

Ecuador
Papel Comercial – 2do 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	2014	feb-2015
Activos	674.7	643.2
Ventas	979.4	161.7
Margen EBITDA (%)	10.8%	10.3%
ROA (%) *	7.1%	6.5%
Deuda / capitalización (%)	25.3%	24.2%
CFO/ Deuda financiera cp.	1.0	0.1
Cash + FCL / Deuda Fin cp.	0.6	-0.3
Deuda Financiera	1.8	1.7
Total/ FFO (x)		

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

Carlos Ordóñez
(593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

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

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 una posición adecuada de liquidez.

La calificación considera el tamaño y el posicionamiento de líder que PRONACA conserva en el Ecuador, su diversificación en clientes, proveedores, productos y su posibilidad de abarcar otros mercados del exterior, factores que ayuden 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 sí 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 que genera el Grupo.

PRONACA es generador periódico de 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.

Mayores inversiones en CAPEX, sumado a una posible salida extraordinaria de flujo que servirá para cubrir contingencias, son factores que presionarán los indicadores de liquidez a nivel de flujo de caja libre en los años 2015 y 2016. El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga gracias al buen perfil de crédito de PRONACA en el sistema financiero local e internacional, permitiendo 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.

FECHA COMITE: abril 30, 2015

ESTADOS FINANCIEROS A: febrero 28, 2015

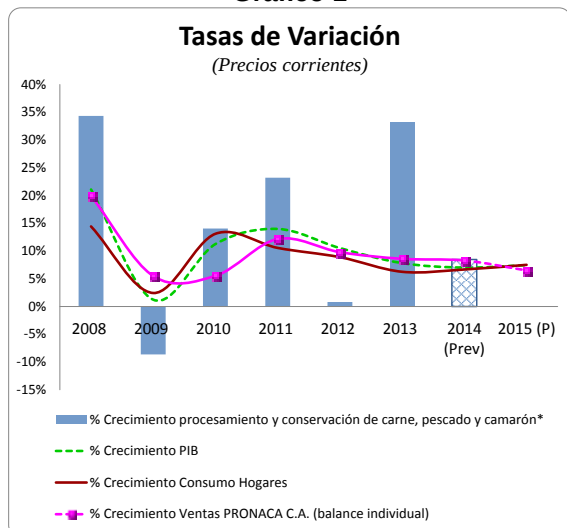
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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.

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\$ 49,096.000		
Plazo Programa:	720 días		
	Clase 1	Monto por Serie (miles de US\$)	Plazo por Serie
	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

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

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. La producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuye con la generación del 3.6% del PIB ecuatoriano y su consumo representa casi el 8% 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.

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. No existen proyecciones públicas disponibles del desempeño del sector para el año 2015, sin embargo PRONACA prevé un crecimiento en ventas acorde con el comportamiento del PIB.

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 posibilidad de potenciar sus 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.

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 desabastecimiento de materias primas y los efectos de los precios en el desempeño de su gestión. En ese sentido, 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

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a marzo del 2015.



financiamiento y/o asesoría técnica. El riesgo de desabastecimiento está siendo mitigado adicionalmente con la importación de materias primas sustitutas.

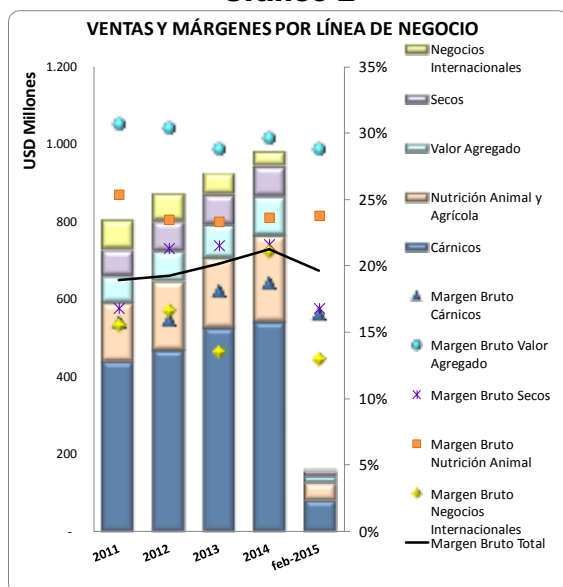
El precio internacional del maíz mantiene una tendencia a la baja como consecuencia de una sobreoferta en Estados Unidos que es el mayor productor de esta materia prima a nivel mundial. Por el contrario, en el transcurso de este año se incrementaron las exportaciones de camarón aprovechando el alza del precio debido a la caída que experimentó el mercado asiático.

