

Ecuador
Calificación Inicial
Papel Comercial

AGRIPAC S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior
6ta. Emisión Papel Comercial	AAA	N/R

Perspectiva: Estable

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

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

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	ago-22
Activos	386.7	478.3	524.4
Ventas	341.6	414.0	334.3
Margen EBITDA (%)	11.12%	10.85%	9.16%
ROE (%) *	9.43%	10.59%	8.46%
Deuda / capitalización (%)	32.27%	34.20%	38.61%
CFO / Deuda Fin CP (%)*	21.85%	43.23%	28.24%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.33	-0.28	-0.71
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	2.06	2.03	2.51
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	3.02	2.98	3.69

Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración BWR

Contactos:

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

Esteban Lopez
(5932) 226 9767 ext. 111
elopez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA' a la Sexta Emisión de Papel Comercial de AGRIPAC S.A. La calificación refleja nuestra opinión sobre la capacidad del emisor de generar los flujos suficientes para el pago en tiempo y forma de instrumento calificado. 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 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 agosto 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

Sexta Emisión Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
Monto Programa	USD 20,000,000
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	Hasta 359 días
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador :	DECEVALE 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**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, además de la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

En 2021 Ecuador fue apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron 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 anunció 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. 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.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social representa una dificultad para el Gobierno y el cumplimiento de las metas planteadas. Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. El 13 de julio de 2022 iniciaron las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena, en donde se intercambian y debaten propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. La mesa de banca pública y privada consiguió un acuerdo, en donde se establece que deudas entre USD 3- 10 mil serán refinanciadas por hasta 10 años plazo y 3 años de gracia.⁴

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional; en las primeras semanas de julio llegó a los 1600 puntos básicos, y

¹ 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 Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

⁴ Iglesia propuso un nuevo cronograma para las mesas de diálogo entre el Gobierno e indígenas - <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/iglesia-propuso-un-nuevo-cronograma-para-las-mesas-de-dialogo-entre-el-gobierno-e-indigenas-nota/>



posteriormente se ha mostrado variable, pero con tendencia al alza. El 13 de octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, para luego bajar a 1565 (24 de octubre). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador se mantiene en B-.

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. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalaban un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero en el segundo semestre se registra un crecimiento interanual de 1.7%, que se muestra una ralentización.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7%⁶ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las cifras para 2023 son más alentadoras, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas. Las proyecciones del BCE (septiembre-22) son más conservadoras que las últimas publicadas por el Banco Mundial en junio-2022, que proyectaba un crecimiento de 3.7% para este año⁷.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2020-2021 y primer trimestre 2021 y 2022, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2020	2021	2021.II	2022.II
Producto Interno Bruto (PIB)	-7.79%	4.24%	11.57%	1.68%
Exportaciones	-5.40%	-0.13%	12.10%	-0.06%
Importaciones	-13.84%	13.25%	29.58%	7.18%
Consumo final Hogares	-8.20%	10.22%	17.13%	4.87%
Consumo final Gobierno	-5.07%	-1.69%	-1.23%	2.38%
Formación Bruta de Capital Fijo	-19.03%	4.33%	10.91%	3.14%

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia y una reactivación en 2021. 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.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o han reducido.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas reducen en promedio 5.3%.

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, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado, al 25 de octubre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 85 dólares. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocaron 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 internacionales⁸.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta

⁵ BCE - CTASTRIM 119

⁶ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

⁷ 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/>

⁸ 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/>



finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)⁹. 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 Azuay¹⁰.

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 en 2022 USD 1,700 millones de parte del FMI. En junio-2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso de USD 1,000 millones, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa y los USD 700 millones restantes se desembolsarían en diciembre-2022. Adicionalmente en marzo-2022, 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 saneamiento¹¹. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país¹². Este financiamiento será destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las

amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.¹³

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021¹⁴. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

Adicionalmente, es importante destacar que en julio de 2022 el euro alcanzó luego de 20 años la paridad con el dólar. Este fenómeno trae consigo implicaciones a la economía dolarizada ecuatoriana. Al no tener la capacidad de devaluar la moneda nacional, los productos ecuatorianos se vuelven más costosos frente a los competidores extranjeros con moneda propia. Las exportaciones hacia la Unión Europea ya han mostrado impactos negativos según las últimas cifras del BCE, donde se evidencia que el banano ha caído en 13% entre enero y julio de 2022 vs. mismo periodo de 2021. Por otro frente, las importaciones reducen su precio por lo que pueden presentar elevadas tasas de crecimiento, aumentando el déficit de la balanza comercial. Como tercer factor de impacto se denota la caída de las remesas percibidas en el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de

⁹ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹⁰ Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

¹¹ 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/>

¹² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

¹³ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

¹⁴ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

-<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

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.

