

Ecuador
 Papel Comercial – 1er Seguimiento

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Seguimiento Calificación

Tipo de instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	último cambio
4to Programa de Papel Comercial USD 90MM	AAA	AAA	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

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

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

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica.

Resumen Financiero

Grupo Pronaca C.A. USD Millones	agos-2013	agos-2014
Activos	619.5	660.1
Ventas	586.5	608.3
Margen EBITDA (%)	8.83%	11.08%
ROA (%) *	5.26%	8.06%
Deuda / capitalización (%)	31.94%	27.57%
CFO/ Deuda financiera cp.	1.01	0.82
Cash + FCL / Deuda Fin cp.	0.55	0.37
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2.93	1.94

Fuente: Estados financieros consolidados.

*Indicador anualizado a la fecha de corte.

(x) Indicador en número de veces.

Actividad del Emisor: Compañía que se dedica a la producción, procesamiento y comercialización de productos relacionados con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Ana Zurita, Ecuador;
 (593 2) 292 24 26 ext. 113
azurita@bwratings.com

FECHA COMITE: octubre 31, 2014

ESTADOS FINANCIEROS A: agosto 31, 2014

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de “AAA” al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio. La calificación reconoce las características de corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que bajo las actuales condiciones de mercado el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán el desempeño positivo de su gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y la posición de liquidez que se ha observado históricamente.

La calificación considera el tamaño y el posicionamiento de líder que PRONACA conserva en el Ecuador y su diversificación en clientes, proveedores, productos y otros mercados del exterior, factores que ayudan a contrarrestar a la competencia, incluida la informal y contribuyen a la estabilidad de los márgenes.

El mercado local es altamente competitivo y parcialmente regulado. La industria está influenciada por la volatilidad de precios internacionales de materias primas. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite atenuar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Las estrategias de crecimiento apuntan a una mayor participación de los productos de valor agregado en las ventas permitiendo un fortalecimiento paulatino del margen bruto en los próximos años, no se esperan crecimientos agresivos en ventas pero si una administración más efectiva en costos y gastos. Las inversiones en CAPEX que la compañía estima realizar en los siguientes años justifican esta estrategia.

El cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento de materia prima ya se financió en el 2012, por lo que en ese sentido no se esperan requerimientos importantes de capital de trabajo a futuro. La compañía mantendrá su posición conservadora de endeudamiento en los próximos años, incluso de concretarse las inversiones en activo fijo que la Compañía está proyectando, las mismas que podrían ser cubiertas parcialmente con el flujo de caja libre que genera el Grupo.

PRONACA genera regularmente flujo de caja libre positivo, suficiente para cubrir incluso las inversiones en empresas con las que no consolida. La mayor parte de la inversión en subsidiarias aún no llega al punto de equilibrio o generan marginalmente, sin embargo PRONACA cuenta con flexibilidad financiera para sustentar estas inversiones sin descapitalizar a la compañía.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga gracias al buen perfil de crédito de PRONACA en el sistema financiero local e internacional y debido a la disponibilidad de cupos de líneas de crédito. La compañía presenta a la fecha una exposición cambiaria no cubierta que proviene de la deuda financiera contratada en el exterior.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

El 3er programa de papel comercial por USD 40MM emitidos por PRONACA C.A. bajo resolución de la Superintendencia de Compañías No. Q.IMV.2012.3003 venció en tiempo y forma el 5 de junio del 2014. La Superintendencia de Compañías aprobó la cancelación de esta emisión en el Registro del Mercado de Valores el 24 de octubre del 2014, noticia que se dio a conocer al mercado en fecha posterior al Comité de Calificación.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

4to Programa Papel Comercial		
Emisor:	PRONACA C.A.	
Monto Programa:	USD\$ 90,000.000	
Primer monto colocado:	USD\$ 50,000.000	
Saldo en circulación:	USD\$ 48,533.000	
Plazo Programa:	720 días	
	Monto por Serie	Plazo por Serie
	(miles de US\$)	
Clase I		
Serie A	1,300	120 días
Serie B	950	150 días
Serie C	14,000	180 días
Serie D	14,750	330 días
Serie E	19,000	359 días
Valor Nominal de Cada Título:	USD\$ 1,000.00	
Número de Títulos por Serie:	50,000	
Amortización:	Al vencimiento	
Cupón de Interés:	Cero Cupón	
Base de cálculo:	30/365	
Garantía:	General	
Destino de la Emisión:	Capital de Trabajo: 70% pago a proveedores de materia prima y 30% pago a proveedores generales.	
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.	
Agente Estructurador y Colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.	
Tipo de Emisión:	Desmaterializada	
Agente Pagador:	PRONACA C.A. - DCV-BCE	
Representante Obligacionistas:	Goldenbond S.A.	
No. Resolución SIC:	SCV.IRQ.DRMV.2014.2562	
Fecha autorización Programa:	27-jun-2014	
Fecha vencimiento Programa:	16-jun-2016	

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

La producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuye con la generación del 3% del PIB ecuatoriano y su consumo representa el 7% del ingreso familiar¹, siendo el segundo segmento en importancia dentro de la rama de alimentos y bebidas de la canasta básica familiar, cereales y derivados ocupa el primer lugar.

