

Ecuador
Tercer Seguimiento
Papel Comercial

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
V Programa Papel Comercial	AAA	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)	dic-19	dic-20	dic-21
Activos	356.7	387.1	470.1
Ventas	309.2	340.4	418.7
Margen EBITDA (%)	10.35%	11.21%	10.33%
ROE (%) *	8.93%	9.43%	10.36%
Deuda / capitalización (%)	27.25%	32.27%	32.08%
CFO / Deuda Fin CP (%)*	42.71%	20.84%	83.88%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	-0.91	-0.33	-0.17
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	1.81	2.05	1.91
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	2.63	3.06	2.72

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 mantener 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, el soporte técnico y financiero que ofrece al productor y las facilidades de financiamiento que ofrece. El riesgo de negocio proveniente de la exposición a riesgos climatológicos y de la volatilidad de los precios de sus materias primas. Sin embargo, el riesgo 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 el año 2021, la empresa ha podido cubrir el pago de dividendos y la mayor parte de las inversiones en CAPEX con su generación operativa y se espera que se mantenga así en los próximos años.

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.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2021-00003050
Fecha de Aprobación SCVS	06-abr-21
Monto Programa	USD 10,000,000
Monto en circulación	USD 6,750,000
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	27-mar-23
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:	Banrío 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.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. El Banco Mundial estima que en 2020 el PIB de todo el planeta se habría contraído en 3.5%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo habría hecho en 6.5%¹.

Así mismo, el Banco Mundial estima que en 2021 la economía del mundo crecerá en 5.6% (1.6% más de lo proyectado a enero de 2021), gracias

principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China². La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo³. Por otro lado, para América Latina el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones. Se teme sin embargo que para 2022 y 2023 los indicadores de crecimiento caigan bajo el 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010, trayendo consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que estos reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas.

El 2020 fue un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una contracción del PIB de -7.8% en 2020. A dic-2021 se habría alcanzado un crecimiento anual de 3.6%. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.5% en 2022. Según las estimaciones actualizadas del Banco Mundial en enero 2022 el crecimiento del Ecuador habría llegado a 3.9% en el año 2021, y proyecta el 3.1% para el año 2022 y 2.5% en 2023.

Según las estimaciones del FMI, la economía ecuatoriana entraría en una fase de lento crecimiento con 2,8% promedio anual para el período 2022-2026 (FMI 2021).

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo esperado no representa una recuperación para ningún segmento excepto para las exportaciones apoyadas especialmente por los mejores precios del petróleo y de las

¹ Perspectivas económicas mundiales - <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

² EE. UU. y China impulsarán crecimiento en 2021, afirma Banco Mundial - [https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-](https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703)

[impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703](https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703)

³ Ocho razones para la subida de precios de las materias primas - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

exportaciones de camarón por una mayor demanda y por mejores precios. Las importaciones alcanzarán también un crecimiento mayor al del PIB y al de las exportaciones.

La estrategia de recuperación descansa en la apertura y consolidación del sector exportador privado y petrolero público, lo cual tiene como contrapartida la liberalización de las importaciones.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. Se espera que la manufactura con un crecimiento cercano a 3% muestre mejor comportamiento que sector de la construcción que mantendría aún una disminución de 1.42%, según las cifras del BCE. A continuación, una tabla con expectativas de comportamiento de las industrias ecuatorianas para 2021:

Industrias	part%	crec %
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	11.9%	3.13%
Comercio	10.2%	3.67%
Petróleo y minas	8.9%	3.41%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	8.8%	2.48%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	8.3%	2.89%
Construcción	7.6%	-1.42%
Transporte	6.8%	1.22%
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	6.5%	-0.23%
Demás actividades*	31.0%	2.6%

*para el crecimiento de las demás actividades se consideró un promedio ponderado de estas

Desde el segundo trimestre de 2021 la economía muestra una ligera recuperación dado el avance del proceso de vacunación y las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, y las perspectivas políticas en el entorno nacional, y en las relaciones con los organismos internacionales.

Los resultados electorales favorables a la inversión privada, a la lucha contra la corrupción y a una gestión eficiente de recursos ha fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país.

El riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6.063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez años, y una calificación de "Restricted Default" otorgada por Fitch Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos, desde entonces ha fluctuado alrededor de 847 puntos hasta el 31 de octubre. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. Según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021), los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035

Por otro lado, el precio promedio del petróleo que ha subido en más del 70% anual en el período enero a noviembre 2021, y las exportaciones petroleras en miles de dólares crecen también en 66.47% anual (USD 2.445MM), en el mismo período. Expertos internacionales⁴ estiman que la tendencia de incremento del precio del petróleo se continúe en el año 2022 y que la falta de capacidad de producción y la inversión limitada podrían elevar el crudo a 90 dólares, o incluso a más de 100 dólares por barril (Al 31 de enero el precio del petróleo Brent llegó a USD 79.16 y WTI a USD 76.23)

El crecimiento para el país se basa en mejores precios del petróleo y el consiguiente efecto positivo en los ingresos, en el comportamiento esperado se daría también por el avance en la vacunación. Las expectativas menos optimistas para el 2022, responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada (política de austeridad en el sector público) y de la ayuda de los multilaterales.

Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros

multilaterales⁵. Adicionalmente, en agosto de 2021 el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial.

El acuerdo con el FMI descarta la reforma tributaria propuesta originalmente, y plantea compensarlo con menores gastos, mejoras en la recaudación y mayor producción petrolera⁶. El representante del FMI en Ecuador destacó el cumplimiento de las metas por parte del país, sin embargo, se recalca la necesidad de fortalecer las finanzas públicas (frente al incumplimiento mínimo de acumulación de depósitos del sector público no financiero)⁷.

Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa, con las negociaciones con México y el ingreso de país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

En el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anuncio el incremento de USD 25 al salario básico unificado del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.⁸

Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

De acuerdo con las previsiones de crecimiento del PIB publicada por el BCE, en el año 2019 no se registró crecimiento (0.01% anual) y en el año 2020 la pandemia afectó la economía de forma importante registrando una reducción de 7.79%. En el año 2021, si bien se estima una recuperación, el crecimiento habría alcanzado 3.59%, sin

embargo, el crecimiento esperado para este año 2022 es menor, estaría en 2.54%.