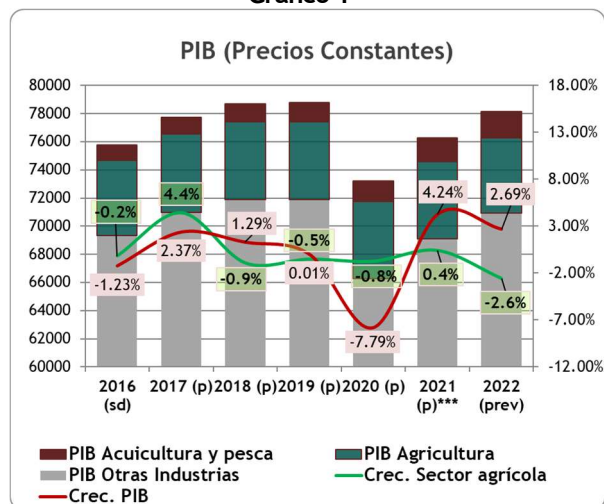
Análisis de la industria

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 para el año 2022 una disminución de -2.59% que es menor al crecimiento esperado para el PIB total (2.69%).

Este es un sector muy importante para el país que representa el 7.95% del PIB nacional a precios constantes a diciembre 2021. 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, mantuvieron 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 10.52%.

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 Agroclimas Estratégicos, 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 mantendrá 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)¹⁵.

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 recursos¹⁶.

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. Durante octubre 2022 el ministro de Agricultura y pesca asistió al foro de Inversiones FAO Hand in Hand en Roma, en este foro el gobierno busca impulsar la producción de cacao y café, el cultivo de cáñamo, instalar sistemas de irrigación y entrenamiento en métodos agroforestales sostenibles.¹⁷

Es importante mencionar a las exportaciones ya que guarda una estrecha relación con la actividad del emisor. Principalmente se vincula

¹⁵

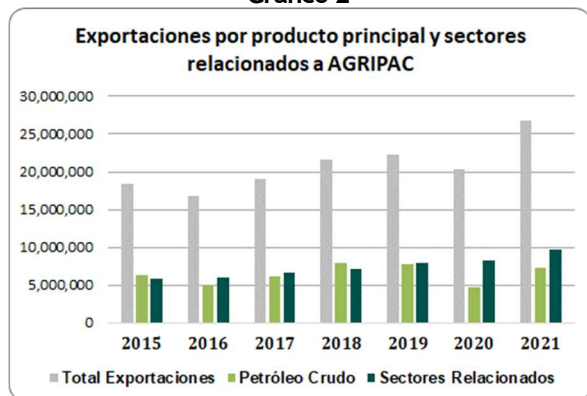
<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/plan-nacional-agropecuario-ecuatoriano-apunta-hacia-la-reduccion-de-la-pobreza>

¹⁶ <https://www.agricultura.gob.ec/banecuator-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

¹⁷ <https://www.agricultura.gob.ec/ministro-manzano-atrae-inversiones-para-desarrollar-el-agro/>

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-agosto 2022 se mantiene la tendencia de recuperación importante con un crecimiento de 29.5% 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.

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 hasta el primer trimestre del año 2022, debido a restricciones en la oferta y el aumento del precio del gas natural. En el primer semestre del año 2021 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 climáticos¹⁸. Esta tendencia se ha acelerado a partir de mayo 2021, 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 32.3% 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

¹⁸

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



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 anteriores¹⁹.

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. En Daule el MAG entregó urea con subvención del 50% de su precio, el saco se vende a USD 48, con el subsidio los agricultores pagaron USD 28.²⁰

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 pasado²¹. Adicionalmente a junio 2022 Ecuador destinó USD 64MM para la adquisición de 84.137 TM de agroquímicos con un contenido de potasio que va desde un 58% hasta un 63%, cabe recalcar que estos son sustitutos de la urea. Frente al primer semestre del año 2021 las importaciones de estos fertilizantes con potasio se elevaron 76% en volumen y 22% en dólares de varios países como Chile y Estados Unidos.²²

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

AGRIPAC S.A. cuenta con una amplia trayectoria de 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 personal del área operativa y la reducción de empleados del área administrativa, a la fecha incluye cinco áreas donde colaboran 1,456 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

¹⁹ <https://www.bloomberglinea.com/2022/07/11/por-que-la-crisis-del-gas-natural-europea-es-peor-de-lo-que-parece>

²⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/en-daule-el-mag-inicio-la-entrega-de-la-urea-con-subsencion-del-50-de-su-costo-comercial-nota/>

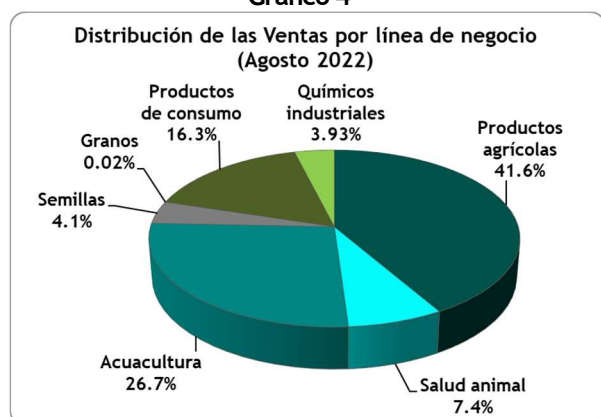
²¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/importacion-urea-cae-agricultura-ecuador>

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/importacion-fertilizantes-chile-estados-unidos-ecuador/>

comercial, de más de 199 puntos de atención, le ha permitido mantener ventas diversificadas por clientes. Los 10 principales clientes representan el 8.13% 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 seguido de la línea de acuicultura.

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 11.4%, superado únicamente por Ecuquímica cuya participación alcanzó 11.9%. 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 (26.7%), que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo del camarón. Esta línea de negocio en el año 2022 ha experimentado un notable crecimiento (+36.1%) debido al aumento de las exportaciones de camarón.

La división de consumo (16.3% de las ventas a

ago-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 (3.9%), es un segmento en consolidación, la compañía comercializa insumos que se utilizan como materia prima para las industrias de cosméticos, alimentos, textiles y pintura. Este segmento ha presentado un crecimiento sostenido en los últimos años.

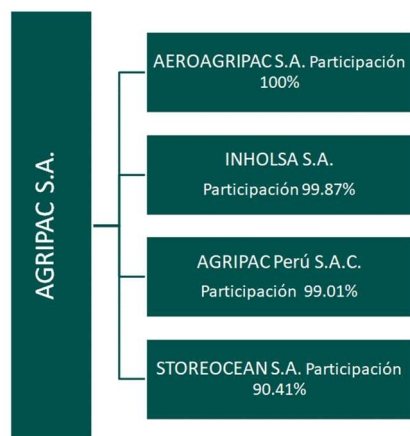
La comercialización de los productos de la marca se realiza íntegramente a través de sus 199 almacenes a nivel nacional. La empresa mantiene en su planificación, de corto y mediano plazo,



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 interinas a agosto 2022 los activos alcanzan los USD 6.5MM, con una deuda financiera de USD 871.81M (USD 87.62M de corto plazo) y cuentas por pagar de corto plazo a Agripac por USD 2.94MM, que constituyen el 63.5% de su pasivo total. Los ingresos ascienden a USD 1.49MM y generan una pérdida de USD -13.67M y un EBITDA calculado por la compañía de USD 346.74M 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 agosto-2022 se registran activos por USD 3.45MM, sus principales pasivos son cuentas por pagar comerciales a AGRIPAC S.A. por USD 3.09 MM, con un total de ingresos acumulados en ago-2022 de USD 2.4M, una pérdida contable de USD -29.43M, y un EBITDA estimado por la compañía de USD 9.71M. La compañía no tiene deuda financiera, los principales pasivos corresponden a deuda comercial con AGRIPAC. A agosto 2022 la situación se mantiene estable.

Inholsa S.A. es una tenedora de acciones con un total de activos por USD 13.56MM y un patrimonio de USD 3.8MM a diciembre 2021.