Las salvaguardias impuestas por el Gobierno a algunas partidas de productos importados podrían favorecer la línea de cárnicos y de nutrición animal de PRONACA pero afectar a ciertos productos del segmento de valor agregado que son importados.

La devaluación de las monedas colombiana y peruana genera ventajas de producción y exportación en ambos mercados. No obstante, la principal barrera de entrada al mercado ecuatoriano es la capacidad instalada y la distribución. PRONACA procura incrementar su participación en toda la cadena de valor de los productos que comercializa y generar diferentes canales de distribución hacia el consumidor final.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Gráfico 2



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

El Grupo mantiene un margen bruto diversificado, soportado en volumen por la facturación en el segmento de cárnicos que representa el 50.69% 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 (10.43%) y el segmento de nutrición animal y agrícola (27.91%). La línea de negocios internacionales (3.67%) y el segmento de productos secos (7.30%) tienden a reducir su participación en el tiempo.

PRONACA tiene una experiencia de 57 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 8,172 colaboradores directos (7,608 empleados en Pronaca), que atienden aproximadamente 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. Por diferentes coyunturas estos mercados no se encuentran totalmente operativos a la fecha de análisis, pero tienen una expectativa de crecimiento futuro.

La compañía tiene un portafolio amplio de productos, alrededor de 800, que se comercializan bajo 26 marcas diferentes. 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

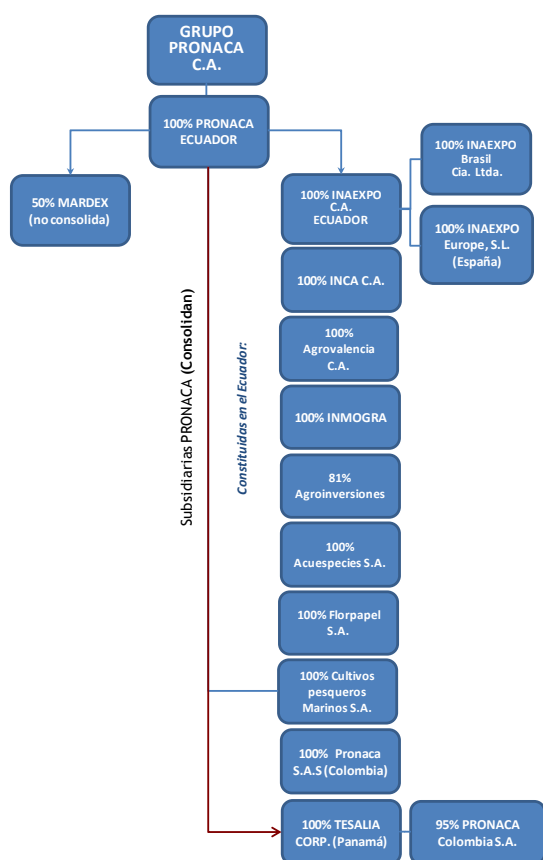
PRONACA es la cabeza del Grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas que tienen los mismos fines de producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado a nivel local e internacional, con excepción de Inmogra que es una compañía inmobiliaria.

Con fines estratégicos, al cierre del año 2014 PRONACA adquiere el 100% de las acciones de la

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

empresa Incubadora Nacional C.A. – INCA, compañía con la que PRONACA mantuvo durante varios años una relación comercial y vinculación por accionistas. Desde este año INCA forma parte del Grupo y entra dentro del proceso de consolidación de información financiera.

Por otro lado, se realizó la valoración de las inversiones en Mardex, Pronaca S.A.S y Tesalia, que en conjunto arrojó una pérdida de USD 4.74MM en el ejercicio 2014. Dado que PRONACA no tiene control operativo ni administrativo en Mardex, desde este año se dejó de consolidar información financiera con esta empresa, aunque PRONACA continúa manteniendo una participación accionaria en esta compañía del 50%.