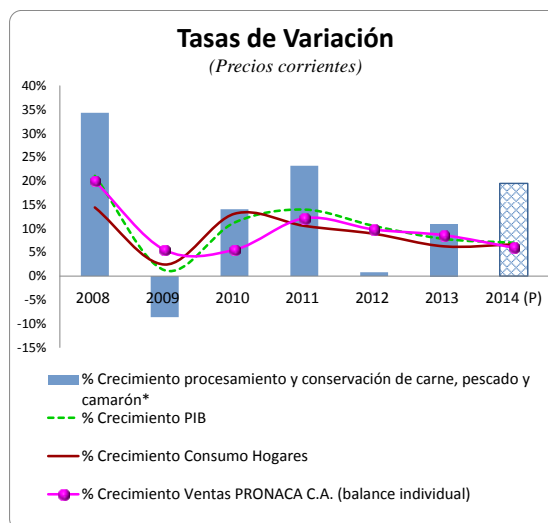
En el transcurso de este año se incrementaron las exportaciones de camarón aprovechando el alza del precio internacional del camarón debido a la caída

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a Febrero del 2014.

que experimentó el mercado asiático. Por el contrario, el precio del maíz mantiene una tendencia a la baja como consecuencia de una sobreoferta en Estados Unidos que es el mayor productor de esta materia prima a nivel mundial.

El segmento en el que PRONACA desarrolla su actividad operativa, es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y con la capacidad de consumo de los hogares.

Gráfico 1



*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón.
Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

Si bien la oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, su demanda es elástica al precio ante la existencia de productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica. Las ventas de PRONACA varían en la misma dirección que las de su segmento económico, pero con menor volatilidad, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como por la gestión comercial que realiza la compañía.

El mercado en el que se desenvuelve PRONACA es competitivo y parcialmente regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de materia prima. Al no existir barreras de entrada importantes, la principal competencia proviene de empresas locales y microempresarios. La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados en el exterior a través de sus subsidiarias, constituyen elementos diferenciadores que mitigan el riesgo de competencia.

Uno de los principales riesgos del sector proviene de la volatilidad en el precio de las materias primas,

sujetas principalmente a precios internacionales y en menor medida a un control de precios en el ámbito local. Este factor influye en el costo de ventas y márgenes operativos de PRONACA, sin embargo la compañía contrarresta este riesgo mediante estrategias de compra de materia prima a través de opciones y futuros financieros.

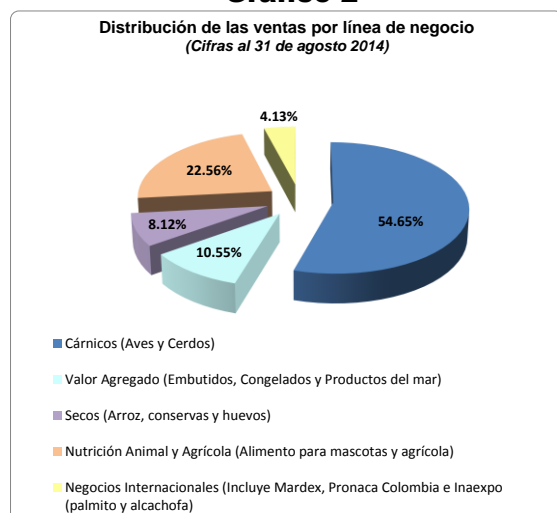
Por otro lado, PRONACA ha promovido el programa denominado “proveedores agrícolas integrados”, el mismo que les permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados, a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica (52% del rubro proveedores se sustenta en este programa).

El posicionamiento comercial de la compañía y la preservación de una relación estable con proveedores locales e internacionales, son mecanismos que contribuyen a disminuir el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de los precios en el desempeño de su gestión.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Gráfico 2

Distribución de las ventas por línea de negocio
(Cifras al 31 de agosto 2014)



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR.

El Grupo mantiene un margen bruto diversificado, soportado en volumen por la facturación en carnes que representa un porcentaje importante de las ventas. La expectativa de crecimiento en los próximos años sin embargo apunta hacia segmentos que aportan con mayores márgenes de ganancia como la línea de valor agregado y el segmento de nutrición animal y agrícola.

PRONACA tiene una experiencia de 56 años en el sector alimenticio ecuatoriano, conserva su posición de líder en su nicho de mercado principal y es una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional, contribuyendo a la economía del país como una importante fuente generadora de empleo e

impuestos. PRONACA ocupa el tercer lugar dentro de los mayores empleadores del Ecuador².

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por 7,380 colaboradores directos (6,654 empleados en Pronaca), que atienden a 83,141 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados. A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España.

La compañía tiene un portafolio amplio de productos (alrededor de 1,178) que se dirigen hacia todos los segmentos económicos de la población. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, accesibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo de la población, estrategia que está permitiendo ampliar la base de clientes, generando mayor presencia y penetración de mercado.

La alta competencia, principalmente informal, limita la capacidad de la empresa para transferir sus costos al mercado, sin embargo PRONACA cuenta con elementos diferenciadores en calidad y diversificación en productos, clientes y proveedores, factores que contrarrestan este riesgo.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

PRONACA es la cabeza del Grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas que tienen los mismos fines de producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado a nivel local e internacional, con excepción de Inmogra que es una compañía inmobiliaria.

