

Ecuador
Seguimiento Operaciones de
Papel Comercial

AGRIPAC S.A.

Calificación

Instrumentos	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Ultimo cambio
V Papel Comercial	AAA	AAA	N/R
VI 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	dic-22
Activos	386,7	478,3	587,9
Ventas	341,6	414,0	500,2
Margen EBITDA (%)	11,12%	10,85%	9,11%
ROE (%)	9,43%	10,59%	6,66%
Deuda / capitalización (%)	32,27%	34,20%	40,02%
CFO / Deuda Fin CP (%)	21,85%	43,23%	54,94%
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	-0,33	-0,28	-0,14
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	2,06	2,03	2,80
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	3,02	2,98	4,17

Fuente: AGRIPAC S.A. Elaboración BWR

Contactos:

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

Econ. 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' al Quinto y Sexto Programa 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 calificación considera el perfil de corto plazo de las emisiones de los dos programas.

Sólido posicionamiento comercial dentro de sector estratégico. 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 varias políticas y programas de financiamiento desde el Estado, en función de la liquidez del Gobierno. Estos factores mitigan en parte los riesgos inherentes del sector, así como los del entorno. 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 del negocio proveniente de la exposición a riesgos climatológicos y de la volatilidad de los precios de sus materias primas, que se mitiga por una adecuada diversificación, tanto a nivel geográfico, como por comprador y por línea de negocio.

Alta capacidad de generación operativa. La generación del emisor es sólida y constituye una de sus fortalezas, a pesar de que en el último año se presiona el margen EBITDA, por una estrategia coyuntural de ventas que retrasó el traslado del incremento internacional de los costos de las materias primas al precio de sus productos y por un incremento de gastos operacionales derivado de la ampliación y mejoramiento de su red comercial.

Nivel de endeudamiento moderado, mitigado por su estructura de largo plazo. Si bien las inversiones de los últimos años han sobrepasado su capacidad de financiarlas con su generación, estas se orientan al crecimiento de su capacidad productiva y por tanto se espera que fortalezcan la generación de ingresos a futuro. La calificación considera la expectativa de que en los próximos años la relación entre la deuda financiera y el EBITDA tienda a disminuir frente a los niveles actuales. Por último, Agripac cuenta con un fuerte respaldo patrimonial gracias a una política de pago de dividendos conservadora.

El riesgo de refinanciamiento del emisor se mitiga por contar con fuentes de fondeo diversificadas, tanto en el sistema financiero local como en el exterior y en el mercado de valores, mantener una estructura de largo plazo de parte de su deuda y líneas de crédito disponibles.

La perspectiva de la calificación es estable. La calificación podría disminuir si es que el nivel de endeudamiento con relación a la generación operativa no mostrara la tendencia esperada.

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 LAS EMISIONES CALIFICADAS

Quinta Emisión Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2021-00003050
Fecha de Aprobación SCVS	6-abr-21
Monto Programa	USD 10,000,000
Monto en circulación	USD 8,784,000
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	27-mar-23
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador financiero y Legal:	Banrío Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Destino de la Emisión	Pago a proveedores de inventarios y materias primas.

Sexta Emisión Programa de Papel Comercial	
Emisor:	AGRIPAC S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008779
Fecha de Aprobación SCVS	15-dic-22
Monto Programa	USD 20,000,000
Monto en circulación	USD 1,950,000
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	4-dic-24
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador financiero y Legal:	Banrío Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Destino de la Emisión	Pago a proveedores de inventarios y materias primas.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico mundial

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia, que fue extremadamente complejo para Ecuador. En el 2020, el Ecuador tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales: falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, presionadas en los últimos años, otros factores que agravaron la situación: caída de ingresos petroleros en exportaciones por precios y nivel de producción (rotura del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano y del Oleoducto de Crudos Pesados), vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

En 2021, a raíz de las elecciones presidenciales y sus resultados, la confianza en Ecuador se rescató y el país fue apreciado como favorable a la inversión privada. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings pasó de "Restricted Default" a B-/estable en septiembre de 2020, luego de la reestructuración de los bonos soberanos, esta calificación se mantiene hasta el momento.

Luego de su primer año en la administración, el Gobierno anunció que el portafolio de inversiones del país se había ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud. Adicionalmente, destacó sus esfuerzos por mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que sobresalen Corea del Sur, China, Canadá e Israel.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, representa una dificultad para el Gobierno y limita 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 debatieron propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro.

En otros temas se han acordado lo siguiente: focalización de subsidios de combustibles; condonación deudas en el sector financiero público de hasta USD 3,000; control de precios; moratoria sobre bloques petroleros; entre otros. Las decisiones tomadas y los puntos acordados representan alto costo y por tanto presiones adicionales a la débil economía del país. A pesar de las amenazas de nuevas paralizaciones el Gobierno no aceptó la condonación de deuda mayor a USD 3,000 en el sector público y definirá programas de refinanciamiento para contrarrestar la limitada capacidad de pago de los deudores.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político 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 octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,000 puntos (21 de noviembre en 1,413). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). 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%, lo que muestra una ralentización de la economía.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7% 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.

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.

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 se contraen en promedio 5.3%.

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 se han reducido.

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 21 de noviembre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 80 dólares.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la cual aún deberá pasar por el Pleno de Legislativo. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para el año entrante está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador hasta finales de 2022), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Según la reforma presupuestaria, 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 Azuay.