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 todos los 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 4.44% 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.

A agosto 2022 los activos de StoreOcean alcanzan a USD 20.7MM, los principales activos son propiedades, muelle y equipos por USD 16.01 MM; los pasivos totales USD 12.07MM de los cuales USD 10.49MM no son corrientes, y 8.44MM corresponden a cuentas por pagar a compañías relacionadas particularmente a AGRIPAC y representan el 69.92% del pasivo total (comerciales y por préstamos). Las ventas de StoreOcean llegaron a USD 2.55MM, con una disminución interanual de 20.56%, obteniendo un resultado operacional negativo de USD -363.45M.

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 agosto-2022, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 183.51MM, y de este el 17.25% corresponde a capital social, el 59.98% resultados acumulados, el 7.56% a reserva legal, 10.91% a reserva por revalorización y el 5.52% 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 agosto-2022 la deuda financiera representa el 38.6% de la capitalización²³ 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 supervisando la gestión de los funcionarios, y

²³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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 agosto-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 el año 2021. 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, 2023 y 2024, 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

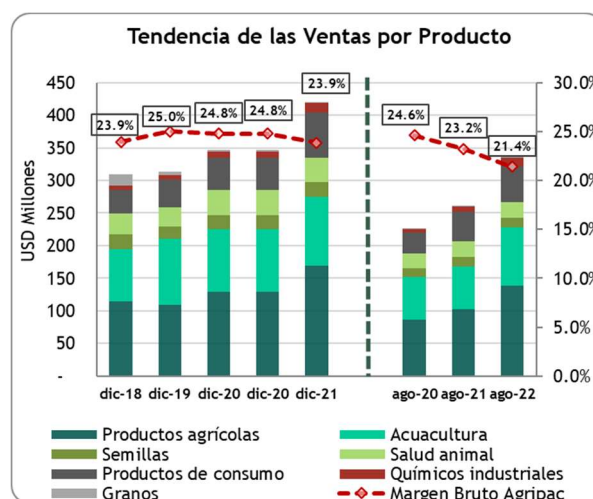
Históricamente el emisor ha mantenido una tendencia creciente en sus ingresos, en el 2021 el crecimiento en ventas alcanzó 21.2% y a agosto mantiene un crecimiento de 28.5% interanual impulsado principalmente por los productos de acuicultura, las líneas de productos agrícolas y la de productos de consumo, 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 la línea agrícola, el crecimiento se debe al crecimiento del costo que se trasladó al precio de venta y el margen si se 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 la pandemia COVID-19 que tuvo lugar durante los años 2020 y 2021. 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 agosto 2022 con un crecimiento de 28.5% 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 18.6%, en el 2023 un 9.5% y en el 2024 un 8.4%. 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 agosto 2022 el margen bruto se reduce 1.47pp 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, 2023 y 2024 se espera que el margen mejore ligeramente a 22.30% en dic-2022 y se mantenga igual en 2023 y 2024.

Gráfico 6



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

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

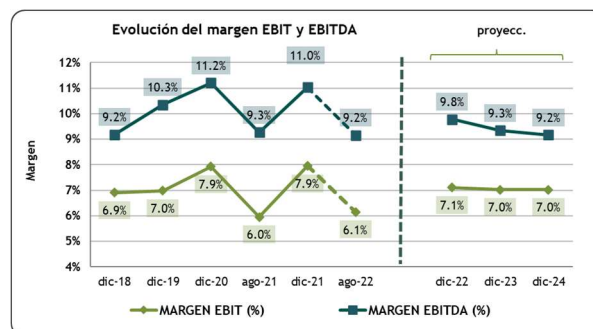
En el año 2021 el EBITDA mantuvo la tendencia positiva de los últimos años, con un crecimiento de 19.7%, el incremento de ingresos logró superar la contracción del margen bruto y el incremento del gasto operativo 6.1% anual. Estas tendencias explican una ligera caída en el margen EBITDA frente al mismo periodo del año 2020.