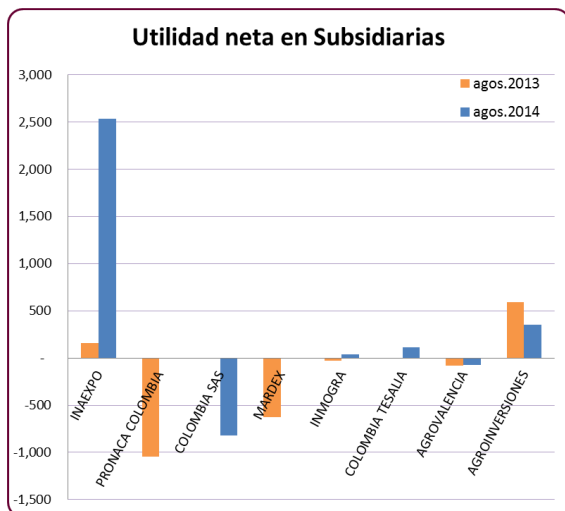
PRONACA Ecuador tiene el control administrativo y financiero de todas sus subsidiarias, menos de Mardex, empresa en la que tampoco tiene participación accionaria mayoritaria y con la que dejó de consolidar balances desde agosto del 2014.

PRONACA es generador de más del 90% de las ventas y resultados netos del Grupo y es la empresa que absorbe el apalancamiento del Grupo en igual proporción. La cabeza mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias y en casos puntuales ha actuado como garante de pasivos de estas compañías. A la fecha de corte PRONACA garantiza créditos por USD 8,720M, contingente que se está incluyendo como pasivo en los

² Superintendencia de Compañías, Ranking de Empresas 2013 por personal ocupado.

indicadores de endeudamiento tanto consolidados como individuales.

De sus subsidiarias, sólo Inaexpo aporta con alrededor de un 7% de la utilidad del Grupo (1% a agos-2013). La contribución de Inmogra, Tesalia y del Fideicomiso Agroinversiones es marginal a la fecha de corte (1.48% en conjunto), el resto de inversiones continúan generando pérdidas que son poco representativas en relación al flujo positivo que genera PRONACA periódicamente y que en todo caso son actualmente menores a su historia inmediata.

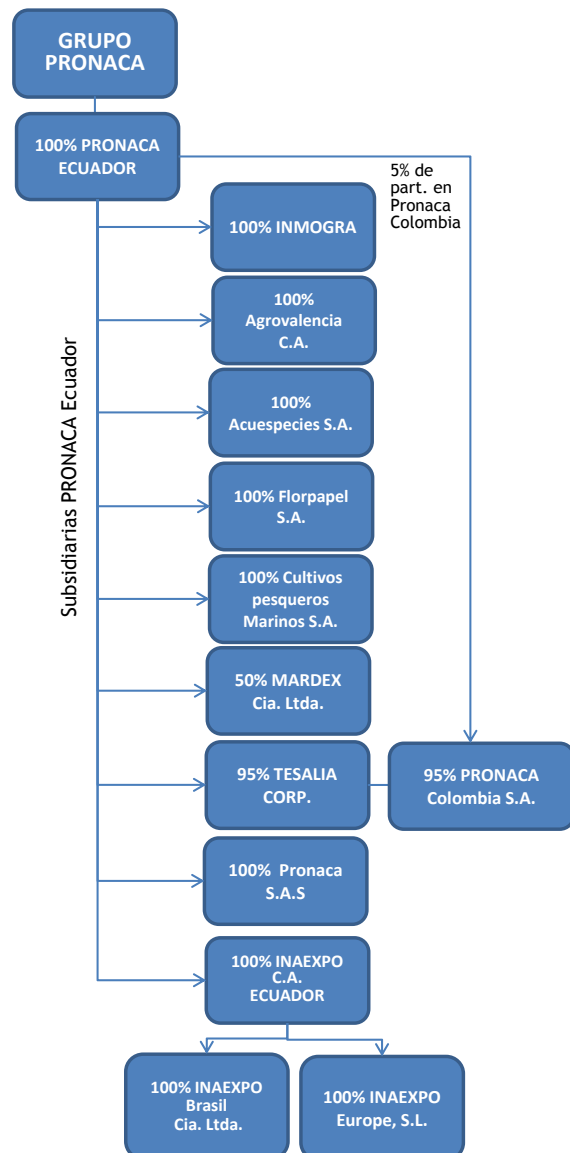


Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

PRONACA inició desde el 2013 un proceso de desinversión en empresas y proyectos que no han alcanzado el punto de equilibrio o que por factores estratégicos y de mercado dejaron de ser convenientes para el Grupo, entre estas, las acciones que mantenía en PRONACA Colombia y Produastro³. La valoración de estas inversiones arrojó una pérdida en el 2013 de USD 5.7MM y USD 5.3MM respectivamente.

Para no desatender al mercado colombiano, el Grupo creó una nueva compañía, PRONACA S.A.S, que se dedica a importar desde el Ecuador productos del mar y comercializar en Colombia los productos que antes eran manufacturados y comercializados por Pronaca Colombia C.A. Los productos cárnicos ecuatorianos tienen restricción para importación en Colombia por lo que estos se están produciendo en ese país a través de terceros.

³ Proyecto hidroeléctrico que se encuentra paralizado desde el año 2010 y que contablemente consta como un activo mantenido para la venta en el Balance individual de PRONACA C.A.



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La estructura accionaria se mantiene concentrada en las dos familias ecuatorianas, fundadoras de la compañía. El soporte patrimonial de sus accionistas se ha demostrado en la capitalización anual de al menos una parte de los resultados generados por PRONACA, consolidando de esta manera una de las principales fortalezas del Grupo.

El reparto de dividendos en los últimos años no ha superado el 30% como una política de soporte, aceptada por los accionistas y debido a una restricción establecida en el contrato suscrito con la Corporación Andina de Fomento (CAF), acreedor del Grupo. A agos.2014 se ha repartido el 18% de las utilidades generadas el año anterior y se prevé que se concretará el 30% hasta fin de año.