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 saneamiento. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país. 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.

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 2021. 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.

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1,840 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.

Es importante destacar que, el acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual. Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino que se compone principalmente de deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga efectivo el

acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa de 15% al menos considerando que el riesgo país según datos del BCE ha presentado una reducción desde su pico en octubre-2022 (1,945 vs. 1,256 a finales de dic-2022), con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%.

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 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.

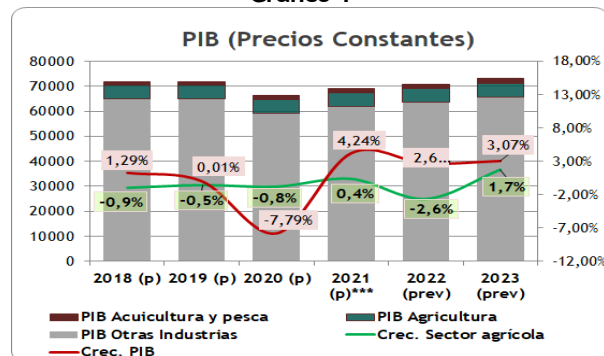
Análisis de la industria

El sector agropecuario ha mostrado una lenta recuperación de sus ingresos en el año 2021, con un crecimiento de 0.39%, y en el año 2022 habría sufrido un además un fuerte impacto de situación internacional por el incremento de los insumos agrícolas por lo que BCE prevé una reducción de 2.59% anual, mientras que el crecimiento esperado para el PIB total (2.69%).

Este es un sector muy importante para el país que representa el 7.54% del PIB nacional a precios constantes a diciembre 2022. 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 2.63% y tuvo un crecimiento interanual de 16.9% en el año 2022. El crecimiento esperado para el 2022 alcanza el 5.5%.

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 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)¹.

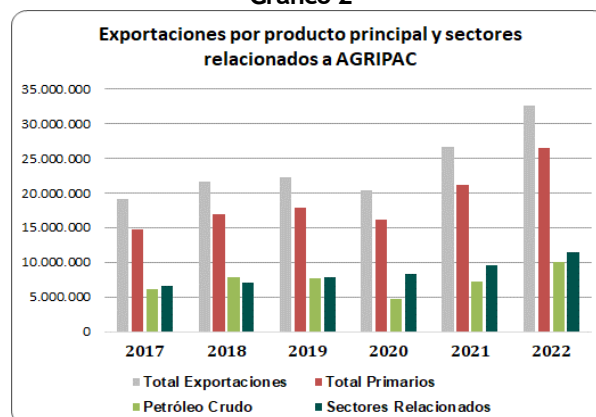
Por otro lado, el Estado, a través del banco público BanEcuador y la Corporación Financiera Nacional, ofrecen líneas de crédito a productores involucrados con producción orgánica a tasas de interés que oscilan entre 9.76% y 11.25%, a plazos de 3 a 10 años dependiendo del destino de los recursos².

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.³

Es importante mencionar la tendencia de 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 2022 crecieron el 18.7% y representaron el 35% del total de exportaciones, la recuperación se localiza particularmente en el sector camaronero que creció 36.9% (USD 1.966MM), contrario a lo ocurrido con las exportaciones del sector bananero (-3.7%).

Gráfico 2



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

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.

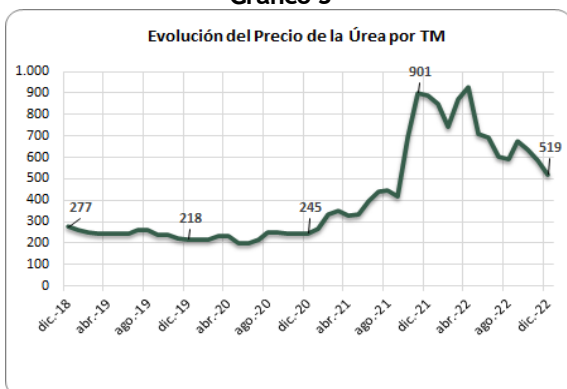
¹

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

² <https://www.agricultura.gob.ec/banecuador-y-cfn-presentan-creditos-para-produccion-organica-que-impulsa-el-mag/>

³ <https://www.agricultura.gob.ec/ministro-manzano-atrae-inversiones-para-desarrollar-el-agro/>

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 el año 2022 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 abril 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 climáticos⁴. Esta situación 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, finalizando el año con una disminución de 41.6% interanual.

La reducción de precios en el mercado internacional podría ser coyuntural y refleja una contracción de la demanda, originada en la reducción del uso de fertilizantes debido a los problemas en el abastecimiento que tuvieron los

agricultores y a la reducción de su capacidad de pago por el incremento de los precios. Influye también la contracción de la oferta causada por la contracción de la producción en Europa e interrupciones originarias por las sanciones a Rusia y Belarús, y restricciones a China.

A futuro la tendencia probable es que los precios de los fertilizantes se reduzcan paulatinamente a niveles previos al inicio de la guerra.

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 reducen aunque se mantienen altos en relación con los niveles históricos, 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 28.⁵

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 pasado ⁶. 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

⁴

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

⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/en-daule-el-mag-inicio-la-entrega-de-la-urea-con-subvencion-del-50-de-su-costo-comercial-nota/>

⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/importacion-urea-cae-agricultura-ecuador>

Chile y Estados Unidos.⁷

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.