A agosto-2022 el incremento del costo de ventas presiona el margen bruto y paralelamente el gasto de operación muestra un mayor crecimiento (15.83% interanual), sin embargo, el crecimiento interanual de los ingresos por ventas

(28.5%) permiten que el EBITDA alcance un crecimiento de 27% 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 los años 2023 esperamos que las ventas tengan un menor crecimiento, que se mantenga estable 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	ago-22
Total Activo Corriente	64.9%	61.5%	60.7%	63.9%	64.1%
Fondos Disponibles	1.7%	1.4%	1.9%	1.2%	1.0%
Inversiones corto plazo	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
CxC Comerciales	28.1%	27.1%	28.5%	28.3%	28.4%
Inventarios Neto	28.5%	25.5%	23.4%	28.3%	25.1%
Otras cuentas por cobrar	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	3.2%
Gastos anticipados	2.2%	3.8%	3.1%	3.2%	6.0%
Otros activos corrientes	0.7%	0.5%	0.9%	0.3%	0.3%
Total Activo No Corriente	35.1%	38.5%	39.3%	36.1%	35.9%
Propiedad, planta y equipo	30.7%	33.5%	33.5%	30.5%	30.5%
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%	1.3%
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	ago-22
Total Pasivo Corriente	42.7%	41.8%	40.4%	47.5%	45.5%
Deuda Financiera CP	7.9%	7.3%	8.8%	8.9%	8.0%
Deuda Comercial	31.9%	32.1%	28.5%	35.6%	33.9%
Otros Pasivos CP	2.9%	2.4%	3.0%	3.0%	3.6%
Total Pasivo LP	8.7%	14.4%	16.8%	15.3%	19.5%
Deuda Financiera LP	3.2%	8.9%	11.1%	10.0%	13.8%
Otros pasivos LP	5.5%	5.5%	5.7%	5.3%	5.7%
PATRIMONIO	48.6%	43.4%	42.4%	36.7%	35.0%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Históricamente los activos corrientes del emisor han representado más 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 28.4% (27% a ago-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 agosto-2022 cubre el 9.3% de la cartera.

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 previsible al momento. Sin embargo, se mantiene una pequeña provisión que cubre el 0.11% del total de inventarios.

El saldo a agosto 2022 de las cuentas con relacionadas muestra un crecimiento de 23.8% anual (USD 4.1MM) 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 agosto 2022.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

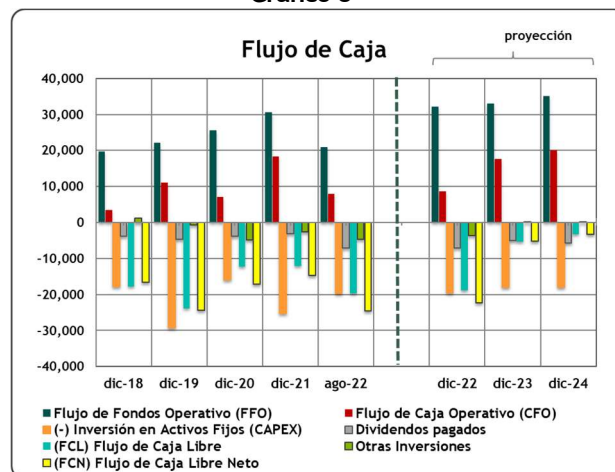
El emisor históricamente ha generado Flujos de Fondos Operativos (FFO) positivos que le han permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. Al mismo tiempo, se aprecia volatilidad en los requerimientos de capital de trabajo, por variaciones en los días de cuentas por cobrar, inventario y financiamiento 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 agosto 2022, el flujo de operación (FFO) muestra un crecimiento de 26.5% 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) se mantenga positivo (USD 7.92MM), sin embargo, este se reduce en 69.4% en el mismo periodo principalmente por el crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales y de los anticipos a proveedores.

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 2 días en comparación el mismo periodo del año anterior, pasando de 113 a 115 debido al mayor incremento de las cuentas por cobrar comerciales con relación a las ventas hasta agosto 2022. Adicionalmente en los ocho meses del año 2022 hay una reducción de 10 días en comparación con dic-2021.

En el mes de junio-2022, la empresa no sufrió una afectación importante causada por la paralización económica generada por el paro indígena debido a su amplia red de locales comerciales. Por otro lado, el crecimiento de las ventas hizo 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 agosto-2022, para la cartera llega a 7.2% para las cuentas por cobrar a clientes.

