

Ecuador
Programa de Papel Comercial
Cuarto seguimiento

REYBANPAC, REY BANANO DEL PACÍFICO C.L.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
III Programa de Papel Comercial	AAA	AAA	N/A

Perspectiva: Estable

La perspectiva de la calificación es estable. Esta podría reducirse en caso de que el emisor incremente su endeudamiento por fuera de las expectativas planteadas o que modifique significativamente la estructura de su deuda financiera.

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

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

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NA: No registra cambio de calificación

Definición de Calificación:

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./21	dic./22	mar./23
Activos	381.9	422.4	429.1
Ventas	266.1	237.1	80.7
Margen EBITDA (%)	10.0%	9.9%	15.3%
ROE (%) *	3.0%	1.9%	11.7%
Deuda / capitalización (%)	25.2%	21.2%	18.6%
CFO / Deuda Fin CP (X) *	0.22	1.12	5.22
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.16	0.33	4.34
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	2.45	2.59	1.08
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *	3.06	3.54	1.32

* Indicador anualizado

Contactos:

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

Francisco Vargas
(5932) 226 9767; Ext. 113
fvargas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de AAA al Tercer Programa de Papel Comercial de Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.L. La calificación otorgada refleja nuestra opinión sobre la capacidad de pago en los términos y condiciones establecidas de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. El criterio de la calificación considera las características de corto plazo del instrumento calificado y se fundamenta en nuestras expectativas sobre el sector al que pertenece, la fortaleza financiera, crediticia y de liquidez del emisor, así como la estructura de vencimientos hacia el largo plazo de su deuda financiera, que le otorga mayor flexibilidad financiera para el pago de sus obligaciones.

Alcance de la calificación. La calificación utiliza una escala local, que 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.

Posición competitiva fuerte. La calificadora considera que Reybanpac C.L. es una empresa madura y con amplio conocimiento y participación dentro de su mercado. La compañía se dedica a la producción y exportación de banano y al cultivo y comercialización de palma africana y otros cultivos agrícolas menores. Valoramos positivamente la diversificación del riesgo país que la empresa consigue a través de las exportaciones, la relación que mantiene con sus principales clientes y los contratos que maneja con sus clientes y proveedores, que permiten mitigar los riesgos de su negocio.

Generación operativa ajustada. La generación se vio afectada en 2022 por coyunturas relacionadas al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, sin embargo, la compañía logró mantener un resultado neto positivo. En el primer trimestre del 2023 se observa una fuerte recuperación de los ingresos y el crecimiento del margen bruto por el alza en los precios internacionales de sus productos y la estabilización de los costos de los insumos agrícolas. Esperamos que la empresa mantenga a futuro la capacidad de generar un flujo operativo importante para cubrir sus necesidades de inversión.

Endeudamiento bajo. A la fecha de corte el endeudamiento financiero es manejable e históricamente la generación operativa de la compañía le ha permitido cubrir la mayoría de sus inversiones de capital y el emisor ha optado por no repartirse dividendos. Se espera que la deuda financiera ajustada en relación con el EBITDA se mantenga en niveles inferiores a las 2.5 veces para fin de 2023. El riesgo de refinanciamiento se encuentra mitigado por una estructura de deuda que tiene una importante porción en el largo plazo y con períodos de gracia iniciales, así como por la disponibilidad de líneas de crédito locales e internacionales, y el acceso al mercado de valores.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

III Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Rey Banano del Pacífico C.L.
No. De Seguimiento	Cuarto Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2021-00008023
Fecha de Aprobación SCVS	16-sep-21
Monto Programa	20,000,000.00
Monto en circulación	0.00
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo de la Emisión	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	6-sep-23
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	100% para capital de trabajo destinados al pago a proveedores.
Calificadora de Riesgos	Calificadora de Riesgos BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador	