

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.

Ultimo 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-20	dic-21	jun-22
Activos	387.1	478.3	520.6
Ventas	340.4	414.0	246.1
Margen EBITDA (%)	11.21%	10.86%	10.07%
ROE (%) *	9.43%	10.59%	10.45%
Deuda / capitalización (%)	32.27%	34.20%	36.23%
CFD / Deuda Fin CP (%)	20.84%	43.23%	77.70%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.33	-0.28	-0.63
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	2.05	2.03	2.10
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *	3.06	2.98	3.02

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 y diversificación de segmentos, 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 local y del exterior, 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. A junio 2022, la empresa ha podido cubrir el pago de dividendos y una 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:	Banrí 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**Entorno macroeconómico mundial**

El primer año de pandemia fue 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 (OCP), que afectó la producción de petróleo.

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. En 2022 ha fluctuado alrededor de 800 puntos hasta el mes de mayo, con un pico de 895 a inicios de marzo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Ecuador ha sido apreciado como un favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales de 2021, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno afirma que, durante su primer año de gestión, se han aprobado más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones¹, que se espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos² en diferentes provincias del país. Se ha anunciado por parte del gobierno que, el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud³. El gobierno central ratifica su compromiso con la atracción e incentivo de inversión privada local y extranjera.

Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel. Respecto a las negociaciones con México, el 27 de mayo se realizó la ronda final del acuerdo comercial con resultados inconclusos, se esperaba el cierre de las negociaciones técnicas, pero según el Ministro de Producción, Comercio Exterior y Pesca, el proceso de negociación continúa⁴. Se mantendría pendiente el acceso al mercado mexicano de los productos estrella de Ecuador, que son camarón, atún y banano.

¹ MPCEIP: UN ECUADOR MÁS COMPETITIVO SE CONSOLIDÓ EN 12 MESES DE GESTIÓN - [HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/UN-ECUADOR-MAS-COMPETITIVO-SE-CONSOLIDO-EN-12-MESES-DE-GESTION/](https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/)

² El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

³ Primicias: Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - [HTTPS://WWW.PRIMICIAS.EC/NOTICIAS/ECONOMIA/NUEVOS-PROYECTOS-PORTAFOLIO-INVERSIONES-GOBIERNO/](https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/)

⁴ Primicias: Negociación comercial con México se dilata: hay tres productos polémicos - [HTTPS://WWW.PRIMICIAS.EC/NOTICIAS/ECONOMIA/NEGOCIACION-MEXICO-DILATA-TRES-PRODUCTOS-POLEMICOS/](https://www.primicias.ec/noticias/economia/negociacion-mexico-dilata-tres-productos-polemicos/)

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19⁵. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%⁶ en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente⁷. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 están alineadas con el 2.6% ajustado por el CEPAL en enero-2022. Estas proyecciones son más conservadoras que las últimas publicadas por Banco Mundial en abril-2022, que proyecta un crecimiento de 4.3% en 2022 y 3.1% en 2023⁸. Según estas perspectivas, el país será el cuarto de mayor crecimiento en la región⁹.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2019-2021, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (PIB)	0.01%	-7.79%	4.24%
Exportaciones	3.65%	-5.40%	-0.13%
Importaciones	0.32%	-13.84%	13.25%
Consumo final Hogares	0.29%	-8.20%	10.22%
Consumo final Gobierno	-1.99%	-5.07%	-1.69%
Formación Bruta de Capital Fijo	-3.30%	-19.03%	4.33%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo de 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones. La recuperación se dio en parte al avance del proceso de vacunación, las

perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

Para 2022 por otro lado, se espera que las industrias lideren el crecimiento sean la manufacturera (3.1%), construcción (2.9%) y actividades financieras (2.8%). A continuación, una tabla con el comportamiento esperado de las industrias ecuatorianas en 2022:

Industria	part. %	crec. %
Manufactura	13.23%	3.06%
Comercio	10.89%	2.84%
Agricultura, silvicultura y pesca	10.59%	1.79%
Explotación de minas y canteras	9.15%	2.25%
Construcción	7.58%	2.89%
Transporte	7.03%	2.13%
Actividades financieras y de seguros	3.85%	2.85%
Demás actividades	1.83%	37.69%

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.

Por otro lado, el precio del petróleo alcanzó valores históricos, superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, el confinamiento de China y la liberación de reservas por parte de varios países ha generado una fluctuación hacia abajo. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocan también un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina *Súper* se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales¹⁰.

⁵ BCE - CTASTRIM 118

⁶ Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes>

⁷ El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

⁸ Primicias: La economía del Ecuador crecerá en 4.3% en 2022, proyecta el Banco Mundial -

<https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-mundial/>

⁹ El Universo: Ecuador será la cuarta economía que más crecerá en la región en el 2022, proyecta el Banco Mundial <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-sera-la-cuarta-economia-que-mas-crecera-en-la-region-en-el-2022-proyecta-el-banco-mundial-nota/>

¹⁰ AS: <https://us.as.com/actualidad/precios-del-barril-de-petroleo-brent-y-texas-hoy-11-de-abril-cuanto-cuesta-y-a-cuanto-se-cotiza-n/>

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador plana subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)¹¹. De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos mineros en Bolívar y Azuay¹².

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. 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 multilaterales¹³. En 2022 se espera recibir un desembolso por USD 1,700 millones como parte del acuerdo. A inicios de marzo-2022, inició la cuarta revisión del programa que mantiene el país. El gobierno asegura que el crédito con el FMI ha sido de ayuda para poder acceder a financiamiento externo con otros organismos multilaterales en condiciones beneficiosas para el país. Los recursos obtenidos por estos medios están destinados a programas de protección social y a la reactivación económica del país¹⁴.

En abril-2022 el presidente Lasso planteó la flexibilización de algunas metas del programa económico mantenido con el FMI¹⁵. Se solicita la posibilidad de mantener un déficit fiscal para 2022 equivalente al 1% del PIB, frente al objetivo de mantener un superávit de USD 85 millones. La razón principal es la necesidad de incremento del gasto público para poder cubrir los daños ocasionados por el invierno y el sismo en Esmeraldas, que han dejado varios damnificados a nivel de Costa y Sierra.

Otro desafío al que se enfrenta el país es el de sobrellevar los impactos negativos de la guerra Ucrania -Rusia sobre el comercio principalmente de banano y flores relacionado a la demanda ya que esos países representaron el 20.8% de las

exportaciones de banano y flores del Ecuador en 2021.