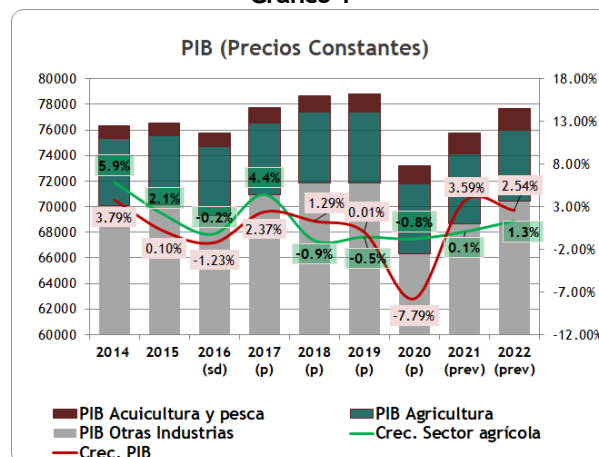
Análisis de la industria

El sector agropecuario ha mostrado una lenta recuperación de sus ingresos en el año 2021, con un crecimiento de 0.07%, luego del fuerte impacto que registró en el año 2020. Según las estimaciones del BCE se espera que el crecimiento para el año 2022 mejore a 1.34% que es menor al crecimiento esperado para el PIB total (2.54%).

Es un sector muy importante para el país que representa el 7.97% del PIB nacional a precios constantes. Debido a la importante participación en el PIB, gran generación de divisas, su aporte como insumo para otras industrias, y su contribución social como fuente de empleo en el sector rural, es considerado como un sector estratégico para el país.

El sector de acuicultura y pesca, por su lado, mantiene una representación de 2.39% y tuvo un crecimiento interanual de 11.7% en el año 2021. El crecimiento esperado para el 2022 alcanza el 3.31%.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador, Elaboración: BWR

La importancia de ambos sectores ha llevado a que los gobiernos impulsen varios programas y políticas 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 Agrocalendas

⁵ Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI - <https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

⁶ El Universo - "Acuerdo técnico con el FMI, que se conocerá hoy, marcaría ruta hacia superávit, sin fuerte reforma tributaria y mayor plazo" - <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/exp>

ectativa-de-analistas-y-mercados-por-conocer-las-cifras-del-acuerdo-del-ecuador-con-el-fmi-nota/.

⁷ Primicias - "Renegociación del acuerdo con el FMI se concretará a fines de septiembre" - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/septiembre-nuevo-acuerdo-ecuador-fmi/>.

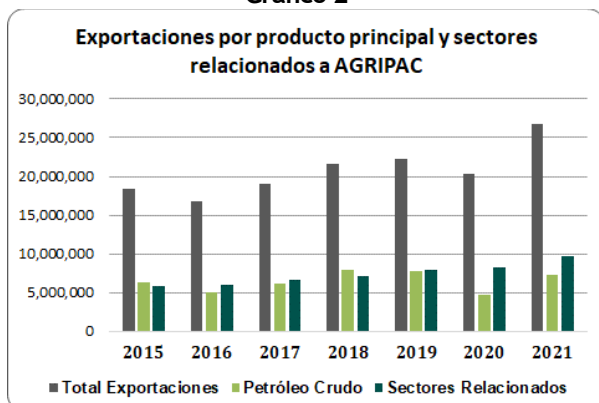
⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-sub-ecuador-trabajadores-costo/>

Estratégicas, AgroSeguro, Reactivación del Café, Acuicultura, Fortalecimiento de Capacidades, Valor Agregado, Redes Comerciales, Ganadería Sostenible y el Programa del Buen Vivir Rural.

Uno de los programas que se mantendría por 10 años es el Plan Nacional Agropecuario, que contó con la asesoría de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Principalmente busca en 10 años reducir la pobreza rural en un 25%, aumentar el empleo de la zona en 40%, disminuir la desnutrición crónica rural y llegar a 10 mil millones de exportaciones al año. Para lograrlo enfocará la inversión en tres categorías: productos de exportación (banano, cacao, flores), productos agropecuarios de la canasta básica y productos con potencial económico (flores, maracuyá, yuca, carne)⁹.

Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador y la Corporación Financiera Nacional, ofrecen líneas de crédito a productores involucrados con producción orgánica a tasas de interés que oscilan entre 9.76% y 11.25%, a plazos de 3 a 10 años dependiendo del destino de los recursos¹⁰.

Gráfico 2



*Sectores relacionados incluye: Banano y Plátano, Café, Camarón y Cacao.
Fuente: Banco Central del Ecuador, AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR

Es importante mencionar a las exportaciones ya que guarda una estrecha relación con la actividad del emisor. Principalmente se vincula con la producción de banano, café, camarón y cacao que en el 2021 crecieron el 15.9% y representaron el 36.11% del total de exportaciones, la recuperación se localiza particularmente en el sector camaronero que creció 39.2% (USD 1.500MM), aunque las exportaciones de cacao y café también tuvieron un año positivo, contrario a lo ocurrido

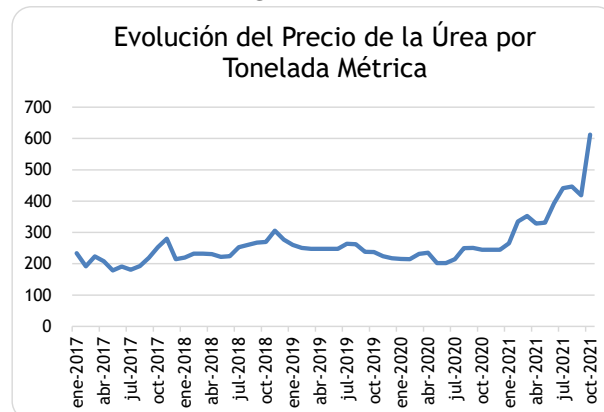
con las exportaciones del sector bananero (-5%).

Los fertilizantes y agroquímicos son fundamentales para el sector. Los mismos que son importados en su mayoría 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.

En 2020 los precios de los fertilizantes mostraron volatilidad por los efectos de la pandemia de COVID 19 en China, uno de los principales productores y exportadores de fertilizantes del mundo, y la volatilidad del gas natural, que es un insumo clave para la producción de urea.

Gráfico 3



Fuente: Indexmundi. Elaboración: BWR.

En 2021 el precio de los fertilizantes, y especialmente de la urea ha registrado un fuerte incremento, debido a restricciones en la oferta y el aumento del precio del gas natural. En el primer semestre del año la producción de las principales provincias productoras en China se redujo como resultado de una estricta regulación ambiental aplicada por dicho país, que busca reducir las emisiones de carbono y cumplir sus objetivos

9

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/plan-nacional-agropecuario-ecuatoriano-apunta-hacia-la-reduccion-de-la-pobreza>

¹⁰ <https://www.agricultura.gob.ec/banecuador-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

climáticos¹¹. Esta tendencia se ha acelerado a partir de mayo, lo que se refleja en un precio record a octubre-2021, que muestra un incremento interanual de 150%.

