

Ecuador

Calificación inicial

Papel Comercial

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
5ta. Emisión Papel Comercial	AAA	N/R

Perspectiva: Estable

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.

Definición de Calificación:

La categoría 'AAA' corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Resumen Financiero

(USD Millones)	ago-19	dic-19	ago-20
Activos	331.0	356.7	368.9
Ventas	213.4	309.2	227.2
Margen EBITDA (%)	10.36%	10.35%	10.65%
ROE (%) *	9.42%	8.93%	8.81%
Deuda / Capitalización (%)	27.40%	27.25%	32.43%
CFD / Deuda Fin CP (%)	-3.03%	49.21%	0.38%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-1.37	-0.91	-0.63
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	1.73	1.81	2.11
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	2.41	2.63	2.96

* Indicador anualizado para agosto-2019 y 2020

Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración BWR

Contactos:

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

Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA' a la Quinta Emisión de Papel Comercial de AGRIPAC S.A.

La decisión se fundamenta en el sólido posicionamiento comercial de Agripac S.A., y su alta capacidad de generación operativa, combinada con un bajo nivel de endeudamiento que le otorga flexibilidad financiera. La calificación considera el perfil de corto plazo de las emisiones que se realizarán como parte de este programa.

Agripac es una empresa madura, con amplia trayectoria dentro del mercado ecuatoriano, y tiene un sólido posicionamiento dentro de una industria competitiva. Sus ingresos provienen principalmente de ventas al sector agropecuario, muy importante por su aporte en la generación de empleo, y divisas. El sector al que atiende es considerado estratégico para el desarrollo económico por lo que ha sido beneficiario de exoneraciones tributarias y, en función de la liquidez del Gobierno, de programas de financiamiento, capacitación y subsidios para productores. Estos factores mitigan en parte los riesgos inherentes del sector, así como los del entorno.

La capacidad de generación operativa del emisor es sólida y constituye una de sus fortalezas. La administración es proactiva y ejecuta estrategias de crecimiento que han sido exitosas, y su negocio se apoya fuertemente en sus canales de venta propios, que se encuentran distribuidos a nivel nacional. La diferenciación de sus productos se da por su calidad y el soporte técnico y financiero que ofrece al productor. El riesgo de negocio proveniente de la exposición a riesgos climatológicos y de precios de sus clientes se mitiga por una adecuada diversificación, tanto a nivel geográfico, como por comprador y por línea de negocio.

La empresa mantiene una visión de crecimiento constante, por lo que sus decisiones de inversión son proactivas y, aunque en los últimos años han sobrepasado su capacidad de financiarlas con su generación, se orientan al crecimiento de su capacidad productiva y por tanto fortalecerán la generación de ingresos a futuro.

Si bien la empresa mantiene una buena posición de liquidez para cubrir sus necesidades operativas, en los últimos años la empresa incrementó la deuda financiera para cubrir inversiones en CAPEX importantes. Frente a ello la empresa cuenta con fuentes de fondeo diversificadas tanto en el sistema financiero como en el mercado de valores, una estructura de largo plazo de parte de su deuda y líneas de crédito disponibles que mitigan el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo. En los próximos años se espera que la empresa sea generadora de un flujo de caja libre positivo que le permitan disminuir el endeudamiento.

Por último, Agripac cuenta con un fuerte respaldo patrimonial gracias a una política de pago de dividendos conservadora. El patrimonio cubre la totalidad del activo de largo plazo.

Calificación otorgada en escala local

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Quinta Emisión Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
Monto Programa	USD 10'000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo máximo del Papel	359 días
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador financiero y Legal:	Banrio Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Destino de la Emisión	Pago a proveedores de inventarios y materias primas

Pese a que la calificación corresponde a todo el programa descrito, se detallan a continuación las características de la primera emisión:

Clase A:

- a) Monto: Diez Millones de dólares de los EE. UU.
- b) Plazo de los Valores: Hasta 359 días.
- c) Amortización del Capital: Al vencimiento.
- d) Tasa de interés: Cero cupón.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El Ecuador recibió la crisis sanitaria producida por el COVID-19 con una economía en desaceleración, especialmente desde el último trimestre del 2019 por los disturbios sociales que tuvieron lugar en octubre, por el intento fallido del gobierno de eliminar el subsidio a los combustibles.

Los ingresos por la venta de petróleo para el

Ecuador se reducen tanto por la presión en el precio como por la menor producción. Adicionalmente, la restricción en la actividad económica a nivel internacional y local redujo los ingresos tributarios. La situación fiscal del Ecuador se volvió tremendamente presionada. lo que ha impedido al Gobierno cumplir incluso con sus obligaciones presupuestarias.

Bajo las circunstancias descritas se cierra para el Ecuador el mercado de bonos y no existía un prestamista de última instancia para cubrir el gasto corriente. El Ecuador necesitaba llegar a un acuerdo amigable con los acreedores para tener acceso a fondos frescos. Como muestra de buena voluntad con los acreedores, el Gobierno completó el pago de los bonos 2020 y los intereses vencidos. El 31 de agosto de 2020, la mayoría de los inversionistas de bonos acepta la propuesta del Ecuador que contenía lineamientos impuestos por el FMI para llegar a un acuerdo. Este acuerdo con los acreedores de bonos benefició al Ecuador con un recorte de capital del 10% y extensión de plazos hasta el 2026 y 2027. Adicionalmente la tasa de interés se reduce en 25%.

Prácticamente al mismo tiempo, la misión del FMI llegó a un acuerdo con las autoridades ecuatorianas para un programa que permitiría un desembolso de fondos frescos por USD6,500 millones, de los cuales USD 4,000 millones se otorgarán para este año y la diferencia para el 2021. El acuerdo se formalizó la última semana de septiembre y se recibió el primer desembolso de USD2.000 millones a principios de octubre. Tan pronto como se conoció el acuerdo, el riesgo país del Ecuador cayó en 1863 puntos base, y se ubicó por debajo de Argentina, manteniéndose como el tercer peor de América Latina.

A mediados de septiembre, también el Eximbank de China aplaza hasta marzo-2022, un vencimiento de este año por USD 574 millones (por obras del sector eléctrico). Adicionalmente, se reestructuró deuda por USD 417 millones con el Banco de Desarrollo de China (CBD) para pagar desde finales del 2021 hasta 2024. CBD acordó un nuevo préstamo por USD 2,400 millones sin fecha de desembolso. Los préstamos con CBD están vinculados a contratos de venta de petróleo a largo plazo.

El Ecuador ha empezado a recibir desembolsos por los acuerdos descritos, y recibió fondos por los impuestos anticipados decretados para las empresas que registraron ingresos superiores a USD 5 millones en el primer semestre de 2020. Aparentemente se recuperó lo que esperaba (USD 300 millones) hasta mediados de septiembre. Estos fondos pueden ser utilizados solo para cubrir atrasos con proveedores de la salud.

Con los fondos esperados hasta diciembre-2020, el Gobierno podría cubrir los atrasos con sus acreedores locales (empleados públicos, gobiernos seccionales, proveedores, estudiantes universitarios), lo cual reactivaría la cadena de pagos.

Para alcanzar la caída prevista del PIB del 10% en este año, la recuperación en el cuarto trimestre tendría que ser muy importante ya que el crecimiento del segundo y tercer trimestre fue limitado, de manera contraria, la caída del PIB en el año podría ser superior.

Según las cifras del 2020 el Banco Central del Ecuador la economía ecuatoriana se contrajo 12,4% (t-4) en el segundo trimestre de 2020 (10% trimestral (t-1)), que se explica por la reducción del gasto del Gobierno (10,5%), las inversiones de capital (18,5%), del consumo de hogares (11,9%) y de las exportaciones (15,7%).