Por otro lado, los precios del petróleo, gas natural y metales han presentado crecimiento sostenido desde inicios del conflicto; los “commodities” agrícolas que dependen de estos insumos también han mostrado picos en sus precios y se espera que los precios del sector industrial igualmente presenten incrementos. Si bien los exportadores de estos productos han aprovechado de los precios altos, este suceso trae consigo altos niveles inflacionarios a nivel general, afectado la cadena global de suministro, que ya viene enfrentando una crisis por la pandemia. Ucrania y Rusia representan el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 16% de maíz y el 56% del aceite de girasol; al ser proveedores clave de estos alimentos que sirven de insumo para varias industrias alimenticias, la guerra presenta una amenaza para el abastecimiento, así como para los precios que se encuentran escalando sustancialmente. Los precios de los sustitutos como el aceite de palma también enfrentan un incremento pronunciado. Rusia por su parte también es productor de componentes de fertilizantes, por lo que los precios de estos también se han elevado. Los temas mencionados afectan de manera importante a la producción agrícola y a la industria alimenticia mundial y nacional.

Adicionalmente, el panorama de inestabilidad política representa una dificultad para el Gobierno, a pesar de que este ha afirmado al FMI que se ha descartado un escenario de muerte cruzada.

Adicionalmente en el mes de marzo, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento¹⁶.

Durante los últimos días de mes de mayo, el BM aprobó un crédito por USD 200 millones para el

¹¹ Primicias: Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹² Primicias - “Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador” <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

¹³ 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>

¹⁴ El Comercio - “FMI revisará plan económico para nuevos desembolsos a Ecuador” - <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/fmi-plan-economico-desembolsos-ecuador.html>.

¹⁵ Primicias: Ecuador pide flexibilidad al FMI para atender gastos por invierno y temblor - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-ecuador-acuerdo-washington-politica-petroleo/>

¹⁶ CAF: Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

país¹⁷. Este financiamiento será destinado a la estrategia Ecuador Crece sin Desnutrición, que tiene como eje central la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños entre 45 días de nacidos hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

En mayo de 2022 se cumplió el primer año de gobierno del presidente Guillermo Lasso. Durante su informe a la nación se dio un resumen de la gestión durante este periodo y se enfatizó en las metas en diversos ejes. Se destacan los siguientes puntos del informe a la nación: en materia de educación se denotó el esfuerzo enfocado en infraestructura escolar y fortalecimiento de la carrera docente; respecto al medio ambiente se plantea el fortalecimiento de áreas de conservación y el máximo aprovechamiento de los recursos naturales, incrementando la producción de petróleo; en el ámbito de salud se hicieron ofrecimientos de externalización de farmacias, inversión en hospitales y formación profesional de personal de salud por medio de becas; inversión en la Policía Nacional para luchar contra la inseguridad y vinculación de 1,400 agentes al sistema penitenciario; concretar la firma de acuerdos comerciales ambiciosos y, la atracción de USD 39,000 millones en inversiones hasta 2025¹⁸.

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.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste. Los retos que el Gobierno enfrenta responden al descontento de algunos sectores de la población y a las presiones políticas y fuerzas de oposición que fomentan disturbios sociales como los que vivimos al momento. Los efectos de estos dependerán del tiempo que duren y habrá que evaluarlos posteriormente. Sin embargo, al momento ya influyen en el aumento del riesgo país lo que implica mayores costos financieros sobre la deuda y pérdidas en la cadena comercial. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que

enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

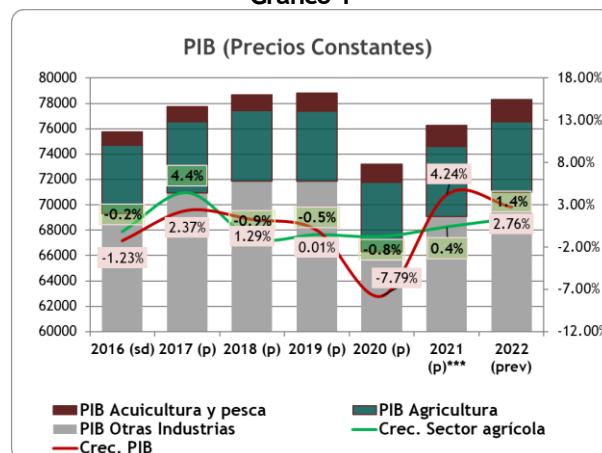
Análisis de la industria

El sector agropecuario ha mostrado una lenta recuperación de sus ingresos en el año 2021, con un crecimiento de 0.39%, luego del fuerte impacto que registró en el año 2020, por lo que aún no recuperó el nivel del año 2019. Según las estimaciones del BCE se espera que el crecimiento para el año 2022 mejore a 1.39% que es menor al crecimiento esperado para el PIB total (2.76%).

Es un sector muy importante para el país que representa el 7.95% 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 2.44% y tuvo un crecimiento interanual de 14.52% en el año 2021. El crecimiento esperado para el 2022 alcanza el 3.45%.

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.

¹⁷ Primicias: Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

¹⁸ Primicias: El Presidente rescató antiguas ofertas en su primer informe de labores

- <https://www.primicias.ec/noticias/politica/presidente-rescato-antiguas-ofertas-informe-labores/>

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

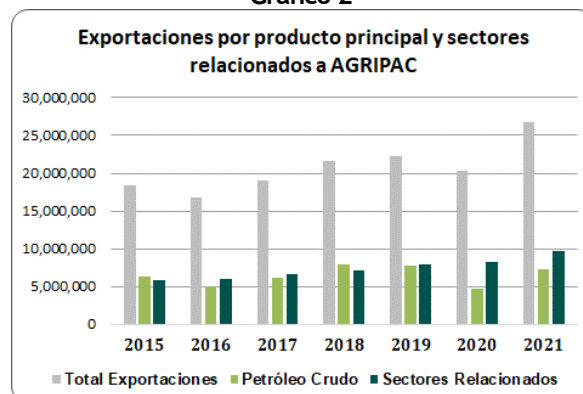
Uno de los programas que se mantendría por 10 años es el Plan Nacional Agropecuario, que contó con la asesoría de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Principalmente busca en 10 años reducir la pobreza rural en un 25%, aumentar el empleo de la zona en 40%, 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)¹⁹.