A octubre-2021 se aprecia una escasez de gas natural, cuya existencia es extremadamente baja en todo el mundo, por una mayor demanda proveniente de la recuperación de las economías luego de los cierres de la pandemia, y una producción que no logra cubrirla en el corto plazo. La alta demanda de combustible ha disparado también al precio de la electricidad y el petróleo.

Esta situación está provocando una fuerte crisis entre los fabricantes europeos de fertilizantes. En septiembre, dos grandes compañías recortaron la producción por la afectación que estos incrementos tienen en su margen, y se espera que esta tendencia se replique.¹² La consecuencia probable es que los precios de los fertilizantes sigan incrementándose hasta que la oferta se regule, y que terminen impactando a otros sectores como el alimenticio, por el traslado del costo hacia el consumidor.

Durante el año 2021 el sector agrícola en Ecuador se vio afectado por el incremento de los precios de los fertilizantes y en general de los insumos agroquímicos, al igual que en el resto del mundo, debido al incremento de sus precios, escasez de estos y la elevación y deficiencias en la cadena de importación y crecimiento de los precios de los fletes del transporte marítimo. A nivel internacional no se espera que la tendencia del crecimiento de los precios de los fertilizantes se revierta en el corto plazo.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

AGRIPAC S.A. cuenta con una amplia trayectoria de casi 50 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.

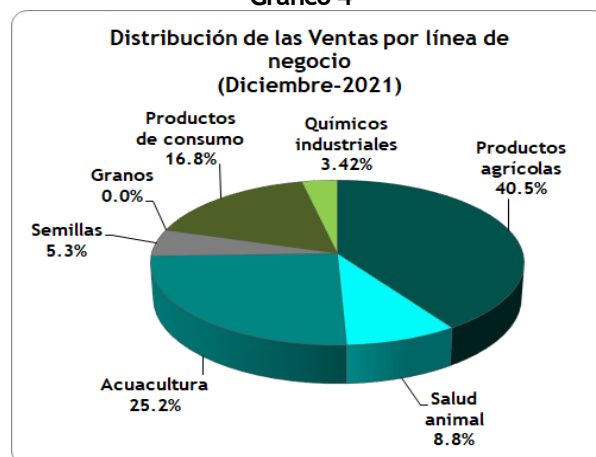
La estructura departamental incluye cinco áreas donde colaboran 1,459 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

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 Amagaña.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Su amplia red comercial, de más de 170 puntos de atención, le ha permitido mantener ventas diversificadas por clientes. Los 10 principales clientes representan el 8.58% 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.

Gráfico 4



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

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

95789/09/21/Una-crisis-de-fertilizantes-en-Europa-amenaza-con-poner-el-precio-de-los-alimentos-por-las-nubes.html

¹¹

<https://news.agrofy.com.ar/noticia/195838/fertilizantes-razones-detras-record-historico-precio-urea>

¹²

<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/113>

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.

AGRIPAC mantiene una posición fuerte en el mercado de esta línea; de acuerdo con la información entregada por el emisor, a nov-2021 se mantiene en segunda posición con una participación de 11.5%, superado por Ecuaquímica cuya participación alcanzó 16.4%. 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.

En segundo lugar de importancia se encuentra la división de acuicultura (25.2%), que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo del camarón.

La división de consumo (16.8% de las ventas a dic-21) 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 de categoría Super Premium. 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.

Finalmente, Pet Care contiene desparasitantes y productos para control de pulgas y garrapatas, bajo las marcas Alcon Dog y Michu.

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

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, 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.

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.

La comercialización de los productos de la marca se realiza principalmente a través de sus 190 almacenes a nivel nacional y 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.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AGRIPAC S.A. mantiene las subsidiarias que se aprecian a continuación.



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

En lo que respecta a Aeroagripac, según las cifras preliminares a diciembre 2021 los activos alcanzan los USD 6.25MM, con una deuda financiera de USD 1.04M (USD 258M de corto plazo) y cuentas por pagar de corto plazo a Agripac por USD 2.54MM, que constituyen el 56.1% de su pasivo total. Los ingresos a la fecha de corte ascienden a USD 3.4MM y generan una utilidad de USD 109M y un EBITDA calculado por la compañía de USD 717M en el mismo período.

Aeroagripac 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.

Agripac S.A.C. Perú, a diciembre-2021 se registran

activos por USD 2.74MM, sus principales pasivos son cuentas por pagar comerciales a AGRIPAC S.A. por USD 1.77MM, con un total de ingresos acumulados en a dic-2021 de USD 1.92M, una utilidad contable de USD 29.2M, y un EBITDA estimado por la compañía de USD 72.4M.

Inholsa S.A. es una tenedora de acciones con un total de activos por USD 13.56MM y un patrimonio de USD 3.8MM.

Con respecto a StoreOcean S.A., sus principales actividades son el manejo, almacenamiento y procesamiento de fertilizantes minerales, y servicios especializados portuarios. Cuenta con dos inmuebles, el primero con un área de 28,812.08 m² donde funciona el terminal portuario StoreOcean, y el segundo con un área de 20,588.27 m² donde funciona la planta de procesamiento de fertilizantes y bodegas de almacenamiento. Entre los dos inmuebles existe una capacidad de almacenamiento para 38,000 toneladas métricas de materia primas como fertilizantes, y 7,500 toneladas de almacenamiento para granos limpios en silos. Su capacidad de producción es de 250 mil toneladas de procesamiento de fertilizantes por año.

En el año 2019 Agripac S.A. mantenía la propiedad del 50% de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., pero en octubre del 2020 realizó la compra a la compañía Nitron Group Corporation, del 40.41% de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., constituyéndose en el principal accionista con el 90.41% del paquete accionario de StoreOcean S.A. Dicha compra se pagará sin intereses a lo largo de 6 años. El 9.59% restante de las acciones emitidas por StoreOcean S.A., pertenecen a la compañía Delcorp S.A. en Liquidación.