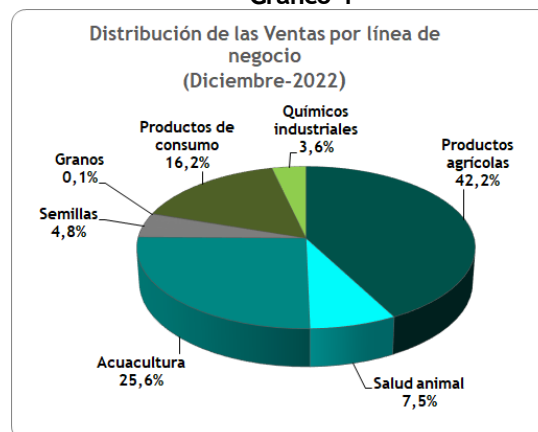
Como parte del proceso de eficiencia operacional y crecimiento la empresa ha optimizado su estructura corporativa, a la fecha incluye cinco áreas donde colaboran 1,516 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. AGRIPAC S.A. no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

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

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Su amplia red comercial, de más de 205 puntos de atención, le ha permitido mantener ventas diversificadas por clientes. Los 10 principales clientes representan el 8.25% 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 11.7% (dic-2022), superado únicamente por Ecuaquímica cuya participación alcanzó 13.7%. Este segmento pertenece a un mercado maduro, en el cual el precio es un componente competitivo esencial, y en el que su importante participación es estable.

En segundo lugar de importancia se encuentra la división de acuicultura (25.6%), que se dedica a la producción de alimentos balanceados, aditivos, probióticos, productos cálcicos y fertilizantes utilizados en las diferentes etapas del desarrollo del camarón. Esta línea de negocio en el año 2022 ha experimentado un notable crecimiento debido al aumento de las exportaciones de camarón.

La división de consumo (16.2% de las ventas) 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

7

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

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.

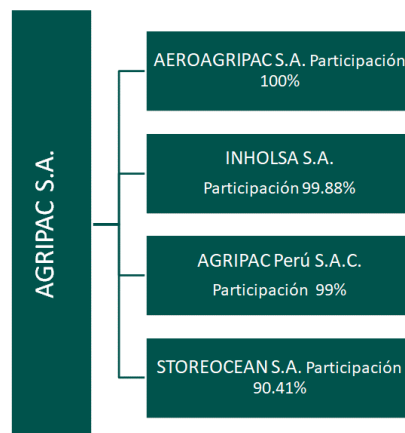
Además de los segmentos anteriores, la empresa se dedica a la venta de granos, especialmente de maíz, que proviene de acuerdos con sus clientes para aceptar la cosecha como una porción del pago. El objetivo del emisor en esta línea es mantener ventas puntuales con márgenes reducidos, puesto que la compra de granos sirve de apoyo comercial para las demás líneas agrícolas.

Por último, en lo que respecta a químicos industriales (3.6%), 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 integralmente a través de sus 205 almacenes a nivel nacional. La empresa mantiene en su planificación, de corto y mediano plazo, continuar con el incremento del número de almacenes y renovación paulatina de la red comercial. 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 diciembre 2022 los activos alcanzan los USD 6.22MM, su principal pasivo está constituido por cuentas por pagar de corto plazo a Agripac por USD 3.1MM, que constituyen el 49.6% del pasivo total, y deuda financiera de largo plazo por USD 784M (12.6% del pasivo). Los ingresos ascienden a USD 2.14MM y generan una pérdida de USD 224M y un EBITDA calculado por la compañía de USD 375M 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 dic-2022 se registran activos por USD 3.44MM, sus principales pasivos son cuentas por pagar comerciales a AGRIPAC S.A. por USD 1.56MM, y Otras cuentas por pagar comerciales por USD 1.78MM; con un total de ingresos acumulados a dic-2022 de USD 3.2MM, una pérdida contable de USD 239M. La compañía no tiene deuda financiera, los principales pasivos corresponden a deuda comercial con AGRIPAC.

Inholsa S.A. es una tenedora de acciones con un total de activos por USD 13.19MM y un patrimonio de USD 4.7MM a diciembre 2022.

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 5.26% 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 diciembre 2022 los activos de StoreOcean alcanzan a USD 22.75MM, los principales activos son propiedades, muelle y equipos por USD 21 MM; los pasivos totales USD 13.9MM de los cuales USD 1.49MM son corrientes, USD 12.4 son de largo plazo de los cuales 10.21MM corresponden a

cuentas por pagar a compañías relacionadas particularmente a AGRIPAC y representan el 82.4% del pasivo total (comerciales y por préstamos). Las ventas de StoreOcean llegaron a USD 4.16MM, con una disminución interanual de 13.1%, obteniendo un resultado operacional negativo de USD -267.3M. El EBITDA operativo llega a USD 36.97M.

La empresa se encuentra operativa y al tener como cliente cautivo a su principal accionista, consideramos que la probabilidad de mantenerse como empresa en marcha no se encuentra comprometida hasta el momento.

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

Entidad	% de Participación
RODEGRAN, RODEO GRANDE S.A.	14.0%
MERCAQUIMICOS S.A.	50.0%

Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A diciembre-2022, el patrimonio de AGRIPAC S.A. es de USD 191.25MM, la estructura de patrimonial refleja una buena calidad ya que el 16.55% corresponde a capital social, el 8.2% a reserva legal, si bien el 56% corresponde a resultados acumulados, sin embargo, refleja el nivel conservador de dividendos apropiados por el accionista cada año. El resto de los elementos del patrimonio corresponden a reserva por revalorización (13.5%) y el y el 6.4% restante a los resultados del ejercicio.

Los accionistas de la empresa no han variado y se integran 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 mantiene el control de la empresa; el 31.6% corresponde Investpac Holding Corporation (INHOLSA) S.A. empresa 99% propiedad de Agripac, y, por último, con una participación pequeña, se encuentra la esposa del accionista mayoritario.



El señor Armstrong forma parte activa del negocio y actualmente es el presidente de la organización.

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

El apoyo de los accionistas a la empresa se refleja en la reinversión de buena parte de las utilidades anuales, que ha permitido la expansión del negocio con el soporte patrimonial, aunque el crecimiento importante registrado en los últimos dos años ha requerido mayor endeudamiento. A diciembre-2022 la deuda financiera representa el 40% de la capitalización⁸ 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 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

⁸ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 diciembre-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 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 que no se detuvo en los años de pandemia, alcanzando crecimientos importantes mayores al 20% en los últimos tres años. En dic-2022 el crecimiento en ventas alcanzó 20.8% impulsado principalmente por las líneas de productos agrícolas, los productos de acuacultura y la de productos de consumo, aunque en todas las líneas de ventas registró crecimientos importantes.

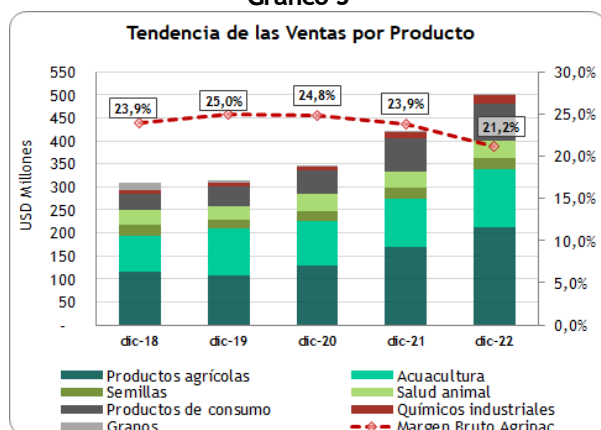
La estrategia de la empresa priorizó el crecimiento, se sostuvo el volumen particularmente en el segmento de productos para

la agricultura y el de consumo, como resultados se reduce el margen bruto, pero incrementa el volumen de ventas.

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.

Las estrategias de mediano plazo de la empresa son el mejoramiento de la calidad, diversificación e innovación de sus productos en las diferentes líneas de negocio, y sostener la amplia red de distribución. Las estrategias aplicadas han mostrado resultados positivos que se resumen en el crecimiento de las ventas.

Gráfico 5



Fuente: AGRIPAC S.A.
Elaboración: BWR.

Como se advierte en el gráfico, en los últimos cinco años, las ventas muestran un crecimiento superior al 20% y 21.2% en el último año.

Para el 2023 se proyecta un crecimiento en ventas de 7% 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. Además, la empresa ha empezado un paulatino traslado del incremento de costos a los precios finales que estaban rezagados, lo que explicaría parte del crecimiento.

El margen bruto se ha reducido paulatinamente desde dic-2020 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). En el año 2021 y sobre todo en el 2022 la empresa prefirió absorber parte del incremento del costo, retrasó el traslado del costo a sus clientes a cambio de incrementar sus volúmenes de ventas y su liderazgo en el mercado.

A dic-2022 el margen bruto se reduce 2.63pp interanualmente. Para el año 2023 y 2024 se espera que el margen bruto mejore gracias al mayor traslado del costo al precio final de igual forma que se observó en el mercado local en el año 2022. En dic-2023 llegaría a 22.50% y se mantendría igual en 2024.

Además, parte de la estrategia comercial fue la apertura de varios locales nuevos y la remodelación de otros, debido a lo cual se incrementó el gasto operativo y el indicador eficiencia se presiona en el período; dado el control de gastos esperado para el año 2023 los indicadores de eficiencia se recuperarían en los siguientes dos años, como se observa en el gráfico.

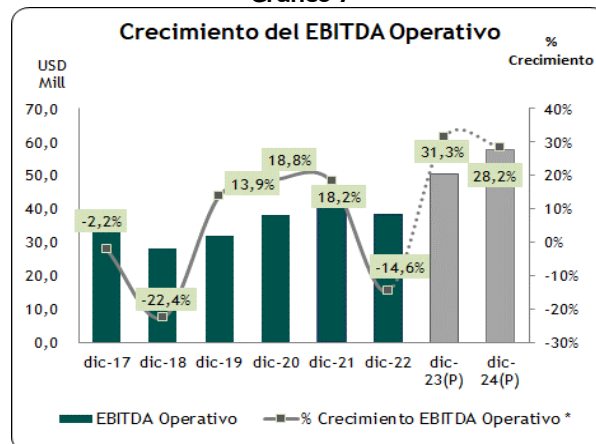
Gráfico 6



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

Por otro lado, el EBITDA muestra una tendencia fluctuante, que se explica por las variaciones del margen bruto y del gasto operacional.

Gráfico 7



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

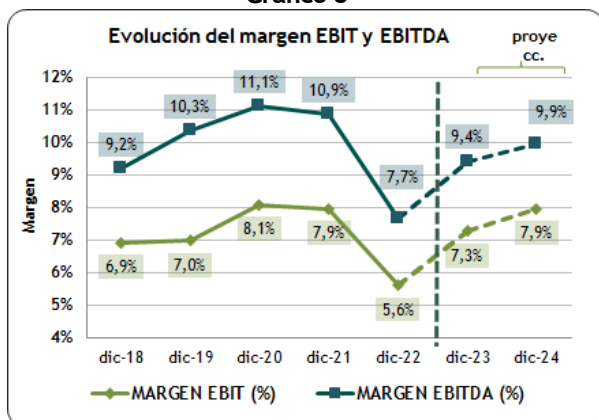
En el año 2021 el EBITDA mantuvo la tendencia positiva, aunque con un crecimiento menor. En el año 2022, la presión del margen bruto junto con un incremento de gastos operativos apretó el EBITDA en términos absolutos y redujo el margen EBITDA (3.18 pp.) frente al mismo período del año

2021.

A diciembre-2022 se presiona el margen bruto y paralelamente el gasto de operación muestra un mayor crecimiento (23.8% interanual), debido a los cual a pesar del crecimiento de los ingresos por ventas (20.8%) no se logró sostener el EBITDA.

Las proyecciones estimadas para el año 2023 prevén que se mantenga un incremento menor en ingresos por ventas, no obstante, el margen bruto se recuperaría por el mayor trasladado de los costos al precio de venta, además, se proyecta un menor crecimiento del gasto de operación, todo o cual permitiría que el EBITDA incremente de forma importante y mantenga una tendencia positiva en los años 2023 y 2024.

Gráfico 8



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	dic-22
Total Activo Corriente	64,9%	61,5%	60,7%	63,9%	65,9%
Fondos Disponibles	1,7%	1,4%	1,9%	1,2%	2,4%
Inversiones corto plazo	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
CxC Comerciales	28,1%	27,1%	28,5%	28,3%	27,7%
Inventarios Neto	28,5%	25,5%	23,4%	28,3%	26,5%
Otras cuentas por cobrar	3,1%	2,8%	2,5%	2,4%	2,4%
Gastos anticipados	2,2%	3,8%	3,1%	3,2%	5,9%
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%	34,1%
Propiedad, planta y equipo	30,7%	33,5%	33,5%	30,5%	29,2%
Inventarios no corrientes	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%
Propiedades de inversión	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,1%
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%	2,2%
Activos Intangibles y Diferidos	0,6%	1,2%	1,1%	1,5%	1,2%
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	dic-22
Total Pasivo Corriente	42,7%	41,8%	40,4%	47,5%	50,5%
Deuda Financiera CP	7,9%	7,3%	8,8%	8,9%	9,5%
Deuda Comercial	31,9%	32,1%	28,5%	35,6%	37,5%
Otros Pasivos CP	2,9%	2,4%	3,0%	3,0%	3,5%
Total Pasivo LP	8,7%	14,4%	16,8%	15,3%	17,0%
Deuda Financiera LP	3,2%	8,9%	11,1%	10,0%	12,0%
Otros pasivos LP	5,5%	5,5%	5,7%	5,3%	4,9%
PATRIMONIO	48,6%	43,4%	42,4%	36,7%	32,5%
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 representan el 27.7% 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 dic-2022 cubre el 5.6% de la cartera.

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.

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 0.29% del total de inventarios.

El saldo de las cuentas por cobrar a relacionadas constituye el 2.4% (USD 14.2MM) del activo y corresponde principalmente a cuentas con StoreOcean que financian la mejora y construcción de su muelle que amplía la capacidad de servicio de la empresa, cuyo principal cliente es Agripac. Además, en menor medida están cuentas por cobrar a Aeroagripac. Estas cuentas muestran un crecimiento de 23.2% en el año (2.7MM).

Como parte de la estrategia de ampliación y mejoramiento de su red comercial, durante el año, se realizaron anticipos a proveedores que, junto con impuestos por pagar, inducen el incremento de gastos anticipados que a dic-2022 constituyen el 5.9% del activo (USD 34.7MM), luego del crecimiento de USD 19.4MM en el año. Los anticipos a proveedores se activan cuando los

proyectos de inversión finalizan y se trasladan a activos fijos.

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-2022 estas inversiones conforman el 2.2% del total de activos es decir USD 12.7MM, cuyo detalle se analizó en Estructura de Grupo, en páginas anteriores.

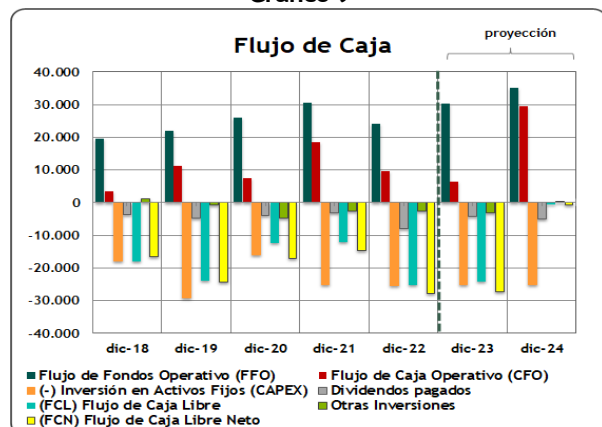
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El emisor históricamente ha generado Flujos de Fondos Operativos (FFO) positivos que le han permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. El crecimiento importante de ventas ha requerido capital de trabajo particularmente para el financiamiento a clientes e inventarios, aunque se ha compensado parcialmente con el mayor financiamiento de proveedores. El ciclo del negocio muestra volatilidad que se refleja igualmente en un flujo de caja operativo (CFO) fluctuante.

A dic-2022 el Flujo de Caja Operativo (CFO) fue de 9.5MM, luego de absorber el incremento del capital de trabajo, que es mitigado por el mayor financiamiento de proveedores y de otros pasivos corrientes operativos. Este requerimiento se acrecentó también con el flujo anticipado a proveedores, para los proyectos de inversiones de la empresa y de varias provisiones para gastos.

El flujo de operación (FFO) muestra una reducción de 26.5% anual, a pesar de lo cual cubre con amplitud el requerimiento de capital de trabajo. Esto permite que el flujo de caja de operativo (CFO) permanezca positivo (USD 9.5MM), sin embargo, este se reduce en 48.3% en el mismo período.

Gráfico 9



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. Sin embargo, en los últimos tres años los días de cuentas por cobrar a final del año se mantienen estables alrededor de 125 días, por tanto, el mayor requerimiento de capital de trabajo por clientes se debe al crecimiento de las ventas.

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. En los años 2023 y 2024, esta rotación se mantendría en niveles ligeramente menores a los del año 2022.

La política de cuentas por pagar 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.

En los últimos tres años los días promedio de cuentas por pagar han incrementado desde 154 en 2020 a 201 en dic-2022 días. Consideramos que en los siguientes dos años este porcentaje podría estabilizarse alrededor de 190 días.

Por otro lado, el emisor ha invertido en CAPEX anualmente alrededor de 24MM promedio en los últimos cuatro años, que corresponden a inversiones relacionadas con las mejoras de capacidad instalada y la fabricación de nuevos productos. En el año 2022 la inversión realizada llegó a USD 25.4MM, que corresponde a infraestructura, instalaciones y maquinaria principalmente.

Para los años 2023 y 2024 se prevé que la inversión ascienda a aproximadamente USD 25MM cada año. La inversión en CAPEX incluye principalmente proyectos para aumentar la capacidad de producción de balanceados, tanto para mascotas como para el sector de acuicultura; ampliación de la capacidad de almacenamiento, mejoramiento y nuevos locales comerciales.

AGRIPAC S.A. maneja una política de pago de dividendos conservadora, gracias a la cual mantiene un fuerte patrimonio tangible⁹ 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%

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

⁹ 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

en el año 2020 20.4%. Esperamos que a 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-2022 se registró un flujo de caja libre negativo de UDS 27.7M, que se explica por el incremento importante de inversiones en CAPEX, el pago de dividendos del período (USD 3.2MM) y dividendos por pagar de años anteriores (USD 4.7MM).

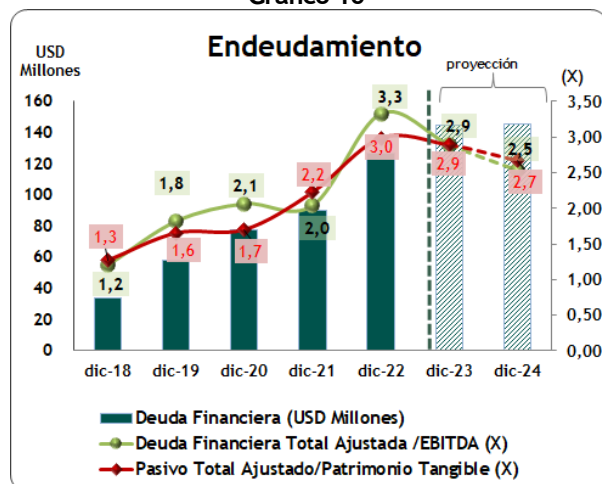
El FCN se mantendría similar al cierre del año 2023 y disminuirá en el año 2024 debido a la recuperación del flujo de fondos operativos y al menor requerimiento de capital de trabajo de su ciclo de negocios y del financiamiento de proyectos nuevos.

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.

La deuda financiera creció en mayor proporción que la necesidad de su flujo de caja libre neto, el saldo incrementa su disponibilidad de liquidez inmediata.

A pesar del crecimiento de la deuda financiera del último año, AGRIPAC S.A. aún mantiene un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación.

Gráfico 10



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 dos años debido al aumento de la deuda para inversiones de CAPEX y reparto de dividendos, a dic-2022 sube a 2.98 veces, el indicador se presiona, pero se ubica en un nivel considerado adecuado.

El endeudamiento en relación con el EBITDA llegó a 3.32 veces a diciembre-2022, y se espera que se reduzca ligeramente dentro del plazo de la emisión, gracias a su capacidad de generar ingresos y al crecimiento del EBITDA, a pesar de que la deuda financiera mantendría un crecimiento controlado.

Si consideramos el saldo de fondos disponibles, estimando que estos fondos podrían cancelar una parte de la deuda, la deuda financiera neta representa 2.95 veces el EBITDA operativo y en los siguientes años se reduce paulatinamente.

Si bien a dic-2022 la deuda financiera presiona el nivel de capitalización, llega a representar el 40% de la capitalización, sin embargo, aún conserva flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno operativo.