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 recursos²⁰.

En el actual Gobierno se continúa con el objetivo de alcanzar una mayor reactivación del sector, se ha promocionado la inversión en los diferentes sectores de la producción agrícola y de la agroindustria. Las autoridades del ministerio indican que para desarrollar el sector agropecuario trabaja en una articulación interinstitucional, y con la cooperación internacional para llevar a cabo los Proyectos de Reconversión y Diversificación Agrícola, así como el de Asistencia Técnica y Extensionismo Rural.

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 también tuvieron un año positivo, contrario a lo ocurrido con las exportaciones del sector bananero (-5%).

Gráfico 2



*Sectores relacionados incluye: Banano y Plátano, Café, Camarón y Cacao.

Fuente: Banco Central del Ecuador, AGRIPAC S.A.

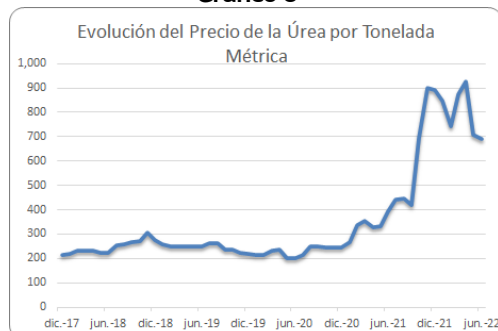
Elaboración: BWR

En el período enero-mayo 2022 se mantiene la tendencia de recuperación importante con un crecimiento de 36.4% en comparación con el mismo período del año anterior.

Los fertilizantes y agroquímicos son fundamentales para el sector. Los mismos 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.

Gráfico 3



Fuente: Indexmundi. Elaboración: BWR.

¹⁹

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

²⁰ <https://www.agricultura.gob.ec/banecuador-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

En los años 2021 y sobre todo en el 2022 los precios de los fertilizantes mostraron volatilidad por los efectos de la pandemia de COVID 19 y en este año por el conflicto bélico internacional protagonizado por Rusia, Ucrania, y las restricciones impuestas a Rusia en 2022, el principal proveedor de insumos agrícolas, involucrando a 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.

El precio de los fertilizantes y especialmente de la urea registró 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 climáticos²¹. Esta tendencia se ha acelerado a partir de mayo, lo que se refleja en un precio récord a diciembre-2021, que mostró un incremento interanual de 263%.

En el año 2022 el conflicto bélico internacional y las restricciones aplicadas a Rusia llevaron a que el precio suba al máximo histórico de USD 925 por TM en el mes de abril, a partir de entonces el precio de la urea ha descendido de forma importante, aunque mantiene un crecimiento de 75.5% interanual.

La reducción de precios en el mercado internacional podría ser coyuntural y se explica por un crecimiento de la oferta de otros países impulsada por el crecimiento de precios y la reducción del precio del gas natural, sin embargo, el crecimiento de la demanda derivada de la reactivación económica del hemisferio norte, el crecimiento del precio de los hidrocarburos y el impacto de mayor demanda de fertilizantes impulsada por el crecimiento de los precios de los granos podría contraponerse a la tendencia de reducción del precio de la urea observada en el último trimestre.

A futuro la tendencia probable es que los precios de los fertilizantes se reduzcan paulatinamente a niveles previos al inicio de la guerra, pero no en el corto plazo, ya que las estimaciones del precio del gas natural, que es su principal costo de producción, prevén que la reducción sea más lenta

que la prevista en los meses anteriores²².

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.

En el año 2022 los precios se mantienen altos con ligeras variaciones, lo que afecta en mayor medida a los pequeños productores ya que el incremento de costos no es trasladado totalmente al precio de sus productos. Los productores optan por reducir la extensión de los cultivos o reducir el volumen de fertilizantes por hectárea medidas que dan como resultado una menor productividad. El Gobierno ha iniciado en julio 2022 la entrega de urea subsidiada a productores de Daule en Guayas, el programa pretende subsidiar a 50 mil productores con un presupuesto de USD 27MM.

Estos recursos son limitados si se analiza que Ecuador importó urea por un valor de USD 90 millones entre enero y mayo de 2022. Es decir, 76% más frente a iguales meses de 2021. Pero ese incremento es solo por precio. En términos de toneladas, la importación de este fertilizante se redujo en 28% en los primeros cinco meses de 2022, frente a iguales meses del año pasado²³.

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 su nivel de ventas.

Como parte del proceso de eficiencia operacional y crecimiento la empresa ha optimizado su estructura corporativa, con el incremento de

²¹

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

²² <https://www.bloomberglinea.com/2022/07/11/por-que-la-crisis-del-gas-natural-europea-es-peor-de-lo-que-parece>

²³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/importacion-urea-cae-agricultura-ecuador>

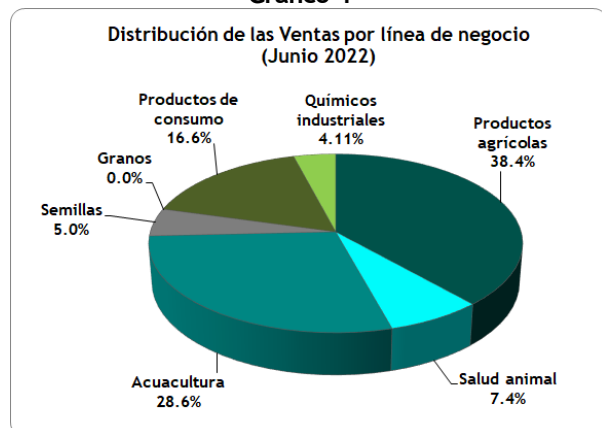
personal del área operativa y la reducción de empleados del área administrativa, a la fecha incluye cinco áreas donde colaboran 1,468 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

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 Amagüaña.

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 8.22% 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.

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, se mantiene en segunda posición con una participación de 13.3%, superado por Interoc (14.1%), en tanto que le sigue Ecuaquímica cuya participación alcanzó 11.2%. 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 (28.6%), 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 (16.6% de las ventas a junio 2022) 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

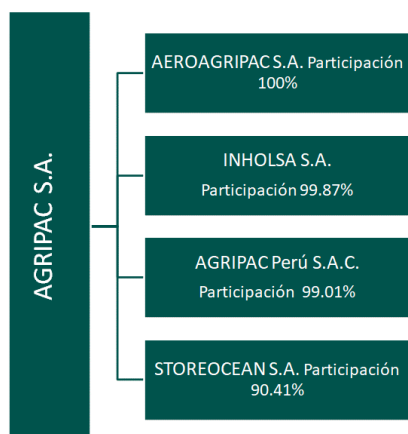
reducidos, puesto que la compra de granos sirve de apoyo comercial para las demás líneas agrícolas.