A pesar del limitado ingreso de dólares a la economía por las razones antes expuestas, se produce un superávit comercial debido a que las exportaciones caen, pero las importaciones se reducen al mismo ritmo o más acentuadamente, por la menor actividad comercial y productiva en el país. Según Análisis Semanal esto demuestra que la dolarización ajusta la balanza comercial. El comportamiento de la balanza comercial influye positivamente en la liquidez del entorno operativo y en los depósitos del sistema financiero que hasta agosto-2020 mantiene tendencia creciente.

Desempeño del Sector Real

La competitividad del sector productivo ecuatoriano se ve seriamente afectada porque, en términos reales, el Ecuador tiene el salario mínimo más alto de la región, el mismo que por la tendencia del dólar a fortalecerse aumenta en relación con los salarios mínimos de la región que se reducen por la devaluación de sus monedas. Esto influye de manera determinante en la demanda de productos ecuatorianos, en la contracción de la producción y por lo tanto en la pérdida del empleo en el sector real.

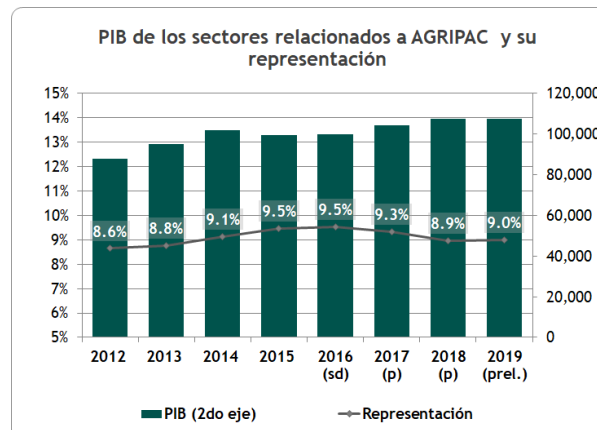
Las medidas adoptadas por la FED para reactivar la economía, aunque promuevan aumento de la inflación podrían resultar en un debilitamiento del dólar, lo que beneficiaría la competitividad de nuestros productos. A pesar de ello y frente a nuestros competidores seguimos siendo caros por la inflexibilidad de las normas laborales.

AGRIPAC S.A. se dedica principalmente a la producción y/o comercialización de insumos para el sector agropecuario que es considerado estratégico para el país por su importancia en la generación de divisas, su contribución como insumo para otras industrias y el aporte social que

genera a través de la creación de fuentes de empleo en el sector rural. Además, los principales insumos requeridos para la producción se benefician de exoneraciones de aranceles y tasa de 0% del IVA.

En el gráfico a continuación se observa que el sector al que se dedica principalmente AGRIPAC S.A. representó el 9% del PIB al 2019 y ha oscilado alrededor del 9.2% históricamente.

Gráfico 1



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

El comportamiento de las tasas de crecimiento de las industrias mencionadas a lo largo del tiempo se asemeja al del Producto Interno Bruto Total, por lo que se podría decir que sigue el comportamiento macroeconómico, además de verse influenciadas por las condiciones climáticas, la demanda internacional y las políticas públicas.

Es importante destacar que en lo que respecta al VAB a diciembre-2019, la Agricultura presentó una variación interanual de -0.51% y la Acuicultura y Pesca fue la industria que reportó un crecimiento importante de 8% y pesca 5.22%.

En las cifras trimestrales publicadas por BCE, en el primer semestre de 2020, los sectores que sirve principalmente AGRIPAC muestran un mejor comportamiento que otros sectores y que el PIB; el sector agrícola, presenta un ligero crecimiento semestral (1.86% a precios corrientes y 1.40% en precios constantes) en comparación con el primer semestre del 2019.

Además, de acuerdo con estas cifras, a junio-2020 el PIB se redujo en 7.72% en términos corrientes, en comparación con el primer semestre del 2019, el sector de la Agricultura mostró un crecimiento de 2.12%, Acuicultura y pesca de camarón 6.11%, y Pesca (excepto camarón) se redujo 7.26%.

La importancia del sector ha llevado a que los gobiernos hayan mantenido varios programas y políticas de fomento al sector, para fomentar la

producción local, a través de subsidios, financiamiento y transferencia de tecnología.

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

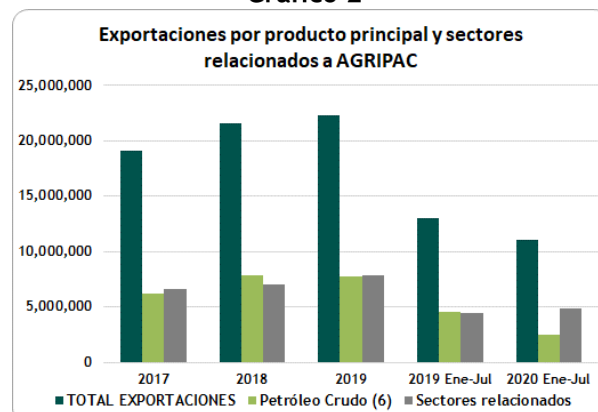
El Proyecto Nacional de Semillas para Agrocadenas Estratégicas comprende un plan destinado a promover el comercio asociativo, a través de la entrega de semillas, fertilizantes y otros insumos con precios subsidiados por el Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAGAP) y entregados a través de la empresa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

Como parte de los planes estatales, al inicio de este Gobierno, se ofreció la asistencia técnica gratuita para 500,000 productores, capacitación para 4,500 técnicos, entrega de 300,000 títulos de propiedad, kits de herramientas nuevas, capital semilla para empresas de mecanización y seguros.

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador, continúa otorgando créditos con tasas bajas de interés a pequeños agricultores en función de la capacidad del Estado, aunque en los últimos años los planes de apoyo a estos sectores se vieron afectados por la crisis fiscal, a pesar de lo cual se mantienen inversiones limitadas para estos programas.

Sin embargo, se mantiene la necesidad de apoyar las actividades de exportación en este sector. Las exportaciones relacionadas a los sectores que sirve la empresa (Banano, Café, Camarón, Cacao) representaron el 35,16% del total de exportaciones incluyendo el petróleo, en el año 2019. En el período de enero a julio de 2020 constituyen el 44,15% debido a un importante crecimiento del 10,1% en comparación con el mismo período del año anterior; en el mismo período del año 2019 estos sectores representaron el 34,3% de las exportaciones y habían alcanzado un crecimiento de 8,7% en comparación con los primeros siete meses del 2018.

Gráfico 2



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

Los fertilizantes y plaguicidas son fundamentales para el sector. En su mayoría los mismos son importados, y localmente solo se mezclan y/o se envasan en distintas presentaciones. Cabe indicar también que existe una competencia importante debido a la existencia de productos genéricos de menor costo. Para atender al sector agropecuario, las estrategias de soporte técnico o financiero a los usuarios y la constante actualización de tecnología para conseguir productos eficientes y de mayor calidad son diferenciadores importantes.

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

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

AGRIPAC S.A. cuenta con una amplia trayectoria de más de 48 años en el mercado, se constituye en el Ecuador en 1972, con el objeto de dedicarse a la comercialización de insecticidas, herbicidas, fungicidas, fertilizantes, semillas, granos, balanceados y productos elaborados y semielaborados para la agricultura, ganadería, acuicultura y salud animal. En el pasado la Compañía adquirió varias empresas afines a su negocio como parte de su estrategia de expansión e integración hacia atrás y estas forman parte de la infraestructura actual. Agripac es clasificada dentro de las 500 empresas más grandes del país, según un reporte de la Revista Vistazo, a sep-2020, ocupa la posición número 43 de este ranking.