Cabe mencionar que a la fecha de corte el 56% de la deuda se encuentra a largo plazo, lo que otorga al emisor mayor flexibilidad financiera.

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

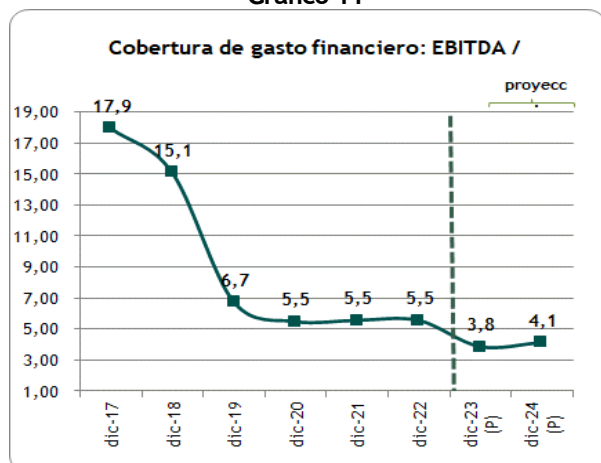
TOTAL DEUDA FINANCIERA		
2.023	55.068	43,5%
2.024	26.882	21,2%
2.025	16.442	13,0%
2.026	11.697	9,2%
2.027	8.628	6,8%
2.028	3.625	2,9%
2.029	3.089	2,4%
> a 2029	1.116	0,9%
TOTAL	126.546	100,0%

A dic-2022 los vencimientos se concentran en el corto plazo, sin embargo, la empresa tiene acceso a diversas fuentes de fondeo tanto en el sistema bancario local como con IFI's internacionales. Como parte de su política de endeudamiento, mantiene una estructura de deuda con una participación importante de deuda de largo plazo. Con este objetivo al presente avanza en el proceso para reemplazar una parte de la deuda de corto plazo con obligaciones de plazo mayor.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente la cobertura del gasto financiero ha sido holgada, aunque se presiona desde el año 2020 a medida que creció de la deuda.

Gráfico 11



Fuente: AGRIPAC S.A.

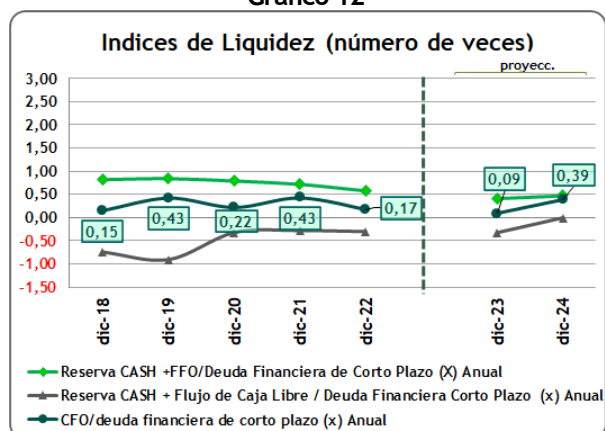
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

A la fecha de corte esta cobertura se presiona además por a la disminución del EBITDA, sin embargo, continúa siendo adecuada. Se espera que en los años 2023 y 2024 la cobertura mejore ligeramente a pesar del crecimiento absoluto de la deuda financiera debido a la recuperación de la generación operativa.

Con corte dic-2022, la compañía mantiene el 26.2% 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 mejora la generación operativa y las inversiones proyectadas en CAPEX son similares a las de 2022, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

Gráfico 12



Fuente: AGRIPAC S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

A dic-2022 la Compañía registra una caja de USD 14.2MM e inversiones a corto plazo por USD 1.06MM. El saldo de caja crece en USD 8.54M 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 dic-2022 representan el 27.7% y 26.5% 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 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	diciembre-22			
Activo Ajustado (USD M)	529.816			
Activo Total (USD M)	587.897			

dic-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	31.050	31.050	17,06
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	115.812	146.862	3,61
3era	Deuda sin garantía específica de balance	249.787	396.649	1,34
TOTAL		396.649	396.649	1,34

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 1.34 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 15.43 veces el monto total de las dos emisiones vigentes, 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 784M, las cuales se consideran como parte del indicador de deuda financiera ajustada.

Por último, cabe los dos programas de papel comercial, que se analizan en este informe, son las únicas emisiones vigentes del emisor y que en conjunto representan el 15.7% 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.

Para la V Emisión de Papel Comercial:

El Emisor cumple los siguientes resguardos establecidos en el contrato de emisión:

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 es de 1.31 veces y la liquidez de prueba ácida es 0.87 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 dic-22 el indicador es de 1.39 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. No existen 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. A la fecha de corte se los activos libres de gravamen alcanzan a USD 462.9MM y el monto total de las emisiones vigentes llega a USD 30MM.

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. El emisor mantiene un límite de endeudamiento, pasivos financieros sobre activo total menor a 0.4 veces, a dic-2022 este indicador es de 0.22 veces.

RESGUARDOS VI PAPEL COMERCIAL

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

El Emisor certifica el 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 es de 1.31 veces y la liquidez de prueba ácida es 0.87 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 dic-2022 el indicador es 1.39 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. No existe 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. A



dic-2022 la relación activos depurados sobre obligaciones emitidas es de 15.43 veces.

Además, cumple el límite de endeudamiento no superior a 0.4 veces, con un indicador de 0.22 veces.

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.

Con cifras de diciembre-2022 el Emisor tiene el V y VI programas de Papel Comercial vigentes en el mercado, los cuales mantienen una calificación de AAA confirmados por BankWatch Ratings el 28 de febrero del 2023.



AGRIPAC S.A.

(Miles de USD)						PROYECCION	
Resumen Balance	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Caja y Equivalentes de Caja	5.114	5.107	7.233	5.624	14.160	4.950	5.128
Cuentas por Cobrar Comerciales	84.898	96.804	110.349	135.601	162.683	175.667	182.177
Inventarios	87.122	91.986	90.720	135.650	155.597	160.870	174.428
Activos fijos	92.515	119.576	129.491	145.825	171.624	190.150	208.675
Otros activos	32.075	43.250	48.951	55.617	83.832	86.981	87.125
Total Activos	301.725	356.722	386.744	478.317	587.897	618.617	657.534
Cuentas por Pagar Proveedores	96.310	114.674	110.311	170.222	220.456	218.830	237.231
Deuda Financiera Total	33.545	57.974	77.271	90.288	126.546	144.532	145.318
Deuda Financiera Corto Plazo	23.891	26.088	34.169	42.492	55.783	73.769	74.555
Deuda Financiera Largo Plazo	9.654	31.886	43.103	47.795	70.763	70.763	70.763
Otros Pasivos	25.103	29.282	35.113	42.104	49.646	50.324	51.001
Total Pasivos	154.958	201.930	222.695	302.614	396.649	413.686	433.549
Patrimonio	146.767	154.792	164.049	175.702	191.249	204.931	223.984
Resumen de Resultados	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ventas	305.903	309.242	341.647	413.976	500.205	535.000	579.986
Costo de ventas	-230.455	-229.992	-258.536	-317.950	-394.021	-414.625	-449.490
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-54.330	-57.675	-55.492	-63.125	-78.130	-81.505	-84.433
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21.117	21.575	27.618	32.902	28.055	38.870	46.064
Ingresos y gastos no operativos neto	166	1.471	134	-222	-923	-779	537
Gasto Financiero del período	-1.865	-4.916	-7.770	-8.931	-10.838	-13.147	-14.058
Impuesto a la renta	-6.061	-4.666	-4.553	-5.767	-4.073	-6.984	-8.461
Utilidad Neta	13.356	13.463	15.430	17.982	12.220	17.960	24.082
Otros Resultados Integrales	6.805	567	-243	-1.959	0	0	0
Resultado Integral	20.161	14.030	15.186	16.023	12.220	17.960	24.082
Resumen Flujo de Caja	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
EBITDA OPERATIVO	28.101	32.002	38.004	44.936	38.391	50.415	57.608
(-) Gasto Financiero del período (sin ajuste NIIF 16)	-1.865	-4.766	-6.969	-8.131	-10.099	-13.147	-14.058
(-) Impuesto a la renta del período	-6.559	-5.160	-5.139	-6.164	-4.097	-6.984	-8.461
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	19.676	22.076	25.895	30.642	24.195	30.283	35.089
(-) Variación Capital de Trabajo	-16.167	-10.935	-18.428	-12.271	-14.704	-23.956	-5.741
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3.509	11.141	7.467	18.370	9.491	6.328	29.348
(+/-) Flujo de caja no operativo	166	1.462	212	-222	-894	-779	537
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2.103	2.471	1.690	1.778	495	4.081	537
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-1.937	-1.000	-1.556	-2.000	-1.419	-4.860	0
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	-9	78	0	29	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-3.765	-4.611	-3.851	-3.112	-7.986	-4.277	-5.029
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17.818	-29.196	-15.930	-25.250	-25.372	-25.000	-25.000
(-) Inversión en activos intangibles	14	-2.578	-259	-1.871	-468	-468	-468
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-17.894	-23.781	-12.360	-12.085	-25.229	-24.196	-611
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	13.337	24.429	19.297	13.016	36.258	17.986	786
OTRAS INVERSIONES NETO	1.266	-655	-4.811	-2.541	-2.493	-3.000	3
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-3.291	-7	2.126	-1.609	8.536	-9.210	178
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	8.405	5.114	5.107	7.233	5.624	14.160	4.950
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-16.627	-24.436	-17.171	-14.626	-27.722	-27.196	-608
Indicadores	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Patrimonio Tangible	122.807	122.494	131.839	136.536	133.167	143.702	162.607
% crecimiento en ventas	12,52%	1,09%	10,48%	21,17%	20,83%	6,96%	8,41%
MARGEN EBIT (%)	6,90%	6,98%	8,08%	7,95%	5,61%	7,27%	7,94%
MARGEN EBITDA (%)	9,19%	10,35%	11,12%	10,85%	7,68%	9,42%	9,93%
FFO-cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) (x)	11,55	5,63	4,72	4,77	3,40	3,30	3,50
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15,06	6,72	5,45	5,53	3,80	3,83	4,10
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1,19	1,81	2,06	2,03	3,32	2,89	2,54
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1,01	1,65	1,87	1,91	2,95	2,79	2,45
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	18,6%	27,2%	32,3%	34,2%	40,0%	41,5%	39,5%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,82	0,85	0,79	0,72	0,58	0,41	0,47
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,15	0,43	0,22	0,43	0,17	0,09	0,39
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	-0,31	-0,33	-0,01
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/	-0,70	-0,94	-0,47	-0,34	-0,35	-0,37	-0,01



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 2023.