ACCIONISTAS DE PRONACA C.A.	CAPITAL SOCIAL	PART.
HAYMARKET CAPITAL VENTURES LLP. (Inglaterra)	114,712	41.0%
KEYPOINT INVESTMENTS LIMITED COMPANY LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	90,969	32.5%
DANPARK ENTERPRISES LIMITED LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	26,441	9.4%
Fideicomiso GB. (Ecuador)	22,514	8.0%
Holding de Empresas Ecuatorianas HOLDECUADOR S.A. (Ecuador)	16,053	5.7%
POSTEN LIMITED LLC. (Estados Unidos - Islas Vírgenes)	5,351	1.9%
Otros (<1%)	3,960	1.4%
Capital Social (miles USD)	280,000	100.0%

Fuente: PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La planificación estratégica del Grupo está encaminada al fortalecimiento de las ventas en el mercado local, para lo cual se sostendrá un nivel importante de inversiones en tecnología y producción en los próximos años. A la par, el objetivo de la compañía es optimizar la eficiencia en la gestión de sus canales de ventas, y bajo esta premisa, desde el año 2013 se inició con un proyecto de reestructuración que comprende medidas de control de gastos mediante la implementación de centros de servicios compartidos.

A partir del año 2015 las inversiones en CAPEX se realizarán por montos superiores a sus históricos, sustentadas en el mayor impulso que la Administración quiere dar a la línea de valor agregado (embutidos y congelados principalmente). Esta expectativa se vincula con la ampliación de la producción en la línea de aves y cerdos. A pesar de estas nuevas inversiones, la política de endeudamiento del Grupo según las proyecciones, continuará siendo conservadora, manteniendo una relación de deuda financiera sobre capitalización en niveles inferiores al 30%, dentro de los rangos observados históricamente (32% en promedio).

La plana gerencial de PRONACA ha mostrado estabilidad dentro de la compañía y la componen técnicos con sólida experiencia en el negocio y su entorno. En la administración de las empresas del Grupo, participan también sus accionistas que pertenecen a la tercera generación de la familia pionera de la empresa hace 50 años. En el 2013 se reestructuró la plana Directiva y Administrativa del Grupo con el fin de darle un enfoque más comercial a la dirección del negocio. El Directorio cuenta con la asesoría de cuatro miembros externos y el soporte técnico de varios comités.

En ninguna compañía del Grupo se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas

laborales. De acuerdo al último informe de auditoría externa, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario, se encuentra al día, se realiza en base a estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

La capacidad de pago del Emisor se determina en función del análisis de los estados financieros tanto individuales como consolidados debido a que PRONACA C.A. como cabeza del Grupo transfiere una porción de sus flujos a empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, incluso hacia algunas empresas con las que no consolida balances.

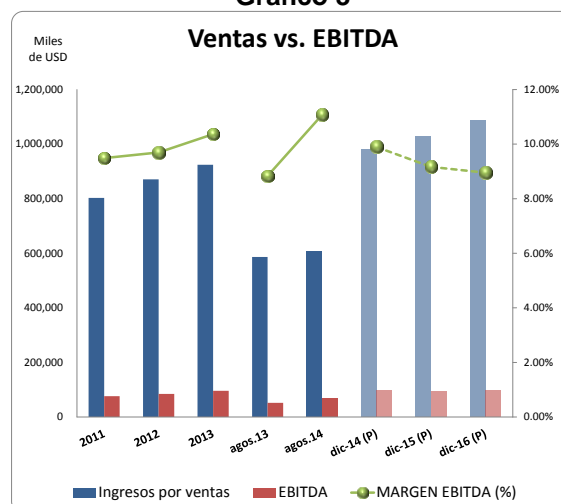
En todos los gráficos presentados a lo largo del informe, a menos que se indique lo contrario, se han considerado cifras consolidadas de PRONACA con sus subsidiarias.

Este estudio se basa en estados financieros consolidados e individuales directos con corte al 31 de agosto del 2014, presentados bajo NIIF e históricos: 2011, 2012 y 2013 auditados por la firma Deloitte & Touche. Los informes del auditor en referencia no presentan salvedades respecto a la información financiera que reflejan, en ninguno de los años analizados.

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de PRONACA C.A. y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores.

Gestión Operativa y Tendencias

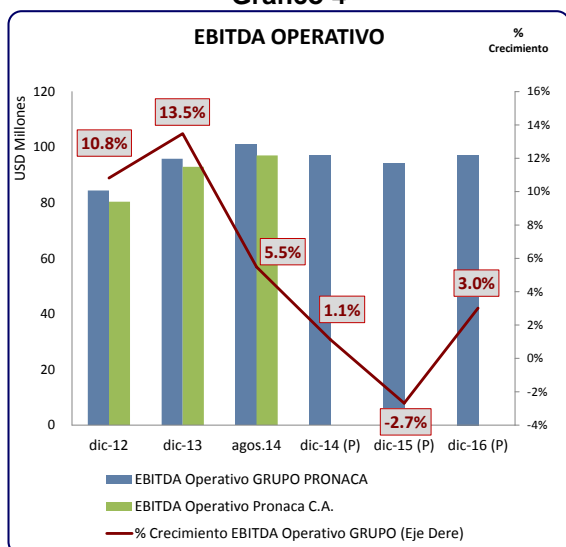
Gráfico 3



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.

Elaboración: BWR.

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR.

El ritmo de crecimiento en las ventas consolidadas, de 3.72% (de agos.2013 a agos.2014) continúa por debajo de los promedios históricos observados y se prevé que hasta fin de año alcance un crecimiento cercano al 6%, similar al comportamiento que se obtuvo en el 2013, año en el que las ventas se desaceleraron principalmente influenciadas por un menor desempeño de la línea de nutrición animal y agrícola y la salida del negocio de comercialización de alcachofa.