La estructura departamental incluye cinco áreas

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

donde colaboran 1,260 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

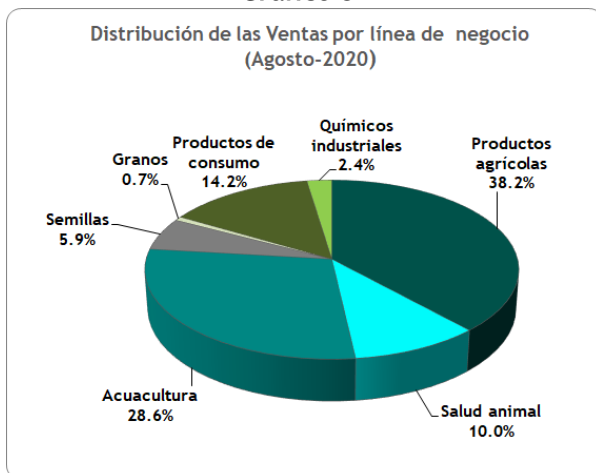
Del total de proveedores, el 90% proviene del exterior, mientras que el 10% corresponde a proveedores locales.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Su amplia red comercial le ha permitido mantener ventas diversificadas por clientes. Los 10 principales clientes representan el 8.62% de las ventas.

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

El crecimiento de las ventas se soporta en el incremento de la capacidad de producción y las inversiones realizadas.

Gráfico 3



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

La venta de productos agrícolas constituye la línea de negocio más importante. Consiste en la mezcla y envasado de fertilizantes, insecticidas, herbicidas, fungicidas, productos biológicos de uso agrícola y otros agroquímicos. Este negocio ha registrado un crecimiento importante al igual que su margen de rentabilidad.

AGRIPAC mantiene una posición fuerte en el mercado de esta línea; de acuerdo con la información entregada por el emisor la Compañía se ubica en segundo lugar dentro del ranking de importadores en agroquímicos, con una participación del 12.6%, con corte agosto-2020, posición que no ha variado significativamente en

los últimos años. El principal importador es Ecuaquímica (15.6%).

Este segmento pertenece a un mercado maduro, en el cual el precio es un componente competitivo esencial, y en el que su importante participación es estable. El emisor busca constituirse en el líder del segmento en el próximo año, debido a la incorporación de una nueva producción del área de fertilizantes.

En segundo lugar de importancia se encuentra la división de acuicultura, que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo del camarón.

Esta línea de productos registró un crecimiento significativo el año anterior (29%), y en este año mantiene su participación en la composición de las ventas. Si bien a la fecha de corte las ventas de acuicultura disminuyeron en 5,1% interanualmente, se espera que las ventas mensuales se recuperen a niveles similares al año anterior.

La división de consumo cuenta con tres líneas de producción: salud pública, pet food y pet care. La línea de salud pública está enfocada en la venta de insecticidas de uso doméstico y raticidas de las marcas líderes Dragón y Klerat, respectivamente, mientras que pet food se encarga de la alimentación para gatos y perros, con las marcas Buen Can, Nutra Pro y Wellness. Esta última marca se integró en abril de 2019 y corresponde a un nuevo alimento para mascotas denominado Wellness, en su categoría Super Premium². Estos productos se ubican en una gama de alta calidad con lo que, de acuerdo al emisor, aprovecha un nicho no explotado por los competidores nacionales.

Para este año, luego de unos meses de espera, se continúa con el proceso de inversiones para fortalecer la producción de otros productos de alimentación animal.

Finalmente, Pet Care contiene desparasitantes y productos para control de pulgas y garrapatas, bajo las marcas Alcon Dog y Michu. Esta división sostiene una tendencia creciente, con un crecimiento de 17.4% interanual en comparación a ago-2019 (17.25% en el año 2019), lo cual se refleja en una mayor participación dentro de las ventas totales de la empresa.

En Salud Animal, AGRIPAC comercializa balanceados con la marca ALCON; cuenta con

² <http://www.agripac.com.ec/es/nuevo-alimento-mascotas/>



alimento para pollo en su etapa pre inicial, inicial y final para cerdos, productos para la lactancia, gestación inicial y engorde; para ganado, productos de ternera inicial, crecimiento y lechero producción. Esta división también cuenta con una línea veterinaria con productos para las distintas etapas de producción en la crianza de cerdos, ganado y aves. Este negocio presenta un crecimiento interanual del 15.6% a ago-2020 y representa el 10% de las ventas.

En la división de semillas se entrega a los clientes productos de calidad física y genética, entre los que se destaca híbridos, semillas de maíz, brócoli, sandía y una gama variada de hortalizas. Este segmento registra una disminución paulatina desde el año anterior (2.8% interanual a ago-2020), pero la empresa espera levantar este segmento con la inversión que realizó en una planta de semillas y la incorporación de nuevas semillas híbridas.

Además de los segmentos anteriores, la empresa se dedica a la venta de granos, especialmente de maíz, que proviene de acuerdos con sus clientes para aceptar la cosecha como una porción del pago. El objetivo del emisor en esta línea es mantener ventas puntuales con márgenes reducidos, puesto que la compra de granos sirve de apoyo comercial para las demás líneas agrícolas. Este segmento se ha reducido significativamente desde el año anterior, a ago-2020 la disminución interanual es de 63% (-67% en el año 2019). A la fecha de corte esta línea de negocio representa el 0.71% de las ventas de la compañía y cuenta con el margen menos atractivo.

Por último, en lo que respecta a químicos industriales es un segmento en consolidación, la compañía comercializa insumos que se utilizan como materia prima para las industrias de cosméticos, alimentos, textiles y pintura. Las ventas del segmento representan apenas el 2.40% del total a agosto-2020, aunque su crecimiento interanual se ubica en 16%.

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

La comercialización de los productos de la marca se realiza principalmente a través de sus 190 almacenes a nivel nacional y en alrededor del 10%

a través de distribuidores. La empresa mantiene en su planificación, de corto y mediano plazo, continuar con el incremento del número de almacenes. La presencia nacional y el control de sus canales de comercialización constituye una ventaja competitiva importante.

Desde el año 2018, inició exportaciones hacia otros mercados y a la fecha de corte el porcentaje de exportaciones es de 0.38% de sus ventas totales. El porcentaje no es material actualmente pero las perspectivas de la empresa son impulsarlas a futuro.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AGRIPAC S.A. mantiene las subsidiarias que se aprecian en el diagrama que se presenta a continuación.



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

A diciembre-2019, el 98.7% de las ventas del grupo pertenece a AGRIPAC S.A. y además genera el 108% de la utilidad contable anual.

En lo que respecta a AEROGRIPAC, a agosto 2020 los activos alcanzan los USD 8.18MM, con una pequeña deuda financiera de USD 270M y cuentas por pagar de corto plazo a Agripac por USD 4.3MM, que constituyen el 68.7% de su pasivo total. Los ingresos del período de enero a agosto 2020 ascienden a USD 2.92MM y generan una pérdida de USD 45.7M en el mismo período.

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

En el cuadro siguiente se presenta las inversiones que AGRIPAC posee en otras empresas y que no consolidan. Las otras tres entidades donde el emisor mantiene el 50% de participación accionarial no consolidan porque, de acuerdo con el informe del auditor externo, este no tiene control o injerencia administrativa sobre las decisiones claves tomadas.

Entidad	% de Participación
RODEGRAN, RODEO GRANDE S.A.	14,0%
RAHAN MERISTEM DEL ECUADOR CÍA. LTDA.	50,0%
STOREOCEAN S.A.	50,0%
MERCAQUIMICOS S.A.	50,0%

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A agosto-2020, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 159.65MM, y de este el 19.8% corresponde a capital social, el 55.0% resultados acumulados, el 6.9% a reserva legal, 12.6% a reserva por revalorización y el 5.8% restante a los resultados del ejercicio.

Los accionistas de la empresa se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Armstrong Wilson Colin Robert	21,660,864	68.4%
Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A.	9,998,920	31.6%
Luna López Cecilia Alexandra	862	0.003%
TOTAL	31,660,646	100%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

El accionista mayoritario es el señor Colin Armstrong, con una participación directa del 68.4% y por tanto mantiene el control de la empresa; el 31.6% corresponde Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A. empresa 99% propiedad de Agripac, y por último, con una participación pequeña, se encuentra la esposa del accionista mayoritario. El señor Armstrong forma parte activa del negocio y actualmente es el presidente de la organización.

El cruce accionarial entre Agripac y el holding antes mencionado sobrestima la fortaleza patrimonial del emisor, por lo que, para afectos de análisis, se utiliza el indicador de patrimonio tangible, que contiene el ajuste correspondiente.

El apoyo de los accionistas a la empresa se refleja en la reinversión de buena parte de las utilidades anuales, que ha permitido la expansión del negocio con el soporte patrimonial, aunque el crecimiento importante registrado en los últimos dos años ha requerido mayor endeudamiento. A ago-2020 la deuda financiera representa el 32% de la capitalización³ de la Compañía (27.4% a agosto-2019 y 27.2% a diciembre-2019). Se esperaría que dicha política se mantenga en niveles similares a futuro.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

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

El Directorio se encuentra conformado por cuatro directores principales y cuatro directores alternos, todos ellos elegidos por la Junta General de Accionistas. Los principales tendrán voz y voto y serán: el Presidente Ejecutivo, el Vicepresidente Ejecutivo, el Gerente General y un cuarto director principal externo, que aún no se encuentra designado.

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

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

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

No obstante, observamos positivamente que la Compañía cuenta oficialmente con un protocolo familiar y un plan de sucesión desde inicios del 2017.

El Gerente General tiene más de seis años en sus funciones, sin embargo, había ocupado cargos gerenciales dentro del grupo por once años, además posee una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



las certificaciones externas que mantiene: Certificación ISO 45001:2018, sobre Sistemas de Gestión de Salud y Seguridad Laboral; Certificación ISO 9001:2015 de gestión de calidad; Certificación ISO 14001:2015, sobre Sistema de Gestión Ambiental, y Certificación de cumplimiento de las normas Global G.A.P sobre buenas prácticas de producción balanceados. Además, cuenta con un informe de Responsabilidad Social donde se muestran cifras transparentes del negocio, su misión, visión y perspectivas.

La Compañía implementó un proyecto para mantener la información en la nube, el cual ya fue concluido y consiste en tener un respaldo de la base de datos y toda la plataforma SAP-HANA en la nube. Esto ha permitido garantizar las operaciones de la empresa ante la materialización de una amenaza o desastre mayor que afectare al Data Center local o el acceso a sus instalaciones.

En cuanto a información financiera se refiere, la empresa genera datos oportunos, consistentes y claros, los cuales son auditados cada fin de año por firmas de reconocido prestigio.

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

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

- Mantener una red de puntos de venta propios con cobertura nacional, que le permita tener una relación directa con el cliente final, el crecimiento de puntos de venta se ha mantenido en este año.
- Diversificación por línea de negocio y clientes, como estrategia de gestión de riesgo.
- Conseguir una mayor participación en las ventas de líneas exclusivas y productos de alto margen y diferenciación, en reemplazo de productos genéricos.
- Mantener un personal capacitado, a través de la aplicación del programa interno “La Escuelita”.
- Exportación de balanceados a Perú y de productos de su línea de consumo a Colombia.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de AGRIPAC S.A y Subsidiarias, y los estados financieros individuales de AGRIPAC S.A., auditados por la firma Deloitte & Touche para los años 2018 y 2019, PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para los años 2015, 2016 y 2017. Estos informes de auditoría no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos de AGRIPAC S.A., con corte agosto-2020, y toda la información proporcionada por la empresa con la misma fecha de corte.

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

Se ha recibido por parte del emisor las proyecciones del Balance General y del Estado de Resultados para los años 2020, 2021 y 2022, así como información sobre las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

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

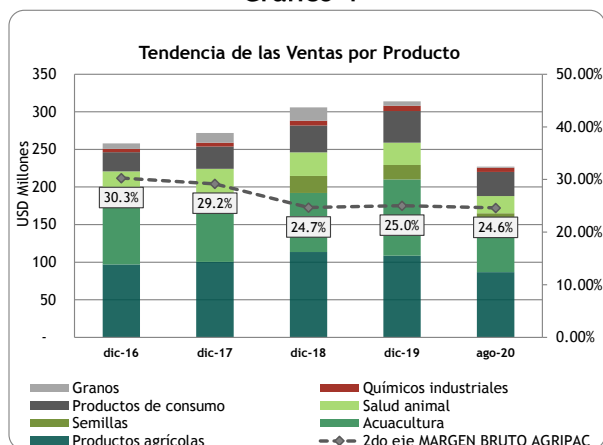
Gestión Operativa y Tendencias

Luego de alcanzar crecimientos importantes en las ventas en el año 2017 (5.45%) y 2018 (12.5%), el crecimiento en el 2019 se ralentizó (1.1%), y en 2020 la empresa consiguió recuperar el crecimiento, el cual a agosto llega al 6.5% interanual, sostenido particularmente en el comportamiento de las líneas de productos agrícolas y particularmente en fertilizantes, y en la de consumo. Se espera que la tendencia se mantenga en el siguiente año en función de las estrategias de posicionamiento que mantiene el emisor.

Durante la crisis sanitaria la empresa ha mantenido la operación en la totalidad de su red comercial, no cerró los locales de ventas y aseguró el abastecimiento con estrategias de logística

adecuadas.

Gráfico 4



Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración: BWR.

En 2020 la compañía proyecta un crecimiento anual de 5.8%, que se justifica por el crecimiento observado hasta agosto, y en los siguientes dos años espera sostener sus ventas con un crecimiento cercano a 2.6% anual, principalmente por la consolidación de productos en los principales segmentos en el agrícola fertilizantes y de balanceados para camarones y el incremento de balanceado para pollos.

El margen bruto se redujo desde 2018 por el incremento del costo promedio de los insumos de productos agrícolas, pero este efecto pudo ser compensado parcialmente por el importante crecimiento de las líneas de acuicultura y productos de consumo. El margen de la línea de productos de acuicultura se sustenta en la calidad de sus productos y el valor agregado de asesoría técnica que ofrecen a sus clientes.

A continuación, se presentan los márgenes brutos de cada una de las líneas de productos y se puede observar que la línea con mejor margen es la de semillas, seguida por productos de consumo, salud animal y productos agrícolas.

PRODUCTO	dic-18	dic-19	ago-19	ago-20
Productos agrícolas	40.30%	21.62%	22.29%	22.51%
Salud animal	13.21%	18.78%	17.16%	19.81%
Acuicultura	16.64%	27.91%	28.49%	26.57%
Semillas	28.02%	36.10%	36.28%	35.13%
Granos	-13.59%	-7.50%	-8.34%	2.18%
Productos de consumo	22.28%	32.62%	32.23%	28.41%
Químicos industriales	9.05%	13.01%	11.73%	12.82%
Marge Bruto total	24.66%	25.01%	25.12%	24.60%

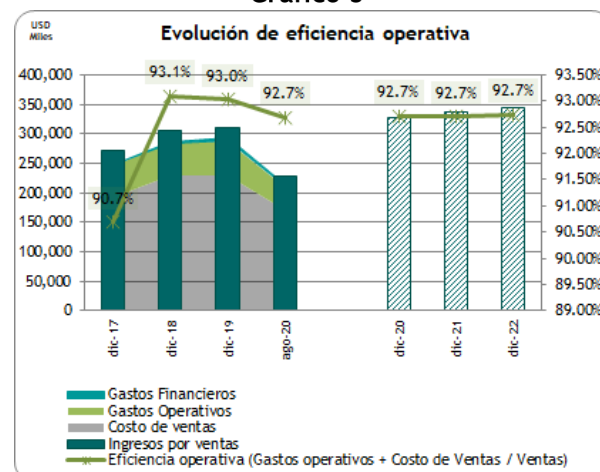
Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

En lo que va del año el margen bruto total disminuye como consecuencia principalmente de la reducción en el margen de la línea de acuicultura, que presenta una contracción en sus ventas de 5.1%, aunque el emisor espera que esta

línea se recupere hasta final del año, y que el margen bruto promedio termine en 24.9%, lo cual consideramos alcanzable.

En el siguiente gráfico se presenta el comportamiento de los ingresos de AGRIPAC S.A., así como su eficiencia operativa (gastos operativos más costo de ventas sobre total de ventas).

Gráfico 5



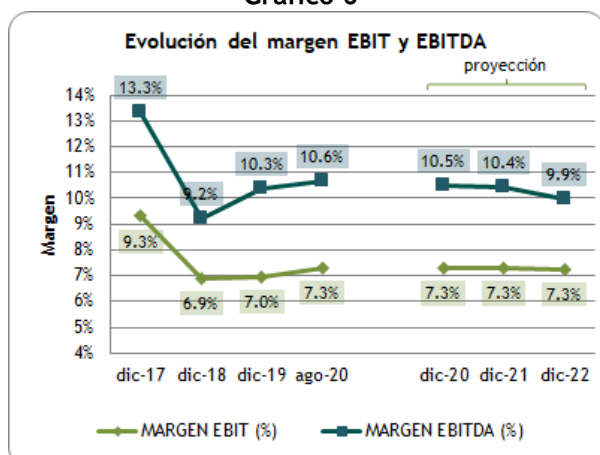
Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El peso de la suma de costos y gastos operativos se incrementó desde el año 2018, por los mayores precios en materia prima, principalmente de la urea utilizada en la elaboración de fertilizantes, que no pudo ser trasladado al precio de venta.

En el año 2019 la empresa mostró un crecimiento menor de las ventas en comparación con lo previsto, mientras que la ampliación de su red comercial significó un crecimiento mayor de gasto operacional para ese año que fue compensada por la empresa con una recuperación en el margen bruto. No obstante, la recuperación del crecimiento a agosto 2020 permite diluir el gasto fijo y mejorar la eficiencia operativa, a pesar de la disminución del margen bruto. Para fin de año esperamos que el peso del costo y del gasto operativo se mantenga en niveles similares al que se registra a la fecha de corte, y que es ligeramente mejor al del 2019.

El crecimiento en ventas y la mejor eficiencia del costo y del gasto hasta agosto 2020 ha permitido que tanto el EBIT como el EBITDA muestren una mejora frente al mismo período del año anterior. Cabe indicar que los estados financieros directos no incluyen ajustes que se realizan a fin de año, así como la aplicación de la norma NIIF 16 en la contabilización del pago de arriendo del año en curso.

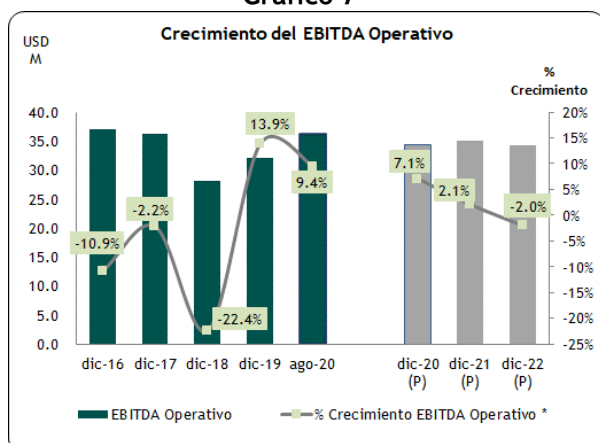
Gráfico 6



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

Nuestra proyección considera una mejora de 7.1% en el EBITDA del 2020 frente al año anterior y esperamos que este indicador tienda a mantenerse en niveles similares para el año 2021 y 2022.

Gráfico 7



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

Estructura del Balance

Cuenta	dic-17	dic-18	ago-19	dic-19	ago-20
Total Activo Corriente	65.5%	64.9%	62.8%	61.5%	61.1%
Fondos Disponibles	3.4%	1.7%	1.0%	1.4%	1.5%
Inversiones corto plazo	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
CxC Comerciales	25.0%	28.1%	28.2%	27.1%	28.1%
Inventarios Neto	30.4%	28.5%	21.6%	25.5%	22.2%
Otras cuentas por cobrar	4.0%	3.1%	3.3%	2.8%	3.1%
Gastos anticipados	2.1%	2.2%	7.3%	3.8%	5.2%
Otros activos corrientes	0.0%	0.7%	1.1%	0.5%	0.6%
Total Activo No Corriente	34.5%	35.1%	37.2%	38.5%	38.9%
Propiedad, planta y equipo	28.7%	30.7%	32.9%	33.5%	34.2%
Inventarios no corrientes	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Propiedades de inversión	1.3%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	3.1%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.9%	0.6%	0.5%	1.2%	1.1%
Otros activos	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Cuenta	dic-17	dic-18	ago-19	dic-19	ago-20
Total Pasivo Corriente	35.4%	42.7%	39.6%	41.8%	40.0%
Deuda Financiera CP	2.3%	7.9%	7.9%	7.3%	9.6%
Deuda Comercial	29.0%	31.9%	27.5%	31.9%	26.8%
Otros Pasivos CP	4.1%	2.9%	4.2%	2.7%	3.6%
Total Pasivo LP	11.6%	8.7%	14.5%	14.4%	16.7%
Deuda Financiera LP	5.8%	3.2%	9.4%	8.9%	10.9%
Otros pasivos LP	5.8%	5.5%	5.1%	5.5%	5.8%
PATRIMONIO	53%	49%	46%	43%	43%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

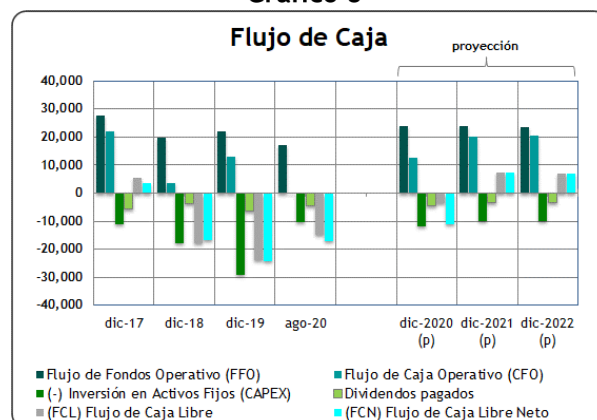
Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR

Se aprecia una estructura sana de balance, ya que el activo no corriente se encuentra financiado con patrimonio y pasivo de largo plazo.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

AGRIPAC genera históricamente Flujos de Fondos Operativos (FFO) holgados que le han permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. Al mismo tiempo, se aprecia volatilidad en los requerimientos de capital de trabajo, especialmente por una rotación de cuentas por cobrar comerciales con tendencia a decrecer. Esta volatilidad se refleja igualmente en un flujo de caja operativo (CFO) fluctuante.

