USD 5.6 MM e inversiones a corto plazo por USD 6 MM. Estos certificados de depósito se encuentran invertidos en dos instituciones financieras con calificación de riesgo global de AAA- con perspectiva negativa en escala local, otorgada por BankWatch Ratings con corte septiembre-2017.

En general la liquidez de la Compañía ha sido holgada en los últimos años. A lo largo del 2017 el emisor ha podido generar liquidez suficiente para disminuir el monto total de su deuda en USD 6.9 MM y se espera que hasta fines de año logre pagar al menos USD 2 MM adicionales.

A pesar de que bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país se ha incrementado, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo.

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

Gráfico 10



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

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:

Activo Líquido (USD M)	11,666
Activo Ajustado (USD M)	204,003
Activo Total (USD M)	229,196

sep-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	27,323	27,323	7.47
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	11,548	38,872	5.25
3era	Deuda sin garantía específica de balance	61,433	100,305	2.03
TOTAL		100,305	100,305	2.03

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.03 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza



podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 64.3% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 35.7% 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:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
abr-17	152,892	72,322	2.11
may-17	157,780	77,593	2.03
jun-17	151,964	71,454	2.13
jul-17	150,712	70,973	2.12
ago-17	150,211	71,529	2.10
sep-17	147,476	70,583	2.09
Promedio semestral			2.10

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

Además del programa de papel comercial y la emisión de obligaciones analizados en el presente informe, Agripac S.A. mantiene la siguiente operación en el mercado:

Tipo Instrumento	Monto autorizado	Fecha de vencimiento	Calificación	Calificadora
Tercera Titularización de Flujos AGRIPAC	15,000,000	17-oct-17	AAA	Summa Ratings



AGRIPAC S.A.				
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Resumen de Resultados				
Ventas	274,553	282,289	257,882	211,536
% crecimiento	22.4%	2.8%	-8.6%	5.6%
MARGEN BRUTO (%)	26.9%	28.7%	30.3%	28.3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	37,186	40,151	36,400	26,383
MARGEN EBITDA (%)	13.5%	14.2%	14.1%	12.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	37,186	40,151	36,400	26,383
MARGEN EBITDAR (%)	13.5%	14.2%	14.1%	12.5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	30,830	32,147	28,012	20,608
MARGEN EBIT (%)	11.2%	11.4%	10.9%	9.7%
Gasto Financiero del período	-4,446	-2,862	-2,751	-1,524
Impuestos a la renta	-6,462	-10,934	-7,018	-5,481
UTILIDAD NETA	18,714	18,243	17,032	13,379
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	5,159	5,664	13,736	11,666
Cuentas por Cobrar Comerciales	64,132	71,349	62,068	61,810
Inventarios	69,541	70,207	64,725	53,345
Cuentas por Pagar Proveedores	69,819	64,806	56,890	44,860
Deuda Financiera Total	42,981	44,253	29,209	22,211
Otros Pasivos	18,294	20,754	24,665	33,233
Patrimonio	92,047	107,657	119,717	128,893
Patrimonio Tangible	67,863	83,135	99,476	103,684
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	37,186	40,151	36,400	26,383
(-) Gasto Financiero del período	-4,446	-2,862	-2,751	-1,524
(-) Impuesto a la renta del período	-6,462	-10,934	-7,018	-5,481
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	26,278	26,355	26,631	19,379
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,711	-13,703	7,124	-3,212
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	22,567	12,651	33,755	16,166
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,124	1,368	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-473	-1,109	-2,372	-224
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	239	-29	-139	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,152	-2,639	-3,915	-4,203
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3,795	-8,158	-7,412	-5,780
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	77	-165	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	16,386	1,918	21,118	5,958
Margen de Flujo de Caja Libre %	6.0%	0.7%	8.2%	2.8%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,159	1,273	-15,044	-6,998
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,249	-2,685	931	-1,030
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-78	506	8,071	-2,070
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,236	5,159	5,664	13,736
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	6.91	10.21	10.68	13.72
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.36	14.03	13.23	17.31
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.36	14.03	13.23	17.31
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.16	1.10	0.80	0.63
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.02	0.96	0.43	0.30
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	32%	29%	20%	15%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.83	0.96	2.79	4.00
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.71	0.46	3.50	3.34
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.52	0.07	2.23	1.23
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.48	(0.03)	2.43	1.02



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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2017.