Cabe indicar que en enero-2021 el BIESS dispuso, a través de su facultad coactiva, la prohibición de enajenar las acciones de StoreOcean compradas por AGRIPAC S.A. a fines del 2020, así como la prohibición tanto de gravar como de enajenar de los todos bienes muebles e inmuebles, derechos y acciones de propiedad de StoreOcean. No obstante, de acuerdo con el departamento legal de AGRIPAC y una opinión legal independiente, el proceso coactivo se inició contra la compañía DELCORP S.A., y no se ha iniciado contra StoreOcean, y las compañías StoreOcean y AGRIPAC S.A. no son representantes legales ni accionistas de Delcorp S.A. en Liquidación, ni garantes solidarios de esta, es decir, no tienen ningún tipo de responsabilidad solidaria y, por tal motivo, no corresponde haberse dictado medidas cautelares en su contra. A la fecha de análisis no existen cambios que reportar.

En este contexto, el riesgo de AGRIPAC S.A., como accionista de StoreOcean estaría acotado al monto de su inversión. La exposición neta a la fecha de corte representa 8.56% del patrimonio de AGRIPAC S.A., por lo que consideramos que, en el peor escenario, una pérdida de dicho monto no tendría un impacto significativo en la salud financiera de AGRIPAC S.A. Este hecho se encuentra incorporado en el análisis ya que, como parte del cálculo del patrimonio tangible que realizamos, siempre se restan las inversiones en acciones, entre otros activos.

En el año 2021 las ventas de StoreOcean llegaron a USD 4.78MM, con un incremento interanual de 32.6%, obteniendo un resultado operacional positivo, que solventa el gasto financiero y alcanza una utilidad neta del ejercicio positivo de USD 258.7M. La empresa se encuentra operativa y al tener como cliente cautivo a su principal accionista, consideramos que la probabilidad de mantenerse como empresa en marcha no se encuentra comprometida hasta el momento.

Por último, en el cuadro siguiente se presenta las inversiones que AGRIPAC posee en otras empresas y que no consolidan a la fecha de corte. Las 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%
MERCAQUIMICOS S.A.	50.0%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A diciembre-2021, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 175.3MM, y de este el 18.06% corresponde a capital social, el 53.45% resultados acumulados, el 7.04% a reserva legal, 11.42% a reserva por revalorización y el 10.03% 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 diciembre-2021 la deuda financiera representa el 32.1% de la capitalización¹³ de la Compañía. Se espera que dicha política se mantenga en estos niveles 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

supervigilando 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 otros cargos gerenciales dentro del grupo por once años, además posee una preparación académica sólida para el puesto que desempeña.

La empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad, que se refleja en las certificaciones externas que mantiene: Certificación 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.

¹³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 y se encaminado principalmente a establecimiento de locales en lugares remotos.
- Diversificación por líneas 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.
- Flexibilización de requisitos de crédito para pequeños productores.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros directos de AGRIPAC S.A., los balances individuales de las empresas relacionadas con corte diciembre-2021, y toda la información proporcionada por la empresa con la misma fecha de corte.

Además, 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, 2019 y 2020 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

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 Estado de Resultados para el año 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.

Ajustes por NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo por el derecho de uso y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento. Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA. Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo. Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

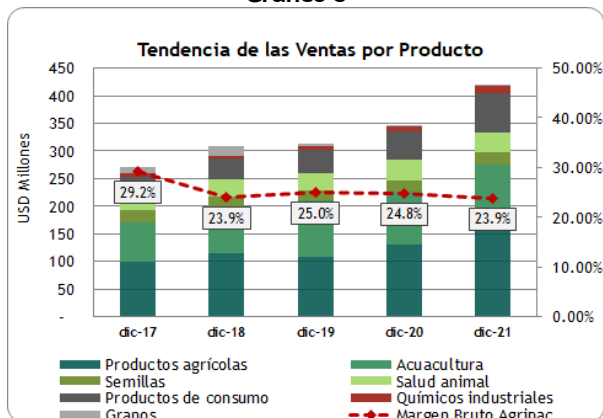
Gestión Operativa y Tendencias

Históricamente el emisor ha mantenido una tendencia creciente en sus ingresos, en el 2021 el crecimiento en ventas alcanzó 23% impulsado principalmente por las líneas de productos agrícolas, productos de consumo y de salud animal, aunque en todas las líneas de ventas registró crecimientos importantes, con excepción de granos. Es importante considerar que el crecimiento no se afectó en el año 2020 en el que llegó a 10% anual.

Cabe mencionar que el sector en el que opera la empresa durante el 2020 no paró sus operaciones y aseguró el abastecimiento con estrategias de

logística adecuadas. Las estrategias de mejoramiento e innovación de sus productos tuvieron resultados positivos.

Gráfico 5



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Como se advierte en el gráfico en los últimos dos años los ingresos mantienen un crecimiento importante, no fueron afectados por la situación sanitaria de la pandemia. Para el 2022 la compañía proyecta que las ventas crezcan en 12.2%. Esto, como resultado de la consolidación de sus productos en los segmentos Agrícola y de Balanceados; el incremento del segmento de alimentos para mascotas y del segmento de salud animal.

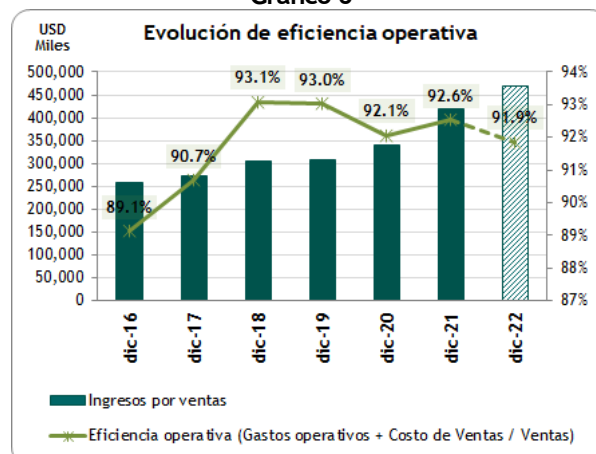
El margen bruto se ha reducido paulatinamente desde 2016 por el incremento del costo promedio de los insumos de productos agrícolas, este efecto pudo ser compensado parcialmente por el importante crecimiento de las líneas con mejores márgenes (acuicultura y productos de consumo).