El inventario a la fecha de corte crece 36.7% interanual, que se explica por el crecimiento del volumen como también de los precios de la materia prima. La administración se orienta a mantener niveles óptimos de inventarios, teniendo en cuenta la disponibilidad de insumos y las dificultades en el aprovisionamiento que se presentan a nivel logístico internacional. Esta rotación se mantendría niveles similares a los históricos al final del año 2022, 2023 y 2024.

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 disminuyó a 163 días a agosto 2022, en los años 2022, 2023 y 2024 esperamos que se mantenga en un promedio entre 160 a 165 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 llegó a USD 25.2MM, que corresponde a infraestructura, instalaciones y maquinaria principalmente. A agosto 2022 se muestra un total de USD 19.7MM y se esperaría finalizar el año con un valor similar. Para el cierre el año 2023 la empresa prevé que la inversión ascienda a aproximadamente USD 18MM y para el año 2024 se mantiene este valor de 18MM. 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 tangible²⁴ y un

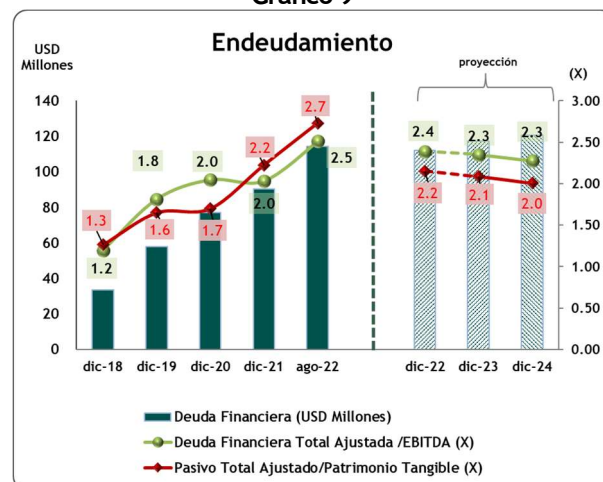
bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 20% y 35.5% de los resultados del ejercicio precedente en los últimos cinco años. En el año 2021 el reparto de dividendos llegó al 28.8%. Esperamos que a dic-2022, dic-2023 y 2024 se mantenga en niveles cercanos al promedio histórico.

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 neto (FCN) 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 agosto el FCL es también negativo de USD 19.8 MM, esta tendencia se mantendría para el cierre del año 2022 y disminuirá en los años 2023 y 2024.

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.

Gráfico 9



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

²⁴ 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.

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 agosto 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 2.5 veces en agosto 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 63.3% de la deuda se encuentra a largo plazo, lo que otorga al emisor mayor flexibilidad financiera.

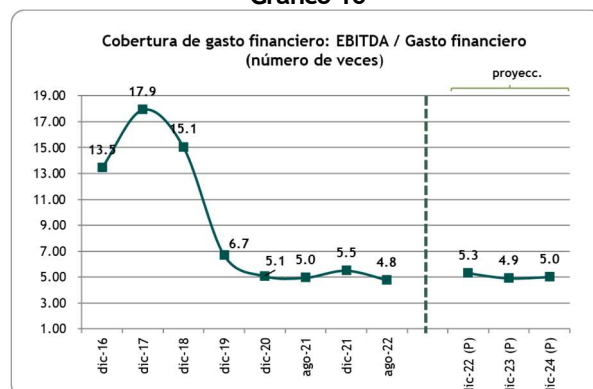
La deuda financiera a agosto 2022 tiene los siguientes plazos de vencimiento:

DEUDA FINANCIERA POR VENCIMIENTO (USD Miles)	
2022	13,528
2023	27,444
2024	23,821
2025	15,339
2026	11,197
2027	8,128
>2028	6,830
Total	106,287

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, 2023 y 2024 la cobertura se mantenga ligeramente menor a pesar del crecimiento absoluto de la deuda financiera y la estabilidad en la generación operativa.