A pesar de un menor crecimiento en ventas, el EBITDA mantiene un mejor desempeño que el año anterior (crecimiento del 30% respecto a agos.2013), favorecido por un control de costos que está beneficiando al margen bruto, es decir que a fin de año el EBITDA podría superar la expectativa de crecimiento proyectada. Para el 2015 la compañía prevé un escenario de crecimiento conservador en ventas y EBITDA, advirtiéndose una recuperación sólo a partir del año 2016.

La volatilidad del EBITDA está influenciada por la misma ciclicidad de la industria, cuyas materias primas están sujetas a precios internacionales. Este riesgo es compensado con una posición conservadora de deuda a nivel de Grupo y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite contrarrestar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Esta capacidad de la compañía se refleja en la estabilidad de los márgenes EBITDA y EBIT. La diversificación de productos y mercados que el Grupo maneja, así como la posibilidad de fijar precios en varias de sus líneas de productos contribuye a sostener estos márgenes. El EBITDA

sostiene una cobertura histórica de gastos financieros de entre 6 a 11 veces, demostrando la flexibilidad de la compañía para cubrir el costo de su deuda. El costo del financiamiento es competitivo (en un rango de 7% a 8%) gracias a la diversidad de las fuentes de fondeo, ya sea mediante deuda bancaria local, del exterior o a través del mercado de valores ecuatoriano. La volatilidad de las tasas de interés también está protegida a través del uso de derivados financieros.

La expectativa de crecimiento positivo para el EBITDA en los próximos años se fundamenta en el fortalecimiento del margen bruto y en un manejo controlado de gastos operativos. El margen al menos se sostendrá en los actuales niveles gracias a las inversiones que se están realizando para impulsar el desarrollo de la línea de valor agregado, rama que aporta con mayores márgenes porcentuales. El peso del gasto operativo en relación a los ingresos se sostendrá entre un 13% a 14% bajo la perspectiva de que las inversiones en tecnología permitan generar ahorros en costos y gastos.

Los indicadores de rentabilidad continúan siendo atractivos, incluso en el 2013 que se presionaron como consecuencia de una pérdida neta no operativa de USD 8.9MM, derivada de la valoración de inversiones en subsidiarias. No obstante, estos índices recuperan su dinamismo a agosto del 2014 (ROA: 8.06%; ROE: 13.75%) y se proyectan en similares niveles para los próximos años.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	2012	agos.2013	2013	agos.2014
Total Activo Corriente	54%	54%	54%	58%
Fondos Disponibles	7%	5%	10%	10%
Inversiones mediano plazo	1%	6%	2%	3%
CxC Comerciales	13%	11%	13%	11%
Inventarios Neto	24%	23%	20%	22%
Activos biológicos	6%	6%	6%	6%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	1%	2%
Gastos anticipados	2%	3%	3%	4%
Total Activo No Corriente	46%	46%	46%	42%
Propiedad, planta y equipo	35%	36%	35%	33%
Activos biológicos	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	3%	3%	3%
Equipo Avícola	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	3%	1%
Activos Intangibles y Diferidos	2%	2%	3%	2%
Otros activos	1%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

PASIVOS

	2012	agos.2013	2013	agos.2014
Total Pasivo Corriente	29%	29%	23%	29%
Deuda Financiera CP	15%	14%	10%	12%
Deuda Comercial	10%	10%	10%	10%
Otros Pasivos CP	4%	6%	4%	8%
Total Pasivo LP	16%	15%	17%	13%
Deuda Financiera LP	11%	9%	12%	8%
Otros pasivos LP	5%	6%	5%	5%
PATRIMONIO	55%	56%	59%	58%

Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR



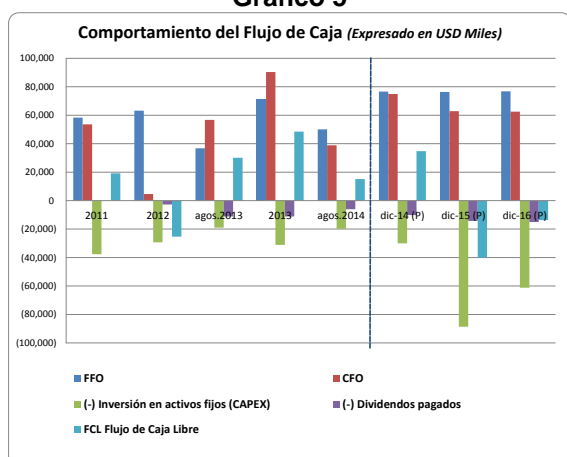
▪ **FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

El Grupo a través de PRONACA es generador permanente de flujo de caja libre (FCL) positivo y generalmente suficiente para cubrir incluso los dividendos reconocidos a los accionistas y parte de otras inversiones en empresas relacionadas fuera del Grupo. La excepción se da en períodos atípicos que se producen por presiones en el capital de trabajo relacionadas con el cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento de materias primas, vinculados a los precios y al origen de su oferta.

Este fue el caso puntual del 2012, año en el que la estructura de abastecimiento del maíz cambió hacia proveedores locales que no tienen la capacidad de financiar ni de almacenar su producción. Este cambio se dio como consecuencia de la regulación y limitación de cupos de importación hasta que la oferta de producción nacional se agote. Estos requerimientos absorbieron los fondos generados en la operación y se requirió financiar con deuda financiera las inversiones en CAPEX.