Por último, en lo que respecta a químicos industriales (4.11%), 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 Aerogripac, según las cifras preliminares a diciembre 2021 los activos alcanzan los USD 6.22MM, 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 58.6% de su pasivo total. Los ingresos ascienden a USD 3.4MM y generan una utilidad de USD 258M y un EBITDA calculado por la compañía de USD 717M 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.

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. La compañía no tiene deuda financiera, los principales pasivos corresponden a deuda comercial con AGRIPAC. A junio 2022 la situación se mantiene estable. El resultado a junio 2022 registra una pérdida contable de USD 10.4M pero un EBITDA de USD 18.26M.

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 225 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 los activos de StoreOcean alcanzan a USD 19MM, el principal es propiedades, muelle y equipos por USD 17.74MM; los pasivos totales USD 9.9MM de los cuales USD 8.15MM no son corrientes, y 6.4MM corresponden a cuentas por pagar a compañías relacionadas particularmente a AGRIPAC y representan el 64.74% del pasivo total (comerciales y por préstamos). 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 177M.

A junio-2022 los resultados del semestre muestran una reducción de ventas de 18.3% interanual y una pérdida contable de USD 402M, pero un EBITDA de USD 108M, ya que una parte importante del gasto, como el de depreciación, son no desembolsables.

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 junio-2022, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 183.32MM, y de este el 18.02% corresponde a capital social, el 46.5% resultados acumulados, el 7.90% a reserva legal, 16.99% a reserva por revalorización, 2.59% reserva de capital y el 9.12% 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 junio-2022 la deuda financiera representa el 36.2% de la capitalización²⁴ de la Compañía. Se esperaría 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

²⁴ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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.

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. con corte junio-2022, y toda la información proporcionada por la empresa con la misma fecha de corte.

Además, los estados financieros individuales de AGRIPAC S.A. y estados financieros consolidados de AGRIPAC y Subsidiarias del año 2021 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda.

Incluye también la información histórica de 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.

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 y 2023, 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.

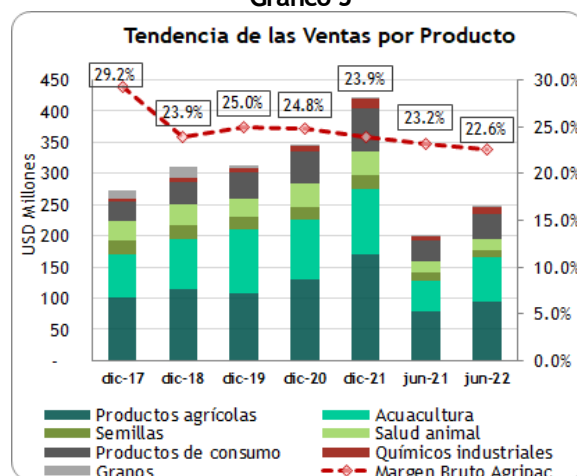
Gestión Operativa y Tendencias

Históricamente el emisor ha mantenido una tendencia creciente en sus ingresos, en el 2021 el crecimiento en ventas alcanzó 21.6% y a junio mantiene un crecimiento de 24.2% interanual impulsado principalmente por los productos de acuicultura, las líneas de productos agrícolas y la de productos de consumo, aunque en todas las líneas de ventas registró crecimientos importantes, con excepción de semillas. Una parte del crecimiento se debió al volumen particularmente en el segmento de acuicultura y el de consumo, ya que la empresa prefirió reducir el margen, pero elevar el volumen de ventas. En el agrícola el crecimiento se debe al crecimiento del costo que se trasladó al precio de venta y el margen si recuperó.

En general, las estrategias de comercialización de la empresa frente al incremento del costo de fertilizantes y de las demás materias primas varían en función de su posición de mercado, por lo que el objetivo no siempre es el margen bruto en el corto plazo.

Es importante considerar que el crecimiento no se afectó en el año 2020 en el que llegó a 10% anual. El sector en el que opera la empresa no paró sus operaciones durante el 2020 y AGRIPAC 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 las ventas muestran un crecimiento superior al 20% que se mantiene

también a junio con un crecimiento de 24.2% interanual.

La empresa logra mantener un crecimiento importante de las ventas gracias a la diversificación e innovación de sus productos en las diferentes líneas de negocio, con base en la calidad y la amplia red de distribución.

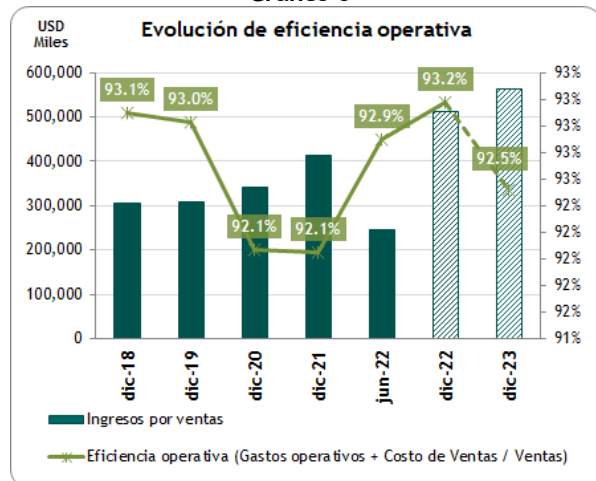
Para el 2022 se proyecta que las ventas crezcan en 23.4% y en el 2023 de 10% anual. Esto, como resultado de la consolidación de sus productos en los segmentos Agrícola y de Balanceados; el incremento del segmento de alimentos para mascotas y del segmento de salud animal.

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 crecimiento de las líneas con mejores márgenes (acuicultura y productos de consumo).

A junio 2022 el margen bruto se reduce 0.64pp interanualmente como resultado del incremento en el precio de materias primas que no se trasladaron totalmente al precio de venta, sin embargo, el efecto se mitiga parcialmente por las eficiencias en el gasto y a una mayor dilución de los gastos fijos por el crecimiento en las ventas.