Gráfico 10



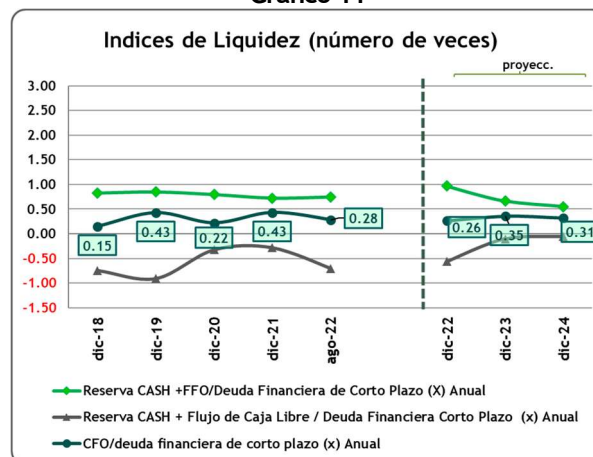
Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte agosto-2022, la compañía mantiene el 29% 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 agosto-2022 la Compañía registra una caja de USD 5.39MM e inversiones a corto plazo por USD 1.06MM. El saldo de caja muestra una reducción de USD 236M en comparación con dic-2021.

Adicionalmente los activos corrientes históricamente han representado más del 60% del activo total de la compañía cuyos principales componentes son las cuentas por cobrar comerciales y los inventarios que a agosto 2022 representan el 28.4% y 25.1% respectivamente. Al ser una empresa comercial consideramos que estos activos corrientes tienen la capacidad de



ser vendidos y convertidos en liquidez rápidamente.

Considerando la tendencia histórica y el flujo de caja proyectado, se prevé que, para el cierre del 2022, 2023 y 2024 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		agosto-22		
Activo Ajustado (USD M)		466,159		
Activo Total (USD M)		524,430		
ago-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	29,593	29,593	15.75
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	106,287	135,880	3.43
3era	Deuda sin garantía específica de balance	205,038	340,917	1.37
TOTAL		340,917	340,917	1.37

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 1.37 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 los activos libres de gravamen cubren 16.81 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 872M, 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 segunda emisión vigente para el emisor y que en conjunto representa el 16.65% 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.

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

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

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

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

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



programa aprobado.

Adicionalmente dentro del contrato de emisión el emisor se compromete a mantener como límite de endeudamiento semestral la relación de pasivos financieros sobre activo total no superior a cero punto (0.4) veces, durante el plazo que esté vigente el programa de papel comercial. Los pasivos financieros corresponden a las obligaciones bancarias y con el mercado de valores a corto y largo plazo.

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 agosto-2022 el Emisor tiene únicamente el V programa de Papel Comercial vigente en el mercado, el cual mantiene una calificación de AAA otorgado por BankWatch Ratings el 31 de agosto del 2022.