Gráfico 8



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

En agosto-2020 el CFO se contrae a niveles cercanos a 0, por los mayores requerimientos de capital de trabajo, provenientes, en parte, de las dificultades de pago que mostraron algunos clientes por las restricciones de la coyuntura sanitaria. También se aprecia el efecto del pago del anticipo de impuesto a la renta dispuesto por el Gobierno y la regularización de los días de cuentas por pagar a proveedores, que terminaron elevadas a fines del 2019. La compañía advierte que la tendencia de recuperación de la cartera ha mejorado en los últimos meses, aunque nuestra proyección considera que los días de cuentas por cobrar se mantengan en niveles similares para fin de año y mejoren ligeramente para 2021 y 2022.

Se espera que los flujos operativos de los cuatro meses restantes y una liberación estacional de capital de trabajo permitan que la empresa termine con un CFO positivo, aunque menor en 2.25% al generado en 2019. Para los siguientes años, dado el menor crecimiento de ventas esperado, los requerimientos de capital de trabajo serían menos representativos.

Los clientes están expuestos a los riesgos propios de la industria agropecuaria, por lo que la morosidad puede variar en función de las condiciones climatológicas, plagas, y demás factores exógenos de riesgo; frente a esto, la empresa maneja políticas flexibles de refinanciamiento cuando justifica, que generalmente permiten la recuperación en el tiempo de los valores. Históricamente los castigos de la cartera vencida más de 5 años han representado aproximadamente 1% de las ventas anuales, por lo que el riesgo se ha mantenido en niveles controlados. Cabe indicar que a la fecha de corte se mantienen cuentas por cobrar al sector público por USD 3 millones, que se estima recuperables, aunque es probable que una porción de este valor deba ser recibido en bonos soberanos.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra el costo de al menos 90 días de ventas, aunque al cierre de los últimos cuatro años han fluctuado entre 128 y 145 días. A diciembre-2019 los días de inventario alcanzaron los 143 debido al incremento de inventario por un menor crecimiento en ventas y la llegada reciente de importaciones, mientras que a agosto-2020 se ubican en 115 días (108 días a agosto-2019). La proyección para los próximos años considera un promedio de 129 días en los próximos años, similar a la estimación del emisor.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política también varía en función del proveedor, aunque en términos generales está entre 120 a 180 días para las importaciones y entre 30 y 60 días para las compras locales. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio cerca de los 147 días, en línea con las proyecciones del emisor.

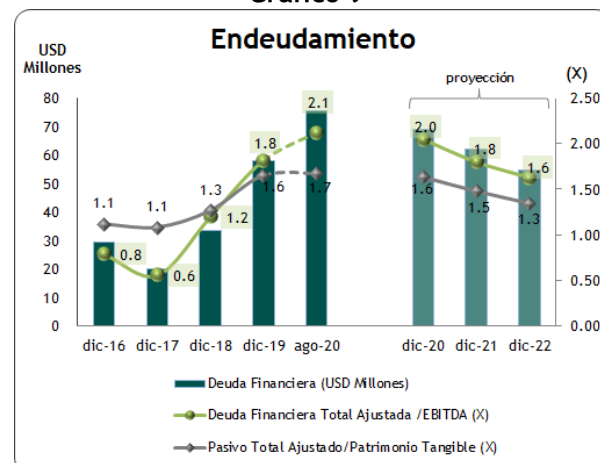
En relación con las inversiones de capital (CAPEX), la empresa ha invertido un promedio de USD 12 MM anuales en el periodo 2013 - 2019, aunque en los 2018 y 2019 este valor se incrementó de forma importante, principalmente para la mejora de la capacidad instalada de sus plantas, almacenamiento, y en menor grado para la renovación de su flota de vehículos. Esto ha

requerido que la empresa aumente su nivel de endeudamiento financiero.

A agosto-2020 las inversiones de capital alcanzan los 10.2 millones y se estima que el requerimiento de inversiones de capital para fin de año se ubique en USD 12 MM y USD 10MM en los dos años siguientes, en línea con su promedio histórico, por lo cual se espera que puedan ser cubiertos en su totalidad con su generación operativa.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible⁴ y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 20% y 35.5% de los resultados del ejercicio en los últimos cinco años, y esperamos que se mantengan en un promedio de 27% en los próximos años.

Gráfico 9



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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

En los últimos dos años la deuda financiera crece de forma importante para financiar sus inversiones CAPEX, a pesar de lo cual los niveles de endeudamiento siguen siendo relativamente bajos en relación con su capacidad de generar ingresos y con su patrimonio tangible.

El endeudamiento en relación con el EBITDA llegó a agosto-2020 a 2.1 veces y se espera que vaya reduciéndose paulatinamente dentro del plazo de la emisión, gracias a su capacidad de generar

⁴ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a

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

flujos de caja libre positivos.

El bajo nivel de endeudamiento, combinado con el hecho de que el 53% se encuentra en un plazo superior a un año, le otorga emisor una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada, y que le permite mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria.

Cabe indicar que, de los USD 75.7 millones de deuda financiera que el emisor mantiene a la fecha, USD 21.7 millones corresponde a una deuda financiera con un organismo multilateral, con un plazo remanente de 6 años.

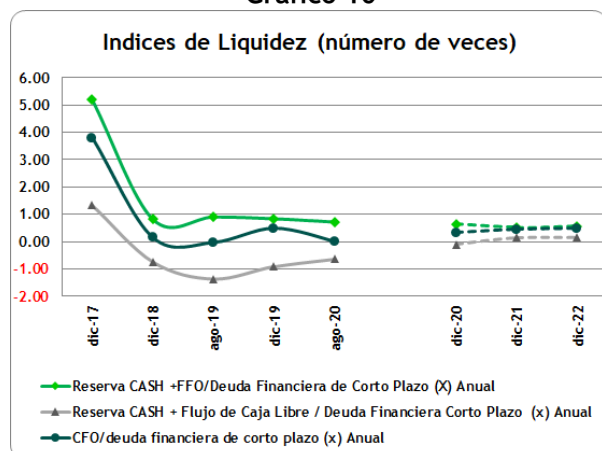
Capacidad de Pago y Liquidez

Se espera que en los años 2021 y 2022 los flujos de caja libre positivos permitan reducir los niveles de deuda, en función del regreso a niveles históricos de sus inversiones en CAPEX.

Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario y el pago a sus proveedores, manteniendo niveles de reservas reducidas, pero el emisor mantiene líneas de crédito abiertas a las que pueden recurrir en caso de requerirlo.

A agosto-2020 la Compañía registra una caja de USD 5.6MM e inversiones a corto plazo por USD 1.54MM. En los últimos cuatro meses del año, se espera que el emisor logre disminuir su deuda financiera en al menos USD 6.6 millones frente a los niveles actuales, y en los siguientes años flujos de caja libres positivos de alrededor de USD 7MM, que sean utilizados para mantener el nivel endeudamiento en aproximadamente 1.8 veces respecto al EBITDA.

Gráfico 10



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

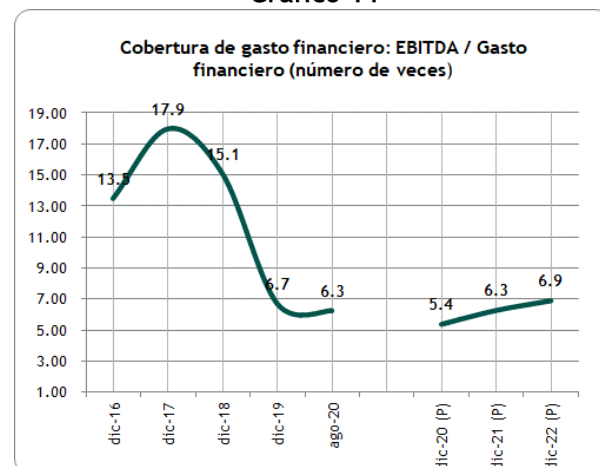
Estimamos que a pesar de que bajo el actual entorno operativo se mantiene el riesgo de refinanciamiento en el país, la compañía tiene

acceso de fuentes de fondeo, tanto locales como del exterior, suficientes para apoyar su planificación de inversiones, tanto por su perfil empresarial, garantías y estructura financiera.