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

PRONACA inició desde el año 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

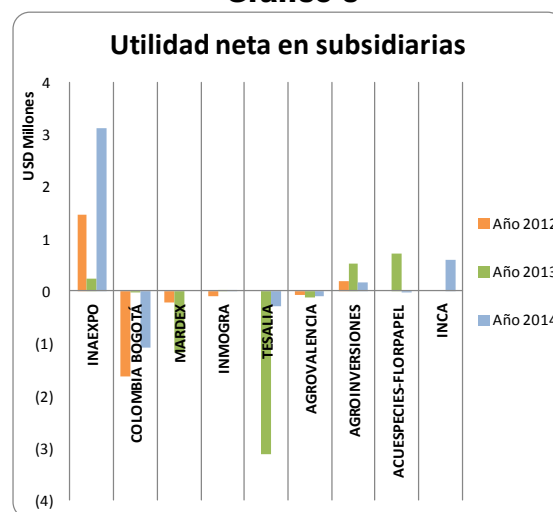
arrojó una pérdida en el 2013 de USD 5.7MM y USD 5.3MM respectivamente.

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.

PRONACA es generador del 96% de las ventas y resultados netos del Grupo y es la empresa que absorbe el apalancamiento 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. Por una política de la Administración, las garantías que otorga a terceros relacionados se redujeron significativamente en el año 2014. Este contingente se está incluyendo como pasivo en los indicadores de endeudamiento tanto consolidados como individuales.

De sus subsidiarias, sólo Inaexpo aporta con alrededor de un 7% de la utilidad del Grupo (1% en el 2013). La contribución de INCA, Inmogra y del Fideicomiso Agroinversiones es marginal a la fecha de corte (1.69% 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 anterior.

Gráfico 3



Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

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.



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 32% como una política de soporte aceptada por los accionistas, aunque esta decisión se vincula también con una restricción establecida en el contrato suscrito con la Corporación Andina de Fomento (CAF), acreedor del Grupo. De acuerdo con las proyecciones, esta política se mantendrá en el 30% en los siguientes años 2015 y 2016.

ACCIONISTAS DE PRONACA C.A.	PART.
HAYMARKET CAPITAL VENTURES LLP. (Inglaterra)	40.97%
KEYPOINT INVESTMENTS LIMITED COMPANY LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	32.49%
DANPARK ENTERPRISES LIMITED LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	9.44%
Fideicomiso GB. (Ecuador)	8.04%
Holding de Empresas Ecuatorianas HOLDECUADOR S.A. (Ecuador)	5.73%
POSTEN LIMITED LLC. (Estados Unidos - Islas Vírgenes)	1.91%
Otros (< 1%)	1.41%

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 (31% 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.

Este estudio se basa en los estados financieros consolidados e individuales directos con corte al 28 de febrero del 2015, presentados bajo NIIF e históricos: 2011, 2012, 2013 y 2014 auditados por la firma Deloitte & Touche (D&T). Los informes del auditor en referencia en ninguno de los años analizados presentan salvedades respecto a la información financiera que reflejan.

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

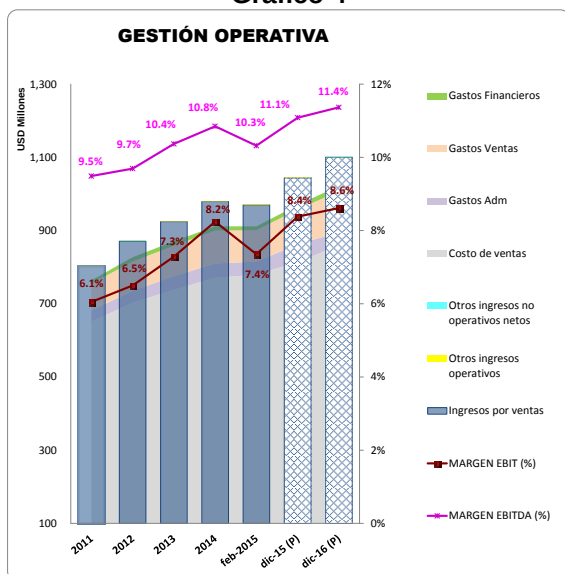
Gestión Operativa y Tendencias

En el año 2014 Grupo PRONACA cumplió con la expectativa de crecimiento en ventas del 5.96%, por debajo de los promedios históricos observados, comportamiento que estuvo influenciado por una