Atentamente,

Patricio Baus Herrera
Gerente General

(Miles de USD)						PROYECCION		
Resumen Balance	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24
Caja y Equivalentes de Caja	5,114	5,107	7,233	5,624	5,388	5,252	4,950	5,128
Cuentas por Cobrar Comerciales	84,898	96,804	110,349	135,601	148,784	150,226	165,468	180,178
Inventarios	87,122	91,986	90,720	135,650	131,475	140,020	153,371	166,261
Activos fijos	92,515	119,576	129,491	145,825	159,756	155,659	164,015	172,371
Otros activos	32,075	43,250	48,951	55,617	79,027	59,239	59,214	59,188
Total Activos	301,725	356,722	386,744	478,317	524,430	510,396	547,018	583,126
Cuentas por Pagar Proveedores	96,310	114,674	110,311	170,222	178,032	170,638	186,918	202,636
Deuda Financiera Total	33,545	57,974	77,271	90,288	114,537	112,302	117,236	120,691
Deuda Financiera Corto Plazo	23,891	26,088	34,169	42,492	42,076	33,318	49,751	63,957
Deuda Financiera Largo Plazo	9,654	31,886	43,103	47,795	72,461	78,985	67,485	56,735
Otros Pasivos	25,103	29,282	35,113	42,104	48,349	35,975	36,370	36,766
Total Pasivos	154,958	201,930	222,695	302,614	340,917	318,915	340,524	360,093
Patrimonio	146,767	154,792	164,049	175,702	183,512	191,481	206,493	223,033
Resumen de Resultados	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24
Ventas	305,903	309,242	341,647	413,976	334,318	491,173	538,036	583,278
Costo de ventas	-230,455	-229,992	-258,536	-317,950	-262,766	-381,645	-418,058	-453,211
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-54,330	-57,675	-55,492	-63,125	-51,007	-74,622	-82,207	-89,115
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,117	21,575	27,618	32,902	20,544	34,905	37,770	40,951
Ingresos y gastos no operativos neto	166	1,471	134	-222	-651	-628	495	537
Gasto Financiero del periodo	-1,865	-4,916	-7,770	-8,931	-6,394	-9,826	-11,133	-11,539
Impuesto a la renta	-6,061	-4,666	-4,553	-5,767	-3,375	-6,357	-7,055	-7,787
Utilidad Neta	13,356	13,463	15,430	17,982	10,125	18,094	20,078	22,162
Otros Resultados Integrales	6,805	567	-243	-1,959	0	0	0	0
Resultado Integral	20,161	14,030	15,186	16,023	10,125	18,094	20,078	22,162
Resumen Flujo de Caja	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24
EBITDA OPERATIVO	28,101	32,002	38,004	44,936	30,631	47,425	50,291	53,471
(-) Gasto Financiero del periodo (sin ajuste NIIF 16)	-1,865	-4,766	-6,969	-8,131	-6,394	-8,897	-10,204	-10,611
(-) Impuesto a la renta del periodo	-6,559	-5,160	-5,139	-6,164	-3,375	-6,357	-7,055	-7,787
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	19,676	22,076	25,895	30,642	20,862	32,171	33,032	35,074
(-) Variación Capital de Trabajo	-16,167	-10,935	-18,428	-12,271	-12,941	-23,518	-15,450	-15,020
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3,509	11,141	7,467	18,370	7,921	8,653	17,582	20,054
(+/-) Flujo de caja no operativo	166	1,462	212	-222	-651	-550	495	537
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,103	2,471	1,690	1,778	430	452	495	537
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1,937	-1,000	-1,556	-2,000	-1,080	-1,080	0	0
(+/-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	-9	78	0	0	78	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3,765	-4,611	-3,851	-3,112	-7,039	-7,039	-5,066	-5,622
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17,818	-29,196	-15,930	-25,250	-19,728	-19,555	-18,000	-18,000
(-) Inversión en activos intangibles	14	-2,578	-259	-1,871	-299	-299	-299	-299
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-17,894	-23,781	-12,360	-12,085	-19,796	-18,791	-5,288	-3,330
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	13,337	24,429	19,297	13,016	24,249	22,014	4,933	3,456
OTRAS INVERSIONES NETO	1,266	-655	-4,811	-2,541	-4,689	-3,595	52	52
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-3,291	-7	2,126	-1,609	-236	-372	-302	178
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	8,405	5,114	5,107	7,233	5,624	5,624	5,252	4,950
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-16,627	-24,436	-17,171	-14,626	-24,485	-22,386	-5,235	-3,278
Indicadores	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24
Patrimonio Tangible	122,807	122,494	131,839	136,536	125,241	148,640	163,625	180,138
% crecimiento en ventas	12.52%	1.09%	10.48%	21.17%	28.45%	18.65%	9.54%	8.41%
MARGEN EBIT (%)	6.90%	6.98%	8.08%	7.95%	6.15%	7.11%	7.02%	7.02%
MARGEN EBITDA (%)	9.19%	10.35%	11.12%	10.85%	9.16%	9.66%	9.35%	9.17%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	11.55	5.63	4.72	4.77	4.26	4.62	4.24	4.31
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	15.06	6.72	5.45	5.53	4.79	5.33	4.93	5.04
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.19	1.81	2.06	2.03	2.51	2.39	2.35	2.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.01	1.65	1.87	1.91	2.39	2.28	2.25	2.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	18.6%	27.2%	32.3%	34.2%	38.6%	37.2%	36.4%	35.3%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.82	0.85	0.79	0.72	0.74	0.97	0.66	0.55
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.15	0.43	0.22	0.43	0.28	0.26	0.35	0.31
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0.75	-0.91	-0.33	-0.28	-0.71	-0.56	-0.11	-0.05
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de	-0.70	-0.94	-0.47	-0.34	-0.87	-0.67	-0.11	-0.05



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 periodo	-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 periodo (sin ajuste NIIF 16)	-3,339	-2,065	-2,384	-5,402	-8,303	-9,478
(-) Impuesto a la renta del periodo	-7,101	-6,551	-6,616	-5,160	-4,055	-6,308
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	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 periodo (x)	10.39	15.72	12.14	5.87	4.82	4.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.85	0.91	1.52	2.18	2.11	2.17
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR 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.