También se considera como mitigante del riesgo de refinanciamiento el hecho de que la política de dividendos se ha ajustado generalmente a los excedentes de caja y que la mayoría de las inversiones en CAPEX proyectadas podrían ser postergadas, de requerirse, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

La compañía históricamente ha mantenido una generación operativa sólida que ha proporcionado una cobertura holgada para el gasto financiero. Si bien, desde el año anterior, esta cobertura ha disminuido, por el importante crecimiento de la deuda financiera, se mantiene en niveles holgados y consistentes con la calificación otorgada.

Gráfico 11



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

Se espera que a partir del año 2021 la cobertura tienda a mejorar gracias a la reducción paulatina de la deuda financiera, y la estabilidad en la generación operativa.

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

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.59 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha



restado del activo total a los activos diferidos y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A continuación, se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo con la Ley.

Fecha de corte	agosto-20
Activo Ajustado (USD M)	334,882
Activo Total (USD M)	368,855

ago-20				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	26,667	26,667	12.56
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	67,166	93,833	3.57
3era	Deuda sin garantía específica de balance	116,293	210,126	1.59
TOTAL		210,126	210,126	1.59

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR.

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

El emisor, bajo declaración juramentada, se compromete a mantener cuentas por cobrar libres de gravamen al menos por el monto de la emisión, las cuales serán repuestas o reemplazadas de ser el caso, durante la vigencia de la emisión. Cabe indicar que las cuentas por cobrar detalladas por el emisor no incluyen cuentas por cobrar con relacionadas.

A agosto 2020 las cuentas relacionadas, tanto comerciales (USD 952M como otras cuentas por cobrar (USD 8.37MM) alcanzan a USD 9.32MM que representan 2.52% del activo total. Las Otras cuentas por cobrar corresponden mayormente a Aeroagripac S. A. y Rodegran Rodeo Grande S. A., son valores pendientes de cobro por concepto de préstamos para capital de trabajo, los cuales no generan intereses y no tienen fecha de vencimiento establecido. Además, de una cuenta por cobrar a Storocean por pagos efectuados por Agripac a su nombre. Son empresas con negocios en marcha que no tienen deuda financiera importante.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los

activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 61% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 39% restante representa básicamente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como su valor de liquidación, dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Se debe mencionar que AGRIPAC S.A. al momento tiene algunos procesos judiciales, cuya cuantía asciende a USD 353M. En el caso de que dichos procesos tuvieran sentencia desfavorable, se convertirían en una contingencia para la Compañía, aunque el monto no se considera material. La cuantía señalada anteriormente no considera procesos judiciales en los que AGRIPAC S.A., actúa como demandante. Además, mantiene contingentes por deudas garantizadas de sus subsidiarias por USD 922.771, las cuales se consideran como parte del indicador de deuda financiera ajustada.

Por último, cabe indicar que el programa de papel comercial que se analiza en este informe, en conjunto con las demás emisiones vigentes del emisor representa menor del 12% de su patrimonio, por lo que se cumple holgadamente con la limitación de 200% dispuesta por la normativa actual.

RESGUARDOS

La emisión de Papel Comercial analizada mantiene garantía general y todos los resguardos previstos por la ley.

El Emisor se compromete a mantener como límite de endeudamiento semestralmente la relación de pasivos financieros sobre activo total no superior a cero punto cuatro (0.4) veces, durante el plazo que esté vigente este programa de papel comercial. Los pasivos financieros corresponden a las obligaciones bancarias y con el mercado de valores a corto y largo plazo.

Adicionalmente el Emisor se obliga al cumplimiento de los siguientes resguardos:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

- a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual



a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,

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

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

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

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

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

Agripac ha mantenido una trayectoria exitosa dentro del mercado de valores. A agosto-2020 permanece una emisión de obligaciones con vencimientos hasta septiembre 2021, el saldo insoluto de las emisiones a agosto es de USD 2.3MM; además mantiene otra emisión de obligaciones de corto plazo por USD 6MM que está dentro del plazo máximo de 720 días para emitir.

Descripción	Resolución aprobación	Ultima Calificación	Califadora	Fecha de Calif.
Emisión de Obligaciones	SCVS.INMV.DNAR.15.0001261	AAA	CLS	20-may.-20
Papel Comercial	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019-000019	AAA	CLS	28-may.-20

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

AGRIPAC S.A. (INDIVIDUAL)									
(Miles de USD)							PROYECCIONES		
Resumen Balance	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	ago-20	dic-20	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	5,605	5,000	5,000	5,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	71,349	62,068	62,186	84,898	96,804	103,525	97,910	96,835	97,651
Inventarios	70,207	64,725	76,456	87,122	91,986	82,779	86,610	91,415	93,821
Activos fijos	59,647	62,566	71,388	92,515	119,576	125,976	125,772	129,650	134,744
Otros activos	30,603	27,387	29,991	32,075	43,250	50,969	49,636	49,069	48,502
Total Activos	237,470	230,482	248,425	301,725	356,722	368,855	364,928	371,969	379,718
Cuentas por Pagar Proveedores	64,806	56,890	71,932	96,310	113,636	98,718	100,364	103,015	105,736
Deuda Financiera Total	44,253	29,209	20,208	33,545	57,974	75,717	69,132	61,921	54,822
Deuda Financiera Corto Plazo	27,527	9,938	5,809	23,891	26,088	35,510	37,122	46,092	42,213
Deuda Financiera Largo Plazo	16,727	19,271	14,399	9,654	31,886	40,206	32,010	15,829	12,609
Otros Pasivos	20,754	24,665	24,590	25,103	30,320	34,769	32,577	33,916	35,255
Total Pasivos	129,813	110,765	116,730	154,958	201,930	209,203	202,074	198,852	195,813
Patrimonio	107,657	119,717	131,695	146,767	154,792	159,651	162,855	173,116	183,905
Resumen de Resultados	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	ago-20	dic-20	dic-21	dic-22
Ventas	282,289	257,882	271,864	305,903	309,242	227,180	327,245	335,887	344,758
Costo de ventas	-201,251	-179,824	-192,553	-230,455	-229,992	-171,286	-245,790	-252,282	-258,945
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-48,891	-50,046	-54,018	-54,330	-57,675	-39,279	-57,623	-59,091	-60,794
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos pa	32,147	28,012	25,294	21,117	21,575	16,615	23,831	24,515	25,020
Ingresos y gastos no operativos neto	15	-1,004	291	166	1,471	-422	73	81	89
Gasto Financiero del periodo	-2,862	-2,751	-2,020	-1,865	-4,916	-3,861	-6,506	-5,721	-5,113
Impuesto a la renta	-11,057	-7,224	-6,426	-6,061	-4,666	-3,096	-4,958	-5,379	-5,699
Utilidad Neta	18,243	17,032	17,138	13,356	13,463	9,236	12,439	13,496	14,297
Otros Resultados Integrales	1,313	-1,057	517	6,805	567	0	0	0	0
Resultado Integral	19,556	15,976	17,655	20,161	14,030	9,236	12,439	13,496	14,297