Para el año 2022 y 2023 se espera que el margen mejore ligeramente a 23.20% en dic-2022 y 23.90%.

Gráfico 6



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

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

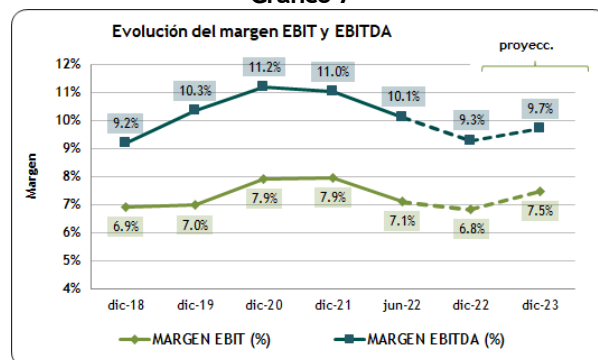
En el año 2021 el EBITDA mantiene la tendencia positiva de los últimos años, con un crecimiento de 19.7%, el incremento de ingresos logra superar la contracción del margen bruto y el incremento del gasto operativo 6.1% anual. Estas tendencias

explican una ligera caída en el margen EBITDA frente al mismo período del año 2020.

A junio-2022 el incremento del costo de ventas presionó el margen bruto y paralelamente el gasto de operación muestra un mayor crecimiento (14.4% interanual), sin embargo, el crecimiento interanual de los ingresos por ventas (24.2%) permiten que el EBITDA alcance un crecimiento de 33.3% anual en el mismo período.

Las proyecciones estimadas para el año 2022 prevén que se mantenga un incremento importante en ingresos por ventas y que el margen bruto se recupere en el segundo semestre por el mayor trasladado de los costos al precio de venta, pero el incremento de gastos de operación y financiero presionarían el margen EBITDA que alcanza un crecimiento menor. En el año 2023 esperamos que las ventas tengan un menor crecimiento, pero que mejore el margen bruto y el EBITDA recupere su crecimiento en términos absolutos, aunque el margen EBITDA se mantendría en niveles menores a sus históricos.

Gráfico 7



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

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

ACTIVOS

Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total Activo Corriente	64.9%	61.5%	60.7%	63.9%	64.3%
Fondos Disponibles	1.7%	1.4%	1.9%	1.2%	0.5%
Inversiones corto plazo	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
CxC Comerciales	28.1%	27.1%	28.6%	28.3%	30.0%
Inventarios Neto	28.5%	25.5%	23.4%	28.3%	24.9%
Otras cuentas por cobrar	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	3.0%
Gastos anticipados	2.2%	3.8%	3.1%	3.2%	4.7%
Otros activos corrientes	0.7%	0.5%	0.9%	0.3%	0.9%
Total Activo No Corriente	35.1%	38.5%	39.3%	36.1%	35.7%
Propiedad, planta y equipo	30.7%	33.5%	33.4%	30.5%	30.2%
Inventarios no corrientes	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%
Propiedades de inversión	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
Activo Financiero no Corriente	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	2.4%	2.0%	3.3%	2.7%	2.4%
Activos Intangibles y Diferidos	0.6%	1.2%	1.1%	1.5%	1.4%
Otros activos	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total Pasivo Corriente	42.7%	41.8%	40.5%	47.5%	45.5%
Deuda Financiera CP	7.9%	7.3%	8.8%	8.9%	6.2%
Deuda Comercial	31.9%	32.1%	28.6%	35.6%	36.7%
Otros Pasivos CP	2.9%	2.4%	3.0%	3.0%	2.6%
Total Pasivo LP	8.7%	14.4%	16.8%	15.3%	19.2%
Deuda Financiera LP	3.2%	8.9%	11.1%	10.0%	13.6%
Otros pasivos LP	5.5%	5.5%	5.7%	5.3%	5.7%
PATRIMONIO	48.6%	43.4%	42.4%	36.7%	35.2%
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 30% (28.3% a dic-2021) de los activos, para los cuales la empresa estima sus pérdidas crediticias esperadas con base en los perfiles de pago de las ventas del año anterior y la posible afectación que podrían tener por la situación macroeconómica, para cubrir esta pérdida estimada establece provisiones que a jun-2022 cubre el 6.1% de la cartera (6% a dic-2021).

Los inventarios por su lado son medidos al menor entre el valor neto realizable y el costo. 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 17.66MM, valor que representa 3.7% del activo total. Las Otras cuentas por cobrar corresponden mayormente a StoreOcean y Aeroagripac S. A., la primera por préstamos otorgados que son liquidables a corto plazo sobre los cuales Agripac ha presentado la intención de capitalizarlos, y la segunda por préstamos otorgados para capital de trabajo, los cuales generan intereses y no tienen fecha de vencimiento establecida. Estas dos empresas mantienen negocios en marcha y no tienen deuda financiera importante. A junio las cuentas con relacionadas alcanzan a USD 12.3MM y corresponden principalmente a la deuda de StoreOcean (USD 7.8MM) y Aeroagripac (2.25MM).

El saldo a junio 2022 de las cuentas con relacionadas muestra un crecimiento de 22.6%

anual (USD 2MM) principalmente por el incremento de la cuenta por cobrar a StoreOcean.

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. Este valor se mantiene a junio 2022.

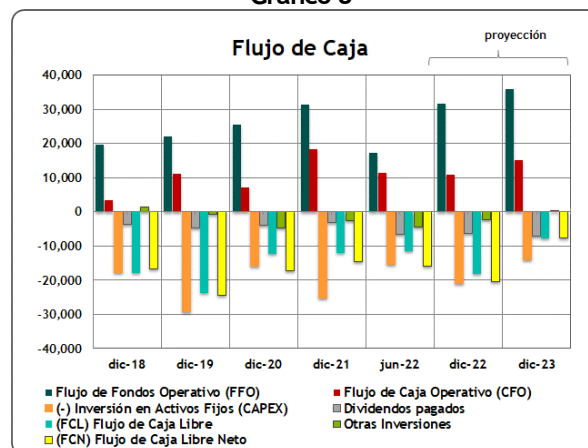
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

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) fue de 18.3MM, luego de absorber un importante incremento del requerimiento de capital de trabajo particularmente de inventarios y cuentas por cobrar, que es mitigado por el mayor financiamiento de proveedores.