La estacionalidad de la cosecha de invierno que se realiza entre los meses de abril a agosto implicó un incremento de los inventarios en 19% (incluyendo activos biológicos), resultando en un mayor requerimiento de capital de trabajo que fue cubierto holgadamente con el flujo de caja de la compañía. En este año, el Grupo recibe un flujo extraordinario por la venta en subsidiarias que permitió incrementar el volumen de inversiones de mediano y largo plazo.

Gráfico 5



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR.

Los proveedores tanto locales como del exterior, que se relacionan fundamentalmente al maíz y soya, ofrecen apalancamiento de corto plazo. A partir del año 2012 los días de financiamiento se redujeron en 15 días debido a que los productores nacionales

(pago de contado) tienen una mayor participación en el abastecimiento de materia prima.

La naturaleza del negocio promueve una cartera también de corto plazo (de 30 días en promedio) y altamente diversificada tanto a nivel local como en el exterior. El riesgo de la cartera local se concentra en 6 clientes principales, en su mayor parte autoservicios, que representan el 42% de la cartera bruta a agos-2014. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) es de 4.38% de la cartera bruta (a dic-2013), riesgo cubierto en un 126% mediante provisiones.

Si bien el patrimonio de PRONACA continúa apalancando y garantizando los negocios de sus empresas relacionadas, los indicadores de endeudamiento se mantienen en rangos conservadores y consistentes con la calificación de riesgo otorgada.

La tendencia a la baja en los indicadores de deuda persiste a agosto del 2014 y se prevé que su disminución se sostenga hasta fin de año dado que en el 2014 se concretará sólo el 59% de las inversiones en CAPEX que se previeron en la proyección inicial. La generación operativa del Grupo alcanza a cubrir en 1.96 veces las inversiones en CAPEX que fueron ejecutadas hasta agosto del 2014.

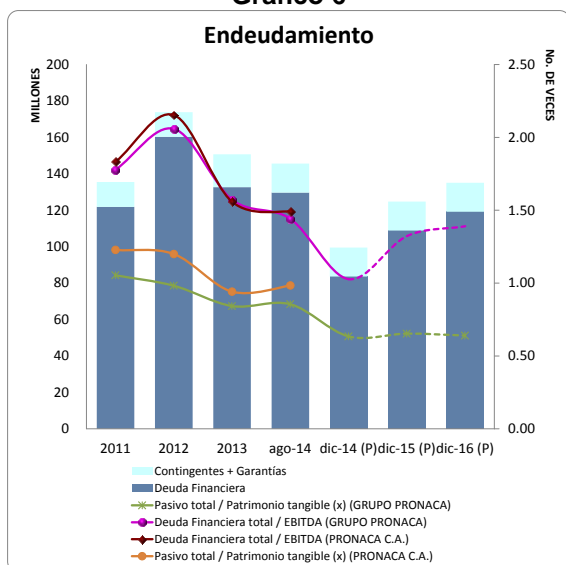
Los índices de endeudamiento reflejan una posición conservadora del Grupo y su flexibilidad financiera para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras. Los créditos contratados con algunos organismos multilaterales establecen condiciones en cuanto a límites de endeudamiento y liquidez, factor que apoya a que la empresa sostenga posiciones holgadas mientras estos créditos se encuentren vigentes.

Un importante 37% de la deuda financiera vence en el largo plazo, permitiéndole al Grupo realizar las inversiones en CAPEX que el negocio requiere y cuyo retorno también se da generalmente en un horizonte de planificación de largo plazo. Esta estructura le permite además mayor holgura en su posición de liquidez.

Deuda Financiera: vencimientos

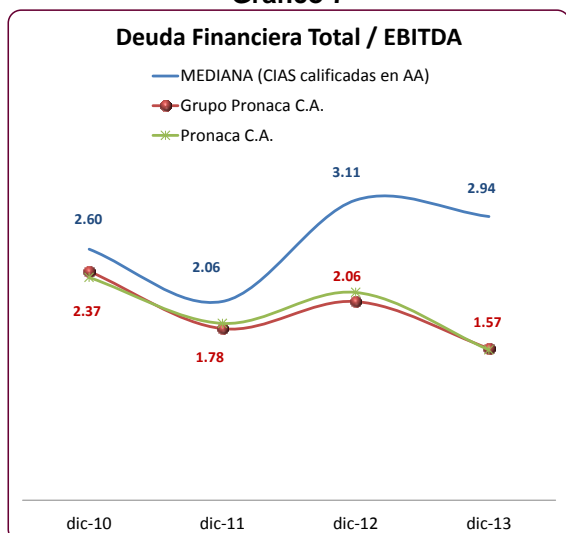
A agosto del 2014	Miles USD	%
Porción corriente	30,478	23.5%
Corto plazo	50,556	39.1%
Largo plazo	48,400	37.4%
Deuda Financiera total	129,434	100.0%

Gráfico 6



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR

Gráfico 7



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

El cambio en el ciclo de abastecimiento hacia una mayor participación de proveedores locales ya fue financiado en el 2012, por lo que no se esperarían nuevos requerimientos importantes en ese sentido. Las inversiones en CAPEX previstas para los próximos años (de entre USD 40MM y USD 60MM) absorberán un mayor flujo operativo pudiendo requerir de deuda financiera para ser parcialmente cubiertas. No obstante y según las proyecciones los índices de deuda financiera sobre EBITDA mantendrán su nivel bajo moderado (menor a 1.5 veces) en los próximos años.