Resumen Flujo de Caja	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	ago-20	dic-20	dic-21	dic-22
EBITDA OPERATIVO	41,560	37,047	36,227	28,101	32,002	24,194	34,272	34,981	34,271
(-) Gasto Financiero del periodo (sin ajuste NIIF 16)	-2,862	-2,751	-2,020	-1,865	-4,766	-3,861	-6,355	-5,570	-4,962
(-) Impuesto a la renta del periodo	-10,934	-7,018	-6,477	-6,559	-5,160	-3,096	-4,040	-5,379	-5,699
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from opera	27,764	27,277	27,729	19,676	22,076	17,236	23,877	24,031	23,610
(-) Variación Capital de Trabajo	-15,112	6,478	-5,695	-16,167	-9,238	-17,146	-11,328	-3,800	-3,223
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operatio	12,652	33,755	22,035	3,509	12,838	90	12,549	20,232	20,387
(+/-) Flujo de caja no operativo	-90	-1,425	95	166	1,462	-422	73	81	89
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,124	1,368	1,617	2,103	2,471	178	297	305	313
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1,109	-2,372	-1,326	-1,937	-1,000	-600	-224	-224	-224
(+/-) Ajustes no operativos que no impliquen flu	-105	-421	-196	0	-9	0	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-2,639	-3,915	-5,677	-3,765	-6,307	-4,376	-4,376	-3,234	-3,509
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,406	-7,412	-11,125	-17,818	-29,196	-10,242	-12,000	-10,000	-10,000
(-) Inversión en activos intangibles	77	-165	0	14	-2,578	132	132	132	132
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,594	20,836	5,327	-17,894	-23,781	-14,818	-3,622	7,211	7,099
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,273	-15,044	-9,001	13,337	24,429	17,743	11,158	-7,211	-7,099
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,361	2,279	-1,657	1,266	-655	-2,426	-7,643	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PE	506	8,071	-5,331	-3,291	-7	499	-107	0	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL	5,159	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	5,107	5,000	5,000
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-767	23,116	3,670	-16,627	-24,436	-17,244	-11,265	7,211	7,099
Indicadores	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	ago-20	dic-20	dic-21	dic-22
Patrimonio Tangible	83,135	99,476	108,294	122,807	122,494	125,678	124,614	135,442	146,798
% crecimiento en ventas	2.82%	-8.65%	5.42%	12.52%	1.09%	6.46%	5.82%	2.64%	2.64%
MARGEN EBIT (%)	11.39%	10.86%	9.30%	6.90%	6.98%	7.31%	7.28%	7.30%	7.26%
MARGEN EBITDA (%)	14.72%	14.37%	13.33%	9.19%	10.35%	10.65%	10.47%	10.41%	9.94%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota	10.70	10.92	14.73	11.55	5.63	5.46	4.76	5.31	5.76
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	14.52	13.47	17.93	15.06	6.72	6.27	5.39	6.28	6.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR O	1.06	0.79	0.56	1.19	1.81	2.11	2.04	1.80	1.63
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBIT	0.93	0.42	0.33	1.01	1.65	1.96	1.90	1.65	1.48
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.29	19.6%	13.3%	18.6%	27.2%	32.4%	30.1%	26.6%	23.3%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x)	1.01	3.52	5.19	0.82	0.85	0.73	0.64	0.52	0.56
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.46	3.40	3.79	0.15	0.49	0.00	0.34	0.44	0.48
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda	0.06	2.88	1.33	-0.75	-0.91	-0.63	-0.10	0.16	0.17
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de	-0.03	3.10	1.05	-0.70	-0.94	-0.73	-0.30	0.16	0.17

AGRIPAC S.A. (CONSOLIDADO)					
(Miles de USD)					
Resumen Balance	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Caja y Equivalentes de Caja	6,927	15,649	12,260	6,602	5,379
Cuentas por Cobrar Comerciales	72,123	62,894	63,094	84,788	96,415
Inventarios	70,735	65,190	76,924	87,666	92,669
Activos fijos	63,608	66,655	76,154	99,231	126,409
Otros activos	25,280	21,917	22,247	26,085	38,392
Total Activos	238,673	232,304	250,680	304,371	359,263
Cuentas por Pagar Proveedores	73,351	66,506	71,846	97,218	114,305
Deuda Financiera Total	44,622	29,468	29,468	43,911	68,963
Deuda Financiera Corto Plazo	27,675	10,112	5,991	24,796	27,478
Deuda Financiera Largo Plazo	16,947	19,356	23,476	19,115	41,485
Otros Pasivos	21,499	25,051	25,461	23,901	27,388
Total Pasivos	139,472	121,025	126,775	165,030	210,657
Patrimonio	99,202	111,279	123,905	139,340	148,606
Resumen de Resultados	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ventas	285,636	261,282	275,657	309,029	313,368
Costo de ventas	-203,922	-182,683	-195,809	-233,838	-233,746
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-49,278	-50,436	-54,372	-54,824	-58,303
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	32,437	28,163	25,476	20,367	21,319
Ingresos y gastos no operativos neto	1,117	-431	487	1,239	1,773
Gasto Financiero del periodo	-3,926	-3,339	-2,065	-2,384	-5,553
Impuesto a la renta	-11,140	-7,306	-6,499	-5,997	-4,613
Utilidad Neta	18,487	17,087	17,399	13,225	12,926
Otros Resultados Integrales	1,223	-1,065	561	6,826	633
Resultado Integral	19,711	16,022	17,960	20,051	13,558
Resumen Flujo de Caja	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
EBITDA OPERATIVO	40,777	34,690	32,476	28,935	31,706
(-) Gasto Financiero del periodo (sin ajuste NIIF 16)	-3,926	-3,339	-2,065	-2,384	-5,402
(-) Impuesto a la renta del periodo	-11,019	-7,101	-6,551	-6,616	-5,160
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	25,832	24,250	23,859	19,935	21,144
(-) Variación Capital de Trabajo	-14,774	10,845	-9,892	-17,658	-11,118
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	11,058	35,095	13,967	2,276	10,026
(+/-) Flujo de caja no operativo	1,088	-600	660	595	1,764
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,226	1,941	1,813	3,204	2,823
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1,109	-2,372	-1,326	-1,965	-1,050
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-29	-170	172	-644	-9
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-2,640	-3,915	-5,361	-3,292	-4,591
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,425	-7,780	-12,211	-20,179	-29,864
(-) Inversión en activos intangibles	0	-165	-600	-14	-2,630
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,081	22,634	-3,546	-20,613	-25,294
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,181	-15,154	0	14,443	25,052
OTRAS INVERSIONES NETO	-623	1,241	158	512	-982
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERIODO	1,639	8,721	-3,389	-5,658	-1,223
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERIODO (BALANCE)	5,288	6,927	15,649	12,260	6,602
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	458	23,875	-3,388	-20,101	-26,276
Indicadores	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Patrimonio Tangible	82,925	97,342	107,905	121,572	121,531
% crecimiento en ventas	2.86%	-8.53%	5.50%	12.11%	1.40%
MARGEN EBIT (%)	11.36%	10.78%	9.24%	6.59%	6.80%
MARGEN EBITDA (%)	14.28%	13.28%	11.78%	9.36%	10.12%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	7.58	8.26	12.55	9.36	4.91
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	10.39	10.39	15.72	12.14	5.87
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.09	0.85	0.91	1.52	2.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.92	0.40	0.53	1.29	2.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.31	0.21	0.19	0.24	0.32
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.93	2.40	3.98	0.87	0.81
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.40	3.47	2.33	0.09	0.36
Reserva en CASH+lineas de credito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.04	2.24	-0.59	-0.77	-0.88
Reserva en CASH+lineas de credito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	2.36	-0.57	-0.75	-0.92

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2020.