A junio 2022 flujo de operación (FFO) muestra un crecimiento de 36% interanual, que cubre con amplitud el requerimiento de capital de trabajo generado por el mayor financiamiento de cuentas por cobrar a clientes, anticipos a proveedores y varias provisiones de gastos, frente al aumento del financiamiento proveniente de proveedores y otras cuentas por pagar. Esto permite que el flujo de caja de operativo (CFO) crezca en 23% en el mismo período.

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 incrementan 7 días en comparación el mismo período del año anterior, pasando de 115 a 122 debido, el incremento se produjo en el segundo semestre del año anterior, pero en los seis meses del año 2022 hay una reducción de 3 días en comparación con dic-2021.

En el mes de junio, la empresa no ha sufrido una afectación importante causada por la paralización económica generada por el paro indígena. Por otro lado, 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 y la cobertura con provisiones, a junio-2022, para la cartera llega a 6.1% para las cuentas por cobrar a clientes.

El inventario a la fecha de corte crece 41.6% interanual, que se explica por el crecimiento del volumen como también de los precios de la materia prima. 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 niveles similares a los históricos en los años 2022 y 2023.

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 193 días y 181 días a jun-202, en los años 2022 y 2023 esperamos que se mantenga en un promedio de 189 a 185 días.

Por otro lado, el emisor ha invertido en CAPEX anualmente alrededor de 22MM promedio en los últimos cuatro años, que corresponden a inversiones relacionadas con las mejoras de

capacidad instalada. En el año 2021 la inversión realizada llega a USD 25.2MM corresponde a infraestructura, instalaciones y maquinaria principalmente. A junio se muestra un total de USD 15.4MM y se esperaría finalizar el año con alrededor de USD 18.2MM. Para el cierre el año 2023 la empresa prevé que la inversión ascienda a aproximadamente USD 8MM. La inversión en CAPEX 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 tangible²⁵ 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. En el año 2021 el reparto de dividendos llegó al 28.8%. Esperamos que a dic-2022 y dic-2023 se mantenga en niveles cercanos al promedio histórico.

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 registró un flujo de caja libre negativo de UDS 12.08M, que se explica por el incremento de dividendos y el crecimiento importante de inversiones CAPEX (USD 25.25MM); a junio el FCL es también negativo de USD 11.43 MM, esta tendencia se mantendría en los años 2022 y 2023.

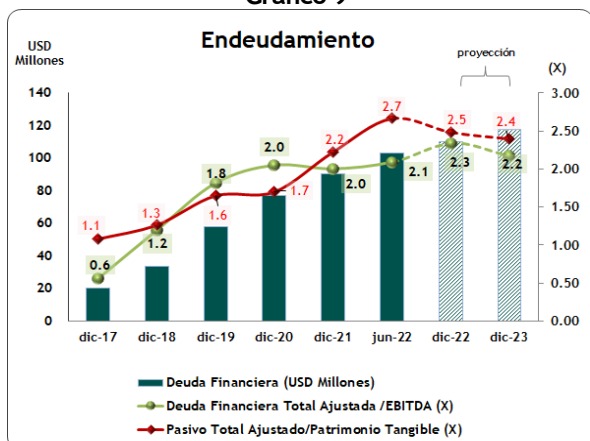
Además, AGRIPAC mantiene otras cuentas por cobrar a las empresas relacionadas, por préstamos para inversiones en CAPEX de esas empresas, que no son recuperables en el corto plazo y la empresa ha considerado que en el mediano plazo podrían ser capitalizadas; tiene además otros préstamos otorgados para capital de trabajo que se recuperan en el corto plazo, estas cuentas han requerido flujo adicional y se consideran como parte del flujo de otras inversiones.

AGRIPAC S.A. mantiene un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación, a pesar del incremento que se registra en el último año, lo cual le ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno operativo.

²⁵ 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.

Gráfico 9



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

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible presenta también una tendencia creciente en los últimos años debido al aumento de la deuda para inversiones de CAPEX, a dic-2021 sobrepasa las 2.2 veces, y a junio sube a 2.7 veces, pero se ubica en un nivel considerado adecuado.

El endeudamiento en relación con el EBITDA llegó a 2 veces a diciembre-2021 y 2.1 veces en jun-2022, y se espera que se reduzca ligeramente dentro del plazo de la emisión, gracias a su capacidad de generar y crecimiento del EBITDA, a pesar de que la deuda financiera mantendría un crecimiento controlado.

Cabe mencionar que a la fecha de corte el 68.6% de la deuda se encuentra a largo plazo, lo que otorga al emisor mayor flexibilidad financiera.

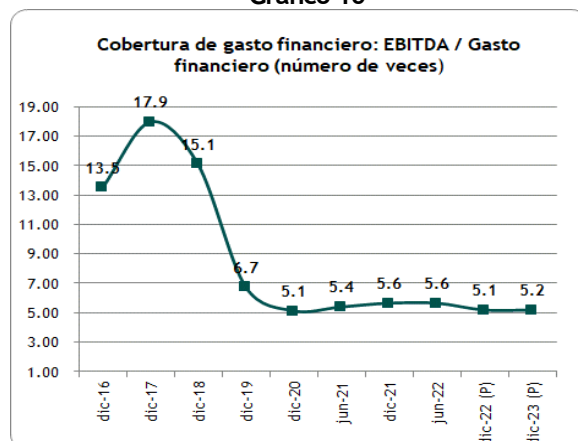
La deuda financiera a jun-2022 tiene los siguientes plazos de vencimiento:

DEUDA FINANCIERA POR VENCIMIENTO (USD Miles)	
2022	16,652
2023	24,714
2024	20,529
2025	15,065
2026	11,197
2027	8,128
>2027	6,830
Total	103,114

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la cobertura del gasto financiero ha sido holgada, aunque 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 los años 2022 y 2023 la cobertura se mantenga ligeramente menor a pesar del crecimiento absoluto de la deuda financiera y la estabilidad en la generación operativa.