desaceleración en las líneas de cárnicos (aves y cerdos) y productos secos (arroz, conservas y huevos). Adicionalmente, la decisión de la Administración de salir del negocio de comercialización de alcachofa, también impactó los ingresos del segmento de negocios internacionales desde el año 2012. En el año 2014 las ventas también se desaceleraron a nivel individual, aunque éstas crecieron a un ritmo mayor que el consolidado, al 8.29%.

Para el año 2015, la Administración proyecta un crecimiento en las ventas consolidadas del 6.58% y un margen bruto que mejorará gracias a una posible estabilidad en el costo de materias primas, mayor eficiencia en costos de producción gracias a la incorporación de una nueva tecnología en la rama de aves y el desarrollo de la línea de valor agregado que aporta con mayores márgenes porcentuales. Adicionalmente, el margen bruto de los años 2015 y 2016 ya no estará influenciado por las inversiones en Colombia y Mardex, las mismas que presionaban a la baja el margen bruto del Grupo.

Gráfico 4



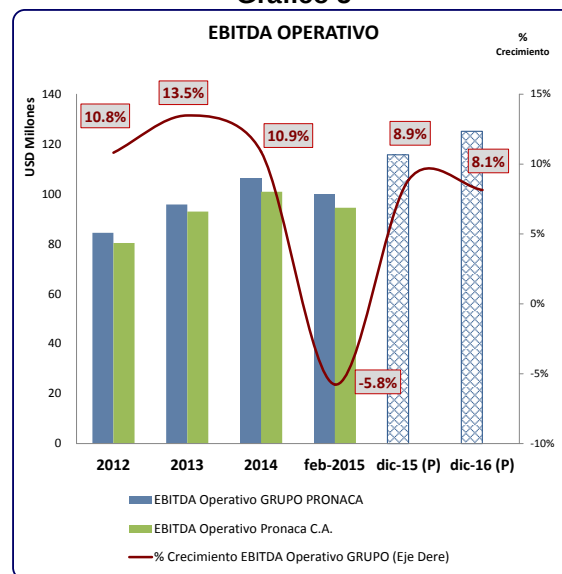
Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR.

El margen bruto consolidado y de PRONACA a nivel individual se ha fortalecido en el tiempo, que sumado con un peso estable del gasto operativo ha permitido que el EBITDA mantenga un desempeño histórico positivo y creciente. Esta tendencia se mantendrá al alza en los próximos años 2015 y 2016, aunque podría desacelerarse bajo un escenario previsto por la compañía de un crecimiento conservador en ventas.

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.

Gráfico 5



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

El peso del gasto operativo en relación a los ingresos se mantendrá entre un 13% a 14% bajo la perspectiva de que las inversiones en tecnología permitan generar ahorros en costos y gastos. El costo del financiamiento es competitivo (en un rango de 7% a 9.5%) 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.

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. En los próximos años estos índices se mantendrán en niveles similares a los observados en el año 2014, de entre el 7% al 8% en ROA y entre el 12% y 13% en ROE.



■ Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	2013	2014	feb-2015
Total Activo Corriente	54.4%	56.4%	54.4%
Fondos Disponibles	9.6%	7.6%	7.0%
Inversiones mediano plazo	1.8%	4.3%	4.3%
CxC Comerciales	13.1%	14.3%	14.7%
Inventarios Neto	19.8%	21.5%	18.5%
Activos biológicos	5.9%	5.7%	6.3%
Otras cuentas por cobrar	1.5%	1.1%	1.0%
Gastos anticipados	2.8%	1.9%	2.5%
Total Activo No Corriente	45.6%	43.6%	45.6%
Propiedad, planta y equipo	34.9%	33.8%	35.5%
Activos biológicos	1.7%	1.7%	1.8%
Propiedades de inversión	2.7%	2.7%	2.8%
Equipo Avícola	0.3%	0.5%	0.4%
Inversiones Emp. Relac.	2.9%	0.7%	0.5%
Activos Intangibles y Diferidos	2.6%	3.1%	3.3%
Otros activos	0.6%	1.1%	1.1%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%