PRODUCTO	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Productos agrícolas	42.2%	23.6%	21.6%	23.7%	26.5%
Salud animal	16.3%	19.9%	18.8%	18.3%	19.6%
Acuicultura	24.5%	26.4%	27.9%	26.5%	19.0%
Semillas	33.7%	39.4%	36.1%	33.8%	33.1%
Granos	-1.9%	-3.4%	-7.5%	6.1%	20.5%
Productos de consumo	24.5%	29.6%	32.6%	28.1%	25.1%
Químicos industriales	5.3%	8.3%	13.0%	13.3%	19.4%
Marge Bruto total	29.2%	23.9%	25.0%	24.8%	23.9%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

A dic-2021 el margen bruto se reduce 0.93pp interanualmente como resultado del incremento en el precio de materias primas que no han podido ser absorbidos totalmente en el precio de venta, sin embargo, el efecto se mitiga parcialmente por las eficiencias logradas por la administración en relación con los gastos y a una mayor dilución de los gastos fijos por el crecimiento en las ventas. Para el año 2022 se espera que el margen se mantenga en niveles similares (23.8%).

Gráfico 6



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

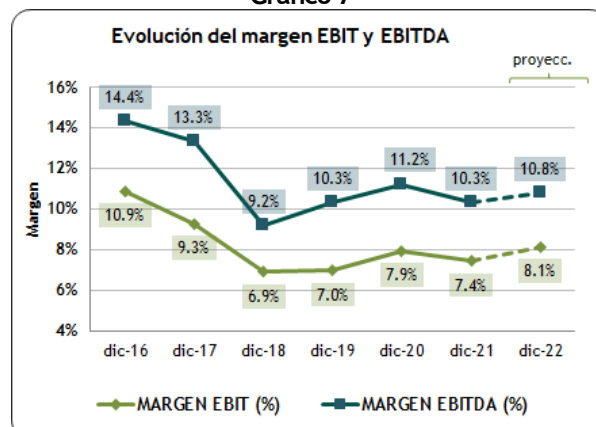
Por otro lado, el EBITDA muestra una tendencia fluctuante en los últimos que se encuentra vinculado a las variaciones del margen bruto.

En el año 2021 el EBITDA mantiene la tendencia positiva de los últimos años, con un crecimiento de 13.25%, gracias a que el incremento de ingresos logra superar la contracción del margen bruto y el incremento del gasto operativo.

Estas tendencias explican una ligera caída en los márgenes EBIT y EBITDA frente al mismo período del año anterior.

Se prevé que para final del 2022 el margen EBITDA mejore ligeramente, aunque sin llegar al porcentaje alcanzado en 2020

Gráfico 7



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

ACTIVOS

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Total Activo Corriente	65.5%	64.9%	61.5%	60.7%	63.0%
Fondos Disponibles	3.4%	1.7%	1.4%	1.9%	1.2%
Inversiones corto plazo	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
CxC Comerciales	25.0%	28.1%	27.1%	28.6%	28.7%
Inventarios Neto	30.4%	28.5%	25.5%	23.4%	24.1%
Otras cuentas por cobrar	4.0%	3.1%	2.8%	2.5%	1.8%
Gastos anticipados	2.1%	2.2%	3.8%	3.1%	6.1%
Otros activos corrientes	0.0%	0.7%	0.5%	0.9%	0.8%
Total Activo No Corriente	34.5%	35.1%	38.5%	39.3%	37.0%
Propiedad, planta y equipo	28.7%	30.7%	33.5%	33.4%	31.0%
Inventarios no corrientes	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%
Propiedades de inversión	1.3%	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	3.1%	2.4%	2.0%	3.3%	2.7%
Activos Intangibles y Diferidos	0.9%	0.6%	1.2%	1.1%	1.5%
Otros activos	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Total Pasivo Corriente	35.4%	42.7%	41.8%	40.5%	46.3%
Deuda Financiera CP	2.3%	7.9%	7.3%	8.8%	7.2%
Deuda Comercial	29.0%	31.9%	32.1%	28.6%	35.4%
Otros Pasivos CP	4.1%	2.9%	2.4%	3.0%	3.6%
Total Pasivo LP	11.6%	8.7%	14.4%	16.8%	16.4%
Deuda Financiera LP	5.8%	3.2%	8.9%	11.1%	10.2%
Otros pasivos LP	5.8%	5.5%	5.5%	5.7%	6.3%
PATRIMONIO	53.0%	48.6%	43.4%	42.4%	37.3%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Históricamente los activos corrientes del emisor han representado alrededor del 60% del total de activos. Las cuentas más representativas a la fecha de corte son las cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Cabe mencionar que por la naturaleza de esta clase de activos se estima que sean recuperables a corto plazo a diferencia de los activos no corrientes que se encuentran representados por activos fijos principalmente en los que no se puede anticipar el tiempo y las condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

En cuanto a la calidad de los principales activos, las cuentas por cobrar comerciales, que representan el 28.7% de los activos, son medidas considerando el deterioro que se basa en la experiencia de pérdidas históricas del emisor, a la fecha de corte la provisión alcanza el 5.71% del total de cartera. Los inventarios por su lado son medidos al menor entre el valor neto realizable y el costo, actualmente mantienen una provisión por obsolescencia con cobertura de 0.14% del inventario bruto. Consideramos que los activos son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

A diciembre 2021 las cuentas relacionadas, tanto comerciales como otras cuentas por cobrar relacionadas alcanzan a USD 9.69MM, valor que representa 2.06% del activo total. Las Otras cuentas por cobrar corresponden mayormente a

StoreOcean y Aeroagripac S. A., la primera por pagos efectuados por Agripac a su nombre, y la segunda por préstamos otorgados para capital de trabajo, los cuales no generan intereses y no tienen fecha de vencimiento establecida. Estas dos empresas mantienen negocios en marcha y no tienen deuda financiera importante.

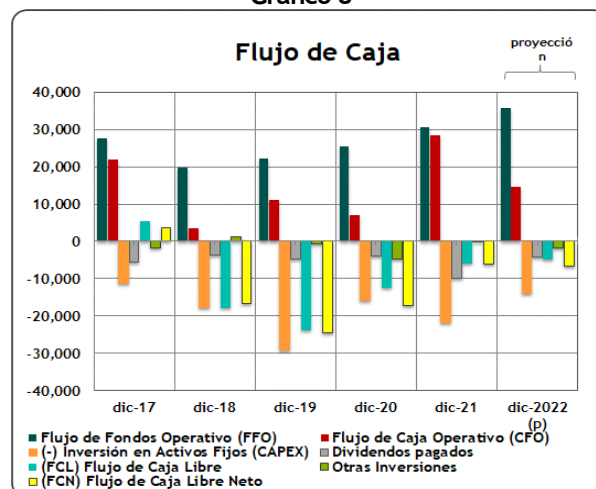
Además, la empresa ha realizado inversiones en varias empresas, que en su mayor parte responden a las estrategias de sus líneas de negocios. A diciembre-2021 estas inversiones conforman el 2.7% del total de activos es decir USD 12.7MM, cuyo detalle se analizó en Estructura de Grupo, en páginas anteriores.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El emisor históricamente ha generado Flujos de Fondos Operativos (FFO) positivos que le han permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. Al mismo tiempo, se aprecia volatilidad en los requerimientos de capital de trabajo, por variaciones en los días de cuentas por cobrar, inventario y financiamiento de proveedores. Esta volatilidad se refleja igualmente en un flujo de caja operativo (CFO) fluctuante.