Gráfico 10

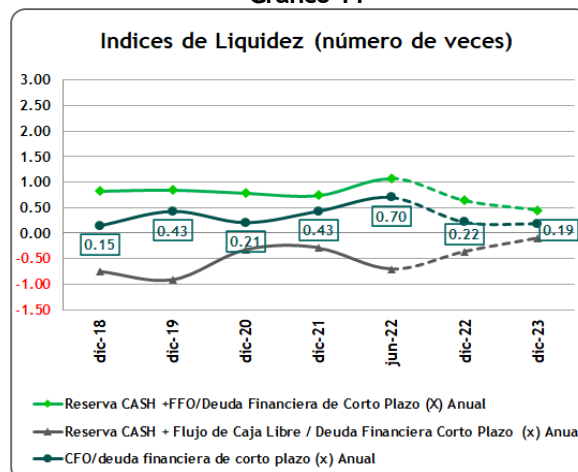


Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte junio-2022, la compañía mantiene el 30.8% de su deuda financiera 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 proyectadas en CAPEX son menores a las de 2021, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

Gráfico 11



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

A junio-2022 la Compañía registra una caja de USD 2.65MM e inversiones a corto plazo por USD 1.06MM. El saldo de caja muestra una reducción de USD 2.97MM en comparación con dic-2021.

Considerando la tendencia histórica y el flujo de caja proyectado, se prevé que para el cierre del 2022 y 2023 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	junio-22
Activo Ajustado (USD M)	464,094
Activo Total (USD M)	520,619

jun-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	29,735	29,735	15.61
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	96,364	126,100	3.68
3era	Deuda sin garantía específica de balance	211,203	337,302	1.38
TOTAL		337,302	337,302	1.38

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 1.38 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 certifica que la emisión de obligaciones en circulación representa el 2.39% de los activos libres de gravamen, 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 915M, 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 3.68% de su patrimonio, por lo que se cumple holgadamente con la limitación de 200% dispuesta por la normativa vigente.

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 1.41 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 1.44 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 junio-2022 el Emisor tiene únicamente el presente programa de Papel Comercial vigente en el mercado.

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			
dic.-21	3	21	14.3%
ene.-22	0	21	0.0%
feb.-22	0	19	0.0%
mar.-22	2	22	9.1%
abr.-22	2	20	10.0%
may.-22	3	20	15.0%
jun.-22	2	22	9.1%

AGRIPAC S.A. (INDIVIDUAL)

(Miles de USD)								PROYECCION	
Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23
Caja y Equivalentes de Caja	13,736	8,405	5,114	5,107	7,233	5,624	2,656	5,000	5,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	62,068	62,186	84,898	96,804	110,748	135,601	156,331	162,268	179,382
Inventarios	64,725	76,456	87,122	91,986	90,720	135,650	129,818	163,051	177,759
Activos fijos	62,566	71,388	92,515	119,576	129,491	145,825	157,313	157,074	161,425
Otros activos	27,387	29,991	32,075	43,250	48,951	55,617	74,502	59,426	60,909
Total Activos	230,482	248,425	301,725	356,722	387,144	478,317	520,619	546,818	584,475
Cuentas por Pagar Proveedores	56,890	71,932	96,310	114,674	110,710	170,222	191,183	205,974	219,755
Deuda Financiera Total	29,209	20,208	33,545	57,974	77,271	90,288	103,114	110,144	117,875
Deuda Financiera Corto Plazo	9,938	5,809	23,891	26,088	34,169	42,492	32,375	61,644	85,875
Deuda Financiera Largo Plazo	19,271	14,399	9,654	31,886	43,103	47,795	70,739	48,500	32,000
Otros Pasivos	24,665	24,590	25,103	29,282	35,113	42,104	43,005	42,891	43,286
Total Pasivos	110,765	116,730	154,958	201,930	223,094	302,614	337,302	359,008	380,916
Patrimonio	119,717	131,695	146,767	154,792	164,049	175,702	183,317	187,810	203,559
Resumen de Resultados	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23
Ventas	257,882	271,864	305,903	309,242	340,444	413,976	246,071	510,848	561,933
Costo de ventas	-179,824	-192,553	-230,455	-229,992	-253,971	-317,950	-190,512	-392,331	-427,631
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-50,046	-54,018	-54,330	-57,675	-59,480	-63,125	-38,069	-83,648	-92,285
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos pa	28,012	25,294	21,117	21,575	26,992	32,902	17,490	34,869	42,017
Ingresos y gastos no operativos neto	-1,004	291	166	1,471	481	-222	-550	240	264
Gasto Financiero del período	-2,751	-2,020	-1,865	-4,916	-7,491	-8,931	-4,433	-10,022	-11,401
Impuesto a la renta	-7,224	-6,426	-6,061	-4,666	-4,553	-5,767	-3,127	-6,523	-8,029
Utilidad Neta	17,032	17,138	13,356	13,463	15,430	17,982	9,380	18,565	22,852
Otros Resultados Integrales	-1,057	517	6,805	567	-243	-1,959	0	0	0
Resultado Integral	15,976	17,655	20,161	14,030	15,186	16,023	9,380	18,565	22,852
Resumen Flujo de Caja	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23
EBITDA OPERATIVO	37,047	36,227	28,101	32,002	38,178	45,686	24,913	47,483	54,631
(-) Gasto Financiero del período (sin ajuste NIIF 16	-2,751	-2,020	-1,865	-4,766	-7,491	-8,131	-4,433	-9,221	-10,601
(-) Impuesto a la renta del período	-7,018	-6,477	-6,559	-5,160	-5,139	-6,164	-3,127	-6,523	-8,029
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	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	27,277	27,729	19,676	22,076	25,548	31,391	17,353	31,739	36,002
(-) Variación Capital de Trabajo	6,478	-5,695	-16,167	-10,935	-18,428	-13,021	-6,011	-20,858	-20,974
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operatio	33,755	22,035	3,509	11,141	7,120	18,370	11,342	10,881	15,028
(+/-) Flujo de caja no operativo	-1,425	95	166	1,462	560	-222	-550	240	264
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,368	1,617	2,103	2,471	2,037	1,778	164	2,824	3,107
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,372	-1,326	-1,937	-1,000	-1,556	-2,000	-714	-2,584	-2,842
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flu	-421	-196	0	-9	78	0	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3,915	-5,677	-3,765	-4,611	-3,851	-3,112	-6,489	-6,457	-7,102
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,412	-11,125	-17,818	-29,196	-15,930	-25,250	-15,439	-21,000	-14,103
(-) Inversión en activos intangibles	-165	0	14	-2,578	-259	-1,871	-296	-1,871	-1,871
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	20,836	5,327	-17,894	-23,781	-12,360	-12,085	-11,433	-18,206	-7,784
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,044	-9,001	13,337	24,429	19,297	13,016	12,826	19,856	7,731
OTRAS INVERSIONES NETO	2,279	-1,657	1,266	-655	-4,811	-2,541	-4,362	-2,273	52
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PE	8,071	-5,331	-3,291	-7	2,126	-1,609	-2,968	-624	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL	5,664	13,736	8,405	5,114	5,107	7,233	5,624	5,624	5,000
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	23,116	3,670	-16,627	-24,436	-17,171	-14,626	-15,794	-20,479	-7,731
Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	dic-22	dic-23
Patrimonio Tangible	99,476	108,294	122,807	122,494	131,839	136,536	126,792	144,782	158,995
% crecimiento en ventas	-8.65%	5.42%	12.52%	1.09%	10.09%	21.60%	24.22%	23.40%	10.00%
MARGEN EBIT (%)	10.86%	9.30%	6.90%	6.98%	7.93%	7.95%	7.11%	6.83%	7.48%
MARGEN EBITDA (%)	14.37%	13.33%	9.19%	10.35%	11.21%	11.04%	10.12%	9.29%	9.72%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota	10.92	14.73	11.55	5.63	4.41	4.86	4.91	4.44	4.40
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	13.47	17.93	15.06	6.72	5.10	5.62	5.62	5.15	5.15
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR O	0.79	0.56	1.19	1.81	2.05	2.00	2.09	2.34	2.17
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBIT	0.42	0.33	1.01	1.65	1.86	1.88	2.03	2.23	2.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	19.6%	13.3%	18.6%	27.2%	32.3%	34.2%	36.2%	37.2%	36.9%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x)	3.52	5.19	0.82	0.85	0.78	0.74	1.07	0.51	0.42
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.40	3.79	0.15	0.43	0.21	0.43	0.70	0.18	0.17
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda	2.88	1.33	-0.75	-0.91	-0.33	-0.28	-0.71	-0.30	-0.09
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	-0.34	-0.98	-0.33	-0.09