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

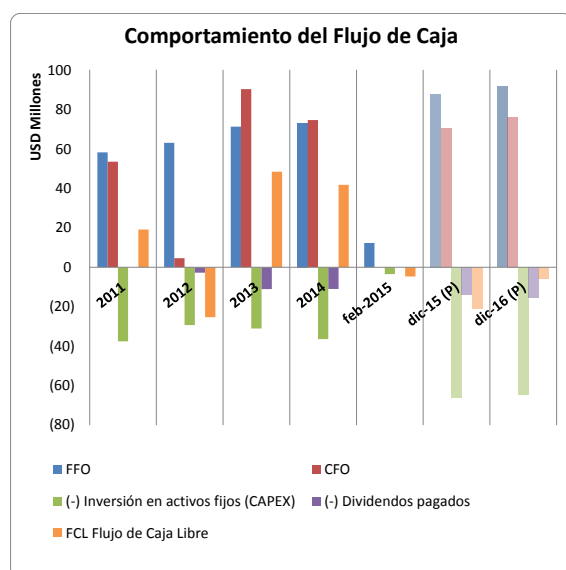
PASIVOS

Cuenta	2013	2014	feb-2015
Total Pasivo Corriente	23.3%	30.4%	26.3%
Deuda Financiera CP	9.8%	11.6%	11.8%
Deuda Comercial	9.7%	13.4%	7.8%
Otros Pasivos CP	3.8%	5.4%	6.7%
Total Pasivo LP	17.4%	11.3%	11.4%
Deuda Financiera LP	12.0%	6.0%	5.7%
Otros pasivos LP	5.4%	5.3%	5.7%
PATRIMONIO	59.3%	58.3%	62.2%

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

■ FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



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

El Grupo a través de PRONACA es generador permanente de flujo de caja libre (FCL) positivo. El CFO⁴ del Grupo ha sido generalmente suficiente para cubrir el CAPEX e intangibles, los dividendos reconocidos a los accionistas y parte de otras inversiones en empresas relacionadas, inclusive en empresas 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 vinculadas 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.

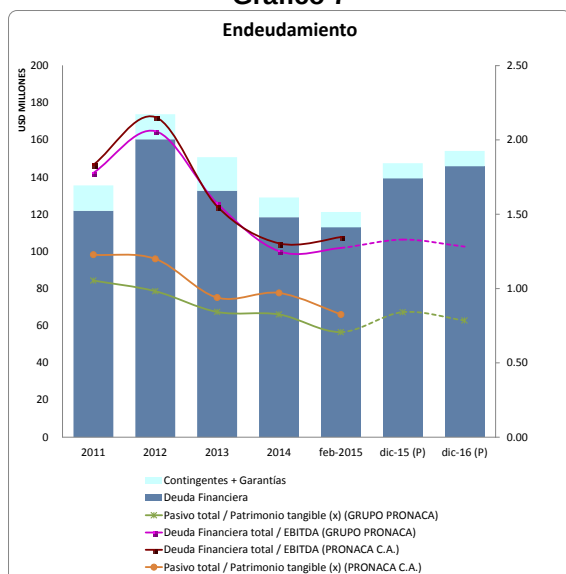
El flujo de financiamiento proveniente de proveedores se incrementó al cierre del año 2014 permitiendo cubrir todo el requerimiento de inventarios, el mismo que aumentó en 17% (incluyendo activos biológicos) debido a importaciones que se quedaron en tránsito. Este comportamiento estuvo adicionalmente relacionado con la optimización del capital de trabajo del período y con la estacionalidad característica de fin de año.

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 35 días en promedio) y diversificada tanto a nivel local como en el exterior. El riesgo de la cartera local se concentra en 5 clientes principales, en su mayor parte autoservicios, que representan alrededor del 30% de la cartera bruta. La relación de cartera en riesgo (sobre los 45 días de vencido) es de 3.52% de la cartera bruta (año 2014), riesgo cubierto en un 131% mediante provisiones.