A dic-2021 el Flujo de Caja Operativo (CFO) es de 28.54MM que muestra un incremento importante por el mayor financiamiento por parte de los proveedores, el incremento cuentas por pagar de corto plazo como beneficios sociales y otras cuentas por pagar. Lo que permitió cubrir el mayor requerimiento que se origina en el financiamiento de cuentas por cobrar a clientes e inventarios.

Gráfico 8



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

En relación con la política de cuentas por cobrar el emisor maneja políticas flexibles considerando

el ciclo de negocio de sus clientes, a la fecha de corte los días de cuentas por cobrar disminuyen ligeramente (2.37%) pasando de 126 a 123 días en comparación con dic-2020, sin embargo, el crecimiento de las ventas hace que el monto financiado suba.

Cabe mencionar que 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 de refinanciamiento cuando justifica, que generalmente permiten la recuperación en el tiempo de los valores. Históricamente los castigos de la cartera vencida por un plazo mayor a 5 años han representado aproximadamente 1% de las ventas anuales, por lo que el riesgo se ha mantenido en niveles controlados.

El inventario a la fecha de corte crece 25.15%, la administración se orientada a mantener niveles óptimos de inventarios, teniendo en cuenta la disponibilidad de insumos y las dificultades en las provisiones que se presentan a nivel logístico internacional. Esta rotación se mantendría también en el año 2022.

La política de cuentas por pagar 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. A dic-2021 finalizó en 188 días que esperamos que se mantenga en el año 2022.

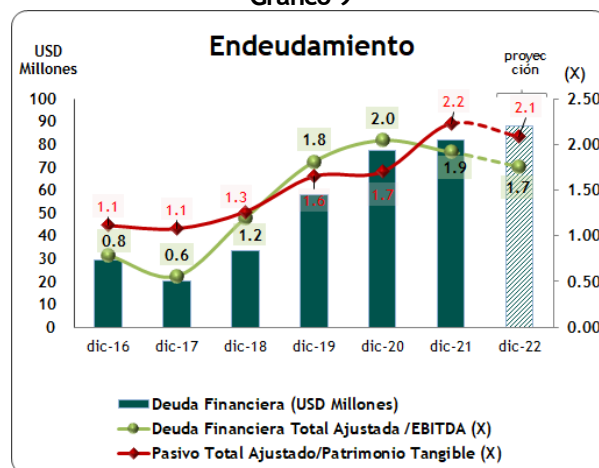
Por otro lado, el emisor en promedio ha invertido en CAPEX anualmente alrededor de 13MM, con excepción del 2019, año en el que el rubro se incrementó por inversiones relacionadas con las mejoras de capacidad instalada. En el año 2021 la inversión realizada llega a 21.77MM corresponde a infraestructura, instalaciones y maquinaria principalmente. Para el cierre el siguiente año se prevé que la inversión ascienda a aproximadamente USD 14MM que incluye principalmente proyectos para aumentar la capacidad de producción de balanceados, tanto para mascotas como para el sector de acuicultura; y ampliación de la capacidad de almacenamiento.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible¹⁴ y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 20% y 35.5% de los resultados del ejercicio precedente en los últimos cinco años, sin

embargo, en el 2021 el reparto de dividendos llegó al 64.5%. Esperamos que en el próximo año se mantenga en niveles cercanos al promedio histórico entre 20% y 35%.

Dado el proceso de crecimiento de sus inversiones en CAPEX, el pago de dividendos, y las inversiones en otros negocios, en los últimos 3 años el flujo de caja libre (FCF) ha sido negativo y ha requerido el incremento de deuda financiera. A dic-2021 a pesar del incremento de CFO se registra un flujo de caja libre negativo de UDS 5.94M, que se explica por el incremento de dividendos y el crecimiento importante de inversiones CAPEX (USD 21.8MM); tendencia que se mantendría en el año 2022.

Gráfico 9



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En los últimos años, AGRIPAC S.A. ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación, lo cual les ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno operativo.

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible presenta una tendencia creciente en los últimos años debido al aumento de la deuda para inversiones de CAPEX, a dic-2021 sobrepasa las 2 veces, pero sigue ubicándose en un nivel considerado adecuado.

El endeudamiento en relación con el EBITDA llegó a 1.91 veces a diciembre-2021 y se espera que vaya reduciéndose paulatinamente dentro del plazo de la emisión, gracias a su capacidad de generar flujos de caja libre positivos.

Cabe mencionar que a la fecha de corte el 58.4% de la deuda se encuentra a largo plazo, lo que otorga al emisor mayor flexibilidad financiera.

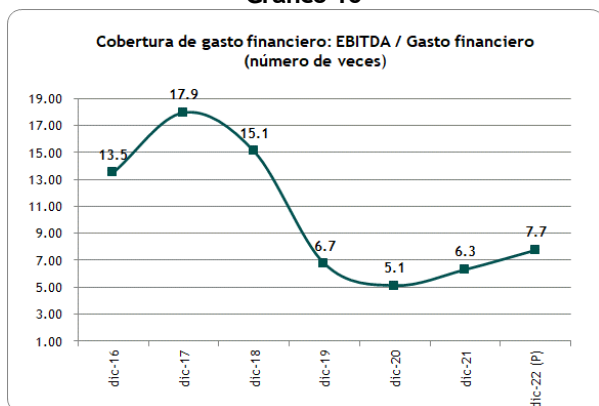
¹⁴ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a

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

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la cobertura del gasto financiero ha sido holgada, desde el 2018 la cobertura presenta una tendencia decreciente explicada por el incremento de la deuda. Sin embargo, a la fecha de corte la cobertura del interés mejora ligeramente y continúa siendo adecuada. Se espera que en el año 2022 la cobertura tienda a mejorar gracias a la reducción paulatina de la deuda financiera, y la estabilidad en la generación operativa.