AGRIPAC S.A. (CONSOLIDADO)

Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Caja y Equivalentes de Caja	15,649	12,260	6,602	5,379	7,595	6,025
Cuentas por Cobrar Comerciales	62,894	63,094	84,788	96,415	110,875	134,685
Inventarios	65,190	76,924	87,666	92,669	91,466	136,648
Activos fijos	66,655	76,154	99,231	126,409	151,126	168,509
Otros activos	21,917	22,247	26,085	38,392	32,261	38,533
Total Activos	232,304	250,680	304,371	359,263	393,321	484,400
Cuentas por Pagar Proveedores	66,506	71,846	97,218	114,305	107,760	168,427
Deuda Financiera Total	29,468	29,468	43,911	68,963	84,624	101,084
Deuda Financiera Corto Plazo	10,112	5,991	24,796	27,478	25,640	49,821
Deuda Financiera Largo Plazo	19,356	23,476	19,115	41,485	58,984	51,263
Otros Pasivos	25,051	25,461	23,901	27,388	42,122	42,832
Total Pasivos	121,025	126,775	165,030	210,657	234,506	312,343
Patrimonio	111,279	123,905	139,340	148,606	158,815	172,057

Resumen de Resultados	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ventas	261,282	275,657	309,029	313,368	345,061	417,308
Costo de ventas	-182,683	-195,809	-233,838	-233,746	-257,670	-320,027
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-50,436	-54,372	-54,824	-58,303	-60,486	-64,257
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	28,163	25,476	20,367	21,319	26,905	33,024
Ingresos y gastos no operativos neto	-431	487	1,239	1,773	298	256
Gasto Financiero del período	-3,339	-2,065	-2,384	-5,553	-8,303	-10,278
Impuesto a la renta	-7,306	-6,499	-5,997	-4,613	-4,535	-5,862
Utilidad Neta	17,087	17,399	13,225	12,926	14,365	17,139
Otros Resultados Integrales	-1,065	561	6,826	633	-130	-1,569
Resultado Integral	16,022	17,960	20,051	13,558	14,235	15,570

Resumen Flujo de Caja	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EBITDA OPERATIVO	34,690	32,476	28,935	31,706	40,015	46,504
(-) Gasto Financiero del período (sin ajuste NIIF 16)	-3,339	-2,065	-2,384	-5,402	-8,303	-9,478
(-) Impuesto a la renta del período	-7,101	-6,551	-6,616	-5,160	-4,055	-6,308
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	24,250	23,859	19,935	21,144	27,657	30,718
(-) Variación Capital de Trabajo	10,845	-9,892	-17,658	-11,118	-11,704	-18,729
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	35,095	13,967	2,276	10,026	15,953	11,989
(+/-) Flujo de caja no operativo	-600	660	595	1,764	-1,919	2,621
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,941	1,813	3,204	2,823	2,404	779
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,372	-1,326	-1,965	-1,050	-2,106	-523
(+/-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-170	172	-644	-9	-2,217	2,365
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3,915	-5,361	-3,292	-4,591	-3,846	-4,370
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,780	-12,211	-20,179	-29,864	-33,525	-28,098
(-) Inversión en activos intangibles	-165	-600	-14	-2,630	-276	-1,871
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	22,634	-3,546	-20,613	-25,294	-23,612	-19,728
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,154	0	14,443	25,052	15,661	16,425
OTRAS INVERSIONES NETO	1,241	158	512	-982	10,168	1,735
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	8,721	-3,389	-5,658	-1,223	2,216	-1,569
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,927	15,649	12,260	6,602	5,379	7,595
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	23,875	-3,388	-20,101	-26,276	-13,445	-17,994

Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Patrimonio Tangible	97,342	107,905	121,572	121,531	143,793	150,621
% crecimiento en ventas	-8.53%	5.50%	12.11%	1.40%	10.11%	20.94%
MARGEN EBIT (%)	10.78%	9.24%	6.59%	6.80%	7.80%	7.91%
MARGEN EBITDA (%)	13.28%	11.78%	9.36%	10.12%	11.60%	11.14%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	8.26	12.55	9.36	4.91	4.33	4.24
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	10.39	15.72	12.14	5.87	4.82	4.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual	0.85	0.91	1.52	2.18	2.11	2.17
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual	0.40	0.53	1.29	2.01	1.93	2.04
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.21	0.19	0.24	0.32	0.35	0.37
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.40	3.98	0.87	0.81	1.12	0.64
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.47	2.33	0.09	0.36	0.62	0.24
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	-0.88	-0.37
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x)	2.36	-0.57	-0.75	-0.92	-0.48	-0.34

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.