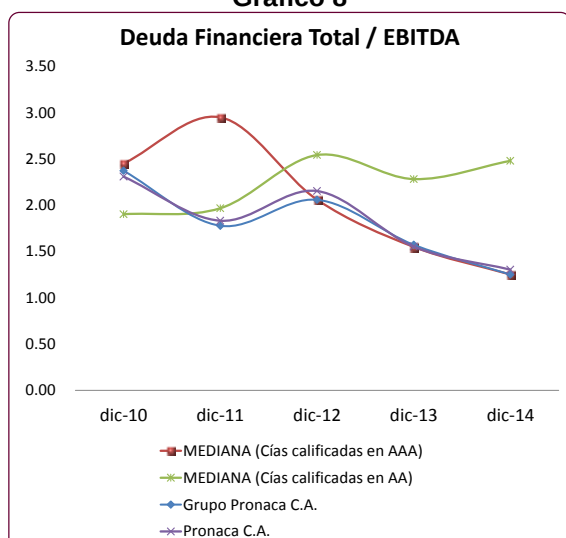
⁴ CFO = Flujo de Caja Operativo

Gráfico 7



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR

Gráfico 8



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

Si bien el patrimonio de PRONACA continúa apalancando y garantizando los negocios de sus empresas relacionadas, los indicadores de endeudamiento tanto en relación al patrimonio como respecto al EBITDA se mantienen en rangos conservadores y consistentes con la calificación de riesgo otorgada. Esta posición de bajo endeudamiento refleja la flexibilidad financiera de la empresa para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras.

El cambio en el ciclo de abastecimiento de materia prima hacia una mayor participación de proveedores locales ya fue financiado en el año 2012, por lo que

no se esperarían nuevos requerimientos importantes en ese sentido en los próximos años. Las inversiones en CAPEX previstas para los años 2015 y 2016, de entre USD 68 y USD 70MM cada año absorberán un mayor flujo operativo pudiendo requerir de deuda financiera adicional 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 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. El EBITDA sostiene una cobertura histórica de gastos financieros de entre 5 a 11 veces, demostrando la flexibilidad de la compañía para cubrir el costo de su deuda. La generación operativa del Grupo alcanzó a cubrir en 2.05 veces las inversiones en CAPEX que fueron ejecutadas en el año 2014.

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 contingentes tributarios (sin intereses) y garantías sobre firmas entregadas a empresas relacionadas cuyas cifras no están consolidadas en los estados financieros del Grupo.

El 22.2% de la deuda financiera vence en el largo plazo, permitiéndole al Grupo realizar parte de 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 GRUPO PRONACA

Corte: Febrero 2015	Miles USD	%
Año de vencimiento		
2015	68,466	60.6%
2016	19,415	17.2%
2017 en adelante	25,066	22.2%
Deuda Financiera total	112,947	100.0%

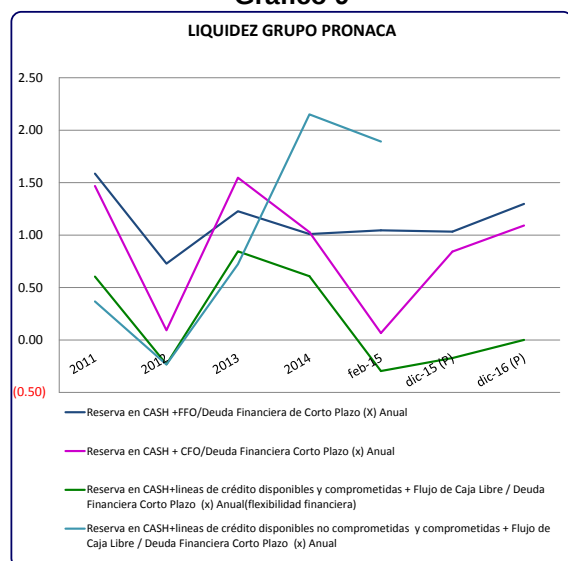
A la fecha de análisis el Grupo presenta una exposición cambiaria no cubierta, equivalente al 12% de su patrimonio, generada en la proporción de deuda financiera contratada en el exterior con

organismos internacionales. La deuda con el exterior representa alrededor del 43.8% de la deuda financiera global a febrero del 2015.