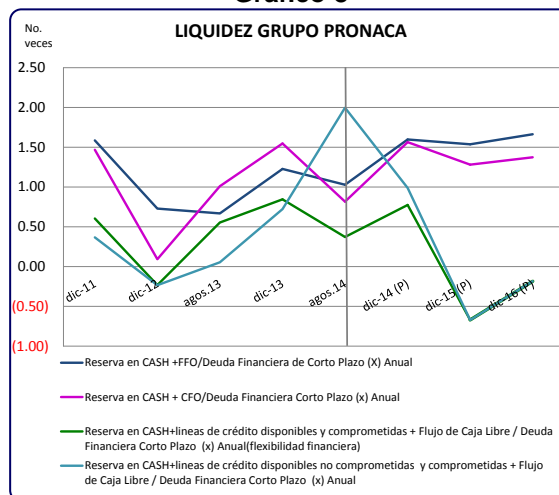
Los indicadores de endeudamiento han sido estresados restando del patrimonio los activos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y

cuya recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas. Se incluyen pasivos con relacionadas que tienen costo financiero, contingentes tributarios (sin intereses) y garantías sobre firmas entregadas a empresas relacionadas cuyas cifras no están consolidadas en los estados financieros del Grupo.

A corto plazo, un escenario de desdolarización es poco probable, sin embargo a la fecha de análisis el Grupo presenta una exposición cambiaria no cubierta, equivalente al 15% de su patrimonio, generada en la proporción de deuda financiera contratada en el exterior con organismos internacionales. La deuda con el exterior representa alrededor del 45% de la deuda financiera global a agos-2014.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 8



Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

Los índices de liquidez del Grupo continúan influenciados positivamente a agosto del 2014 por el ingreso de fondos disponibles derivados de la venta de PRONACA Colombia, excedente que será utilizado en el transcurso del año.

El flujo de caja libre neto, sumado a las reservas de liquidez que Grupo PRONACA mantiene a agosto del 2014 permite cubrir alrededor del 27% de la deuda financiera de corto plazo, sin embargo si se incluyen a las líneas de crédito disponibles a la fecha de análisis, la cobertura alcanza las dos veces. Cabe indicar que las líneas de crédito de bancos locales y del exterior concedidas a favor de Grupo PRONACA no están comprometidas.

El gráfico muestra que todos los niveles de liquidez del Grupo en escenarios normales se mueven en la misma dirección, poniendo en evidencia que los requerimientos de capital de trabajo son estables y que las inversiones se realizan en función de la



generación. Las presiones en la liquidez podrían generarse en caso de que el Grupo presentara un crecimiento mayor al esperado y si se concretaran las inversiones en CAPEX que la Administración está estimando en su proyección. La porción del CAPEX que no se invertirá en el 2014 se está incluyendo en el 2015.

El emisor PRONACA C.A. ha demostrado históricamente su capacidad para refinanciar su deuda de corto plazo gracias al posicionamiento que mantiene en el mercado, su buena percepción como sujeto de crédito en el sistema financiero local e internacional, y la continua disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

▪ POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

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.

Fecha de corte	ago-14
Activo Líquido (USD M)	40,741
Activo Ajustado (USD M)	558,089
Activo Total (USD M)	653,107

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	60,475	60,475.00	0.67	9.23
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	62,936	123,411.00	0.33	4.52
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	161,205	284,616.00	0.14	1.96
TOTAL		284,616	284,616.00	0.14	1.96

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

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

Fuente: Estados Financieros individuales de PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

▪ RESGUARDOS

No se han establecido resguardos adicionales a los que contempla la Ley.

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

Año	Operación	Monto USD Miles	Fecha de aprobación SIC	Plazo (días)	Fecha de vencimiento	Calificación	Calificadora
2011	Titularización de Flujos	50,000	16-ago-11				
	Serie A			1170	28-nov-14	AAA	BWR
	Serie B			1440	28-ago-15		
	Serie C			1890	29-nov-16		
	Serie D			2160	29-ago-17		
	Serie E			1170	17-ene-15		
	Serie F			1440	17-oct-15		
2014	Papel Comercial	90,000	27-jun-14	720	16-jun-16	AAA	BWR

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: BWR.

PRONACA participa en el mercado de valores desde el año 2003. El programa de papel comercial vigente constituye la séptima experiencia de la empresa en el mercado de valores. Todas las operaciones hasta el momento han sido colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos cortos como medianos y su cumplimiento ha sido en tiempo y forma.

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.