Gráfico 10



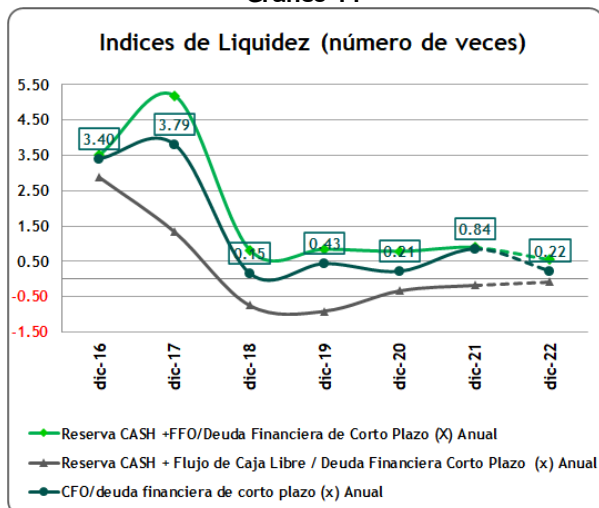
Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte diciembre-2021, la compañía mantiene el 41.13% de su deuda en bancos del exterior y organismos multilaterales, lo que mitiga en parte el riesgo de refinanciamiento en el país.

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 en los siguientes años las inversiones en CAPEX proyectadas no incrementan, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

Gráfico 11



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

A diciembre-2021 la Compañía registra una caja de USD 5.57MM e inversiones a corto plazo por USD 1.06MM. El saldo de caja muestra una reducción de USD 1.7MM en comparación con dic-2020.

Considerando la tendencia histórica y el flujo de caja proyectado, se prevé que para el cierre del 2022 la Compañía siga manteniendo flexibilidad en caso de requerir fondeo para su operación.

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 presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

Fecha de corte	diciembre-21
Activo Ajustado (USD M)	427,922
Activo Total (USD M)	470,129

dic-21				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	34,288	34,288	12.48
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	75,000	109,288	3.92
3era	Deuda sin garantía específica de balance	185,534	294,822	1.45
TOTAL		294,822	294,822	1.45

Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR.

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 1.45 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

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

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 la fecha de corte el emisor detalla que los activos libres de gravamen cubren 37.4 veces la presente emisión, luego de restar las obligaciones que mantiene en el mercado de valores.

Se debe mencionar que AGRIPAC S.A. mantiene contingentes por deudas garantizadas de sus subsidiarias por USD 1.04MM, 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, a la fecha es la única emisión vigente del emisor y representa el 5.70% 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.

A la fecha de corte de la información el Emisor certifica el cumplimiento de los compromisos sobre los resguardos de la presente emisión. 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. A la fecha de corte se cumple con el requerimiento.

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. A la fecha de corte la relación es igual a 1.36 veces.

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. A la fecha de corte la relación es igual a 1.59 veces.

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, con varias operaciones que han sido canceladas totalmente.

A diciembre-2021 el Emisor tiene únicamente el presente programa de Papel Comercial vigente en el mercado.

Descripción	Resolución aprobación	Última Calificación	Calificadora	Fecha de Calif.
V Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2021-00003050	AAA	BWR	25-feb.-22

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil en los últimos seis el V Programa de Papel Comercial vigente cuenta con la siguiente presencia bursátil:

Meses	Número de días negociados Mes	Número de Ruedas Mes	Indicador Presencia Bursátil
V PAPEL COMERCIAL			
jun.-21	1	22	5%
ago.-21	1	21	5%
sep.-21	3	22	14%
nov.-21	4	19	21%
nov.-21	1	19	5%
dic.-21	3	21	14%

AGRIPAC S.A. (INDIVIDUAL)

(Miles de USD)							PROYECCION
Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	13,736	8,405	5,114	5,107	7,233	5,573	5,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	62,068	62,186	84,898	96,804	110,748	134,717	155,180
Inventarios	64,725	76,456	87,122	91,986	90,720	113,755	127,459
Activos fijos	62,566	71,388	92,515	119,576	129,491	145,825	150,790
Otros activos	27,387	29,991	32,075	43,250	48,951	70,259	68,268
Total Activos	230,482	248,425	301,725	356,722	387,144	470,129	506,698
Cuentas por Pagar Proveedores	56,890	71,932	96,310	114,674	110,710	166,651	180,990
Deuda Financiera Total	29,209	20,208	33,545	57,974	77,271	81,750	87,824
Deuda Financiera Corto Plazo	9,938	5,809	23,891	26,088	34,169	34,027	65,324
Deuda Financiera Largo Plazo	19,271	14,399	9,654	31,886	43,103	47,724	22,500
Otros Pasivos	24,665	24,590	25,103	29,282	35,113	46,421	42,808
Total Pasivos	110,765	116,730	154,958	201,930	223,094	294,822	311,621
Patrimonio	119,717	131,695	146,767	154,792	164,049	175,307	195,077
Resumen de Resultados	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ventas	257,882	271,864	305,903	309,242	340,444	418,729	470,002
Costo de ventas	-179,824	-192,553	-230,455	-229,992	-253,971	-318,855	-358,001
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-50,046	-54,018	-54,330	-57,675	-59,480	-68,692	-73,769
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos pa	28,012	25,294	21,117	21,575	26,992	31,182	38,231
Ingresos y gastos no operativos neto	-1,004	291	166	1,471	481	-51	1,700
Gasto Financiero del período	-2,751	-2,020	-1,865	-4,916	-7,491	-7,683	-7,376
Impuesto a la renta	-7,224	-6,426	-6,061	-4,666	-4,553	-5,862	-8,464
Utilidad Neta	17,032	17,138	13,356	13,463	15,430	17,586	24,090
Otros Resultados Integrales	-1,057	517	6,805	567	-243	0	0
Resultado Integral	15,976	17,655	20,161	14,030	15,186	17,586	24,090
Resumen Flujo de Caja	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
EBITDA OPERATIVO	37,047	36,227	28,101	32,002	38,178	43,236	50,841
(-) Gasto Financiero del período (sin ajuste NIIF 16	-2,751	-2,020	-1,865	-4,766	-7,491	-6,883	-6,576
(-) Impuesto a la renta del período	-7,018	-6,477	-6,559	-5,160	-5,139	-5,862	-8,464
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from opera	27,277	27,729	19,676	22,076	25,548	30,491	35,800
(-) Variación Capital de Trabajo	6,478	-5,695	-16,167	-10,935	-18,428	-1,951	-21,317
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operatio	33,755	22,035	3,509	11,141	7,120	28,540	14,483
(+/-) Flujo de caja no operativo	-1,425	95	166	1,462	560	-51	1,700
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,368	1,617	2,103	2,471	2,037	299	3,500
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,372	-1,326	-1,937	-1,000	-1,556	-350	-1,800
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flu	-421	-196	0	-9	78	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3,915	-5,677	-3,765	-4,611	-3,851	-9,795	-4,320
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,412	-11,125	-17,818	-29,196	-15,930	-21,772	-14,000
(-) Inversión en activos intangibles	-165	0	14	-2,578	-259	-2,866	-2,866
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	20,836	5,327	-17,894	-23,781	-12,360	-5,944	-5,002
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,044	-9,001	13,337	24,429	19,297	4,479	6,073
OTRAS INVERSIONES NETO	2,279	-1,657	1,266	-655	-4,811	-196	-1,644
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL P	8,071	-5,331	-3,291	-7	2,126	-1,660	-573
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	7,233	5,573
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	23,116	3,670	-16,627	-24,436	-17,171	-6,139	-6,646
Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Patrimonio Tangible	99,476	108,294	122,807	122,494	131,839	133,099	150,004
% crecimiento en ventas	-8.65%	5.42%	12.52%	1.09%	10.09%	22.99%	12.25%
MARGEN EBIT (%)	10.86%	9.30%	6.90%	6.98%	7.93%	7.45%	8.13%
MARGEN EBITDA (%)	14.37%	13.33%	9.19%	10.35%	11.21%	10.33%	10.82%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota	10.92	14.73	11.55	5.63	4.41	5.43	6.44
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	13.47	17.93	15.06	6.72	5.10	6.28	7.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR C	0.79	0.56	1.19	1.81	2.05	1.91	1.75
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBIT	0.42	0.33	1.01	1.65	1.86	1.79	1.65
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	19.6%	13.3%	18.6%	27.2%	32.3%	32.1%	31.3%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x)	3.52	5.19	0.82	0.85	0.78	0.90	0.55
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.40	3.79	0.15	0.43	0.21	0.84	0.22
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda	2.88	1.33	-0.75	-0.91	-0.33	-0.17	-0.08
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de	3.10	1.05	-0.70	-0.94	-0.47	-0.18	-0.10