Si bien PRONACA cuenta líneas de crédito abiertas que han sido contratadas en el exterior y que podrían refinanciarse en el mediano plazo, la compañía procurará en lo posterior concentrar mayor financiamiento en el mercado local frente a un eventual escenario de desdolarización.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



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

El flujo de caja libre neto, sumado a las reservas de liquidez que Grupo PRONACA mantuvo en el año 2014 permitió cubrir alrededor del 61% 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.

Los indicadores de liquidez de los años 2015 y 2016 se presionarán a nivel de flujo de caja libre por las mayores inversiones en CAPEX. A esto se suma una salida extraordinaria de flujo que servirá para cubrir contingencias laborales, nuevas pérdidas en inversiones y glosas tributarias. No obstante, 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 y su buena percepción como sujeto de crédito en el sistema financiero local e internacional.

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 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	feb-15
Activo Líquido (USD M)	39,617
Activo Ajustado (USD M)	537,437
Activo Total (USD M)	637,393

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	86,719	86,719	0.46	6.20
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	106,919	193,638	0.20	2.78
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	55,987	249,625	0.16	2.15
TOTAL		249,625	249,625	0.16	2.15

*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 B			1440	28-ago-15		
	Serie C			1890	29-nov-16	AAA	BWR
	Serie D			2160	29-ago-17		
	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	dic-13	dic-14	feb-15
Resumen de Resultados					
Ventas	803,034	871,109	924,341	979,410	161,732
% crecimiento	13.6%	8.5%	6.1%	6.0%	-0.9%
MARGEN BRUTO (%)	18.9%	19.3%	20.2%	21.3%	19.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	106,261	16,688
MARGEN EBITDA (%)	9.5%	9.7%	10.4%	10.8%	10.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	106,261	16,688
MARGEN EBITDAR (%)	9.5%	9.7%	10.4%	10.8%	10.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,593	56,633	67,368	80,736	11,897
MARGEN EBIT (%)	6.1%	6.5%	7.3%	8.2%	7.4%
Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-11,686	-1,767
Impuestos a la renta	-8,991	-10,869	-13,175	-19,119	-2,676
UTILIDAD NETA	27,114	36,589	33,951	45,293	7,126
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	31,909	45,145	58,141	51,413	45,005
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4,954	3,943	1,861	5,656	5,614
Capital de Trabajo	148,561	206,606	185,343	200,863	215,973
Cuentas por Cobrar Comerciales	74,718	82,013	79,814	96,454	94,766
Inventarios	160,937	190,775	166,920	195,174	171,703
Cuentas por Pagar Proveedores	87,094	66,182	61,391	90,765	50,496
Deuda Financiera Total	135,500	173,855	150,709	132,966	127,501
Otros Pasivos	38,945	43,800	37,630	58,038	65,022
Patrimonio	300,341	335,898	360,532	393,117	400,237
Patrimonio Tangible	257,612	298,500	314,925	358,716	364,177
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	76,202	84,443	95,825	106,261	16,688
(-) Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-11,686	-1,767
(-) Impuesto a la renta del período	-8,519	-9,611	-12,200	-21,267	-2,606
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	58,292	63,167	71,327	73,308	12,315
(-) Variación Capital de Trabajo	-4,725	-58,552	19,065	1,376	-12,409
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	53,567	4,615	90,392	74,684	-94
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,410	2,038	4,156	3,279	411
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6,979	-806	-13,075	-5,769	-809
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	7,161	1,434	10,043	18,630	-48
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-11,000	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-37,629	-29,361	-31,102	-36,496	-3,481
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-388	-488	-826	-1,482	-663
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	19,142	-25,320	48,498	41,846	-4,684
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.4%	-2.9%	5.2%	4.3%	-2.9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,406	38,491	-27,710	-14,255	-5,465
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3,270	1,137	-5,781	-543	2,193
OTRAS INVERSIONES NETO	-6,188	-1,298	-1,526	-33,777	1,548
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-10,570	220	-488	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	4,520	13,230	12,993	-6,729	-6,408
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	27,387	31,909	45,145	58,141	51,413
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.21	6.42	6.80	7.27	7.97
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	8.11	7.24	7.79	9.09	9.44
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.11	7.24	7.79	9.09	9.44
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	6.70	1.40	8.35	7.39	0.95
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	0.32	-0.46	0.77	0.45	-0.59
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.42	0.16	2.91	2.05	-0.03
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.78	2.06	1.57	1.25	1.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.36	1.52	0.97	0.77	0.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	31%	34%	29%	25%	24%
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1.59	0.73	1.23	1.01	1.04
Reserva en CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.47	0.09	1.55	1.03	0.07
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)	0.84	0.61	(0.30)
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)	0.72	0.17	(0.14)
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)	0.72	2.15	1.89
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)	0.84	2.59	1.74



PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS PRONACA C.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
Resumen de Resultados					
Ventas	728,863	800,191	868,917	940,926	154,016
% crecimiento	12.2%	9.8%	8.6%	8.3%	-1.8%
MARGEN BRUTO (%)	19.3%	19.5%	20.6%	21.2%	19.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70,105	80,360	92,955	100,925	15,747
MARGEN EBITDA (%)	9.6%	10.0%	10.7%	10.7%	10.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70,105	80,360	92,955	100,925	15,747
MARGEN EBITDAR (%)	9.6%	10.0%	10.7%	10.7%	10.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	47,211	54,567	66,348	76,339	11,166
MARGEN EBIT (%)	6.5%	6.8%	7.6%	8.1%	7.2%
Gasto Financiero del período	-8,596	-10,490	-11,348	-11,217	-1,727
Impuestos a la renta	-8,216	-9,887	-12,284	-18,018	-2,496
UTILIDAD NETA	34,281	36,969	33,763	43,744	6,085

Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	26,313	35,972	42,173	42,173	39,617
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4,954	3,943	1,861	4,236	4,213
Capital de Trabajo	134,447	191,038	177,043	187,959	197,082
Cuentas por Cobrar Comerciales	64,247	72,485	73,940	90,481	81,021
Inventarios	152,486	180,590	160,847	187,447	164,550
Cuentas por Pagar Proveedores	82,286	62,037	57,744	89,969	48,489
Deuda Financiera Total	128,484	173,062	144,346	131,608	127,216
Otros Pasivos	34,040	39,133	36,761	53,162	59,426
Patrimonio	306,603	340,820	363,493	396,237	402,322
Patrimonio Tangible	207,507	236,353	270,388	297,989	302,366

Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	70,105	80,360	92,955	100,925	15,747
(-) Gasto Financiero del período	-8,596	-10,490	-11,348	-11,217	-1,727
(-) Impuesto a la renta del período	-7,794	-8,745	-11,304	-20,194	-2,426
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	53,715	61,125	70,303	69,514	11,594
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,738	-57,464	13,257	1,694	-6,799
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	46,977	3,661	83,560	71,208	4,795
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,460	2,071	2,888	3,131	374
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-434	-12,821	-4,315	-1,302
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	2,218	-1,023	6,611	3,840	743
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-11,000	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-30,478	-27,137	-31,903	-37,268	-3,219
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-379	-2,095	-826	-1,482	-663
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	21,798	-27,709	36,419	24,114	728
Margen de Flujo de Caja Libre %	3.0%	-3.5%	4.2%	2.6%	0.5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,364	44,714	-32,789	-9,741	-4,392
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-6,767	419	2,140	268	1,748
OTRAS INVERSIONES NETO	-23,051	-7,765	431	-14,646	-645
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	344	9,659	6,201	-5	-2,561
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	25,969	26,313	35,972	42,173	42,173

Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.25	6.83	7.20	7.20	7.71
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	8.16	7.66	8.19	9.00	9.12
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.16	7.66	8.19	9.00	9.12
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	2.16	-25.65
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	0.51	-0.47	0.57	0.20	-0.09
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.54	0.13	2.62	1.91	1.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.83	2.15	1.55	1.30	1.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.46	1.71	1.10	0.89	0.93
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	30%	34%	28%	25%	24%

Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1.70	0.71	1.30	0.96	0.97
Reserva en CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.50	0.08	1.54	0.98	0.44
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	0.37	0.11
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	0.18	0.09
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	0.18	0.09
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	0.37	0.11



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.