GRUPO PRONACA C.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	ago-13	dic-13	ago-14
Resumen de Resultados					
Ventas	803,034	871,109	586,537	924,341	608,339
% crecimiento	13.6%	8.5%	1.0%	6.1%	-1.3%
MARGEN BRUTO (%)	18.9%	19.3%	18.6%	20.2%	21.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	51,801	95,825	67,387
MARGEN EBITDA (%)	9.5%	9.7%	8.8%	10.4%	11.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	51,801	95,825	67,387
MARGEN EBITDAR (%)	9.5%	9.7%	8.8%	10.4%	11.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,593	56,633	33,342	67,368	49,903
MARGEN EBIT (%)	6.1%	6.5%	5.7%	7.3%	8.2%
Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-8,687	-12,298	-5,990
Impuestos a la renta	-8,991	-10,869	-6,311	-13,175	-10,276
UTILIDAD NETA	27,114	36,589	21,658	33,951	34,065
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	31,909	45,145	29,497	58,141	63,244
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4,954	3,943	3,465	1,861	7,039
Capital de Trabajo	148,561	206,606	190,675	185,343	204,539
Cuentas por Cobrar Comerciales	74,718	82,013	65,902	79,814	71,644
Inventarios	160,937	190,775	188,749	166,920	198,902
Cuentas por Pagar Proveedores	87,094	66,182	63,976	61,391	66,007
Deuda Financiera Total	135,500	173,855	161,993	150,709	145,641
Otros Pasivos	38,945	43,800	52,298	37,630	66,337
Patrimonio	300,341	335,898	345,221	360,532	382,571
Patrimonio Tangible	257,612	298,500	303,218	314,925	343,256
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	76,202	84,443	51,801	95,825	67,387
(-) Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-8,687	-12,298	-5,990
(-) Impuesto a la renta del período	-8,519	-9,611	-6,311	-12,200	-11,292
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	58,292	63,167	36,803	71,327	50,105
(-) Variación Capital de Trabajo	-4,725	-58,552	19,971	19,065	-11,268
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	53,567	4,615	56,774	90,392	38,837
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,410	2,038	3,314	4,156	3,061
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6,979	-806	0	-13,075	-1,617
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	7,161	1,434	567	10,043	1,876
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-11,090	-6,068
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-37,629	-29,361	-19,028	-31,102	-19,787
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-388	-488	-398	-826	-1,156
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	19,142	-25,320	30,139	48,498	15,146
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.4%	-2.9%	5.1%	5.2%	2.5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,406	38,491	-15,449	-27,710	-2,946
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3,270	1,137	-3,200	-5,781	-5,334
OTRAS INVERSIONES NETO	-6,188	-1,298	-27,140	-1,526	-1,762
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-10,570	220	0	-488	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	4,520	13,230	-15,650	12,993	5,104
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	27,387	31,909	45,145	45,145	58,141
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.21	6.42	5.24	6.80	9.36
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.11	7.24	5.96	7.79	11.25
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8.11	7.24	5.96	7.79	11.25
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	6.70	1.40	7.54	8.35	7.48
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.32	-0.46	0.43	0.77	0.19
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.42	0.16	2.98	2.91	1.96
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.78	2.06	2.08	1.57	1.44
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.36	1.52	1.71	0.97	0.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	31%	34%	32%	29%	28%
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.59	0.73	0.67	1.23	1.03
Reserva en CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.47	0.09	1.01	1.55	0.82
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.60	(0.23)	0.55	0.84	0.37
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	0.37	(0.23)	0.05	0.72	0.27
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.37	(0.23)	0.05	0.72	2.00
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.60	(0.23)	0.55	0.84	2.10

PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS (PRONACA C.A.)

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	ago-14
Resumen de Resultados				
Ventas	728,863	800,191	868,917	583,222
% crecimiento	12.2%	9.8%	8.6%	0.7%
MARGEN BRUTO (%)	19.3%	19.5%	20.6%	20.9%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70,105	80,360	92,955	64,696
MARGEN EBITDA (%)	9.6%	10.0%	10.7%	11.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70,105	80,360	92,955	64,696
MARGEN EBITDAR (%)	9.6%	10.0%	10.7%	11.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	47,211	54,567	66,348	47,913
MARGEN EBIT (%)	6.5%	6.8%	7.6%	8.2%
Gasto Financiero del período	-8,596	-10,490	-11,348	-5,835
Impuestos a la renta	-8,216	-9,887	-12,284	-9,410
UTILIDAD NETA	34,281	36,969	33,763	31,919
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	26,313	35,972	42,173	40,741
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4,954	3,943	1,861	5,870
Capital de Trabajo	134,447	191,038	177,043	194,263
Cuentas por Cobrar Comerciales	64,247	72,485	73,940	65,842
Inventarios	152,486	180,590	160,847	192,091
Cuentas por Pagar Proveedores	82,286	62,037	57,744	63,670
Deuda Financiera Total	128,484	173,062	144,837	144,634
Otros Pasivos	34,040	39,133	36,270	60,807
Patrimonio	306,603	340,820	363,493	384,411
Patrimonio Tangible	207,507	236,353	270,388	289,393
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	70,105	80,360	92,955	64,696
(-) Gasto Financiero del período	-8,596	-10,490	-11,348	-5,835
(-) Impuesto a la renta del período	-7,794	-8,745	-11,304	-10,451
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	53,715	61,125	70,303	48,410
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,738	-57,464	13,257	-13,072
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	46,977	3,661	83,560	35,338
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,460	2,071	2,888	1,892
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-434	-12,821	-1,600
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	2,218	-1,023	6,611	1,901
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-5,903
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-30,478	-27,137	-31,903	-19,150
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-379	-2,095	-826	-1,156
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	21,798	-27,709	36,419	11,322
Margen de Flujo de Caja Libre %	3.0%	-3.5%	4.2%	1.9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,364	44,714	-32,789	1,919
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-6,767	419	2,140	-1,845
OTRAS INVERSIONES NETO	-23,051	-7,765	431	-12,828
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	344	9,659	6,201	-1,432
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	25,969	26,313	35,972	42,173
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.25	6.83	7.20	9.30
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x)	8.16	7.66	8.19	11.09
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.16	7.66	8.19	11.09
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	3.73	-3.01	4.90	-2.26
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.51	-0.47	0.57	0.12
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.54	0.13	2.62	1.85
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.83	2.15	1.56	1.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.46	1.71	1.10	1.07
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	30%	34%	28%	27%
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.70	0.71	1.30	0.99
Reserva en CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.50	0.08	1.54	0.75
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.77	(0.26)	0.69	0.29
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	(0.09)	(0.34)	0.74	0.02
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.09)	(0.34)	0.74	1.77
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.77	(0.26)	0.69	2.03



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo 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 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 el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.