AGRIPAC S.A. (CONSOLIDADO)					
(Miles de USD)					
Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Caja y Equivalentes de Caja	15,649	12,260	6,602	5,379	7,595
Cuentas por Cobrar Comerciales	62,894	63,094	84,788	96,415	110,875
Inventarios	65,190	76,924	87,666	92,669	91,466
Activos fijos	66,655	76,154	99,231	126,409	151,126
Otros activos	21,917	22,247	26,085	38,392	32,261
Total Activos	232,304	250,680	304,371	359,263	393,321
Cuentas por Pagar Proveedores	66,506	71,846	97,218	114,305	107,760
Deuda Financiera Total	29,468	29,468	43,911	68,963	84,624
Deuda Financiera Corto Plazo	10,112	5,991	24,796	27,478	25,640
Deuda Financiera Largo Plazo	19,356	23,476	19,115	41,485	58,984
Otros Pasivos	25,051	25,461	23,901	27,388	42,122
Total Pasivos	121,025	126,775	165,030	210,657	234,506
Patrimonio	111,279	123,905	139,340	148,606	158,815
Resumen de Resultados	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ventas	261,282	275,657	309,029	313,368	345,061
Costo de ventas	-182,683	-195,809	-233,838	-233,746	-257,670
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-50,436	-54,372	-54,824	-58,303	-60,486
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	28,163	25,476	20,367	21,319	26,905
Ingresos y gastos no operativos neto	-431	487	1,239	1,773	298
Gasto Financiero del período	-3,339	-2,065	-2,384	-5,553	-8,303
Impuesto a la renta	-7,306	-6,499	-5,997	-4,613	-4,535
Utilidad Neta	17,087	17,399	13,225	12,926	14,365
Otros Resultados Integrales	-1,065	561	6,826	633	-130
Resultado Integral	16,022	17,960	20,051	13,558	14,235
Resumen Flujo de Caja	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
EBITDA OPERATIVO	34,690	32,476	28,935	31,706	40,015
(-) Gasto Financiero del período (sin ajuste NIIF 16)	-3,339	-2,065	-2,384	-5,402	-8,303
(-) Impuesto a la renta del período	-7,101	-6,551	-6,616	-5,160	-4,055
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	24,250	23,859	19,935	21,144	27,657
(-) Variación Capital de Trabajo	10,845	-9,892	-17,658	-11,118	-20,701
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	35,095	13,967	2,276	10,026	6,956
(+/-) Flujo de caja no operativo	-600	660	595	1,764	-1,919
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,941	1,813	3,204	2,823	2,404
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,372	-1,326	-1,965	-1,050	-2,106
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-170	172	-644	-9	-2,217
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3,915	-5,361	-3,292	-4,591	-3,846
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,780	-12,211	-20,179	-29,864	-33,525
(-) Inversión en activos intangibles	-165	-600	-14	-2,630	-276
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	22,634	-3,546	-20,613	-25,294	-32,609
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,154	0	14,443	25,052	24,658
OTRAS INVERSIONES NETO	1,241	158	512	-982	10,168
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	8,721	-3,389	-5,658	-1,223	2,216
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,927	15,649	12,260	6,602	5,379
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	23,875	-3,388	-20,101	-26,276	-22,442
Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Patrimonio Tangible	97,342	107,905	121,572	121,531	143,793
% crecimiento en ventas	-8.53%	5.50%	12.11%	1.40%	10.11%
MARGEN EBIT (%)	10.78%	9.24%	6.59%	6.80%	7.80%
MARGEN EBITDA (%)	13.28%	11.78%	9.36%	10.12%	11.60%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	8.26	12.55	9.36	4.91	4.33
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	10.39	15.72	12.14	5.87	4.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual	0.85	0.91	1.52	2.18	2.11
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.40	0.53	1.29	2.01	1.93
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.21	0.19	0.24	0.32	0.35
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.40	3.98	0.87	0.81	1.12
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.47	2.33	0.09	0.36	0.27
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.24	-0.59	-0.77	-0.88	-1.23
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.36	-0.57	-0.75	-0.92	-0.84

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 diseminación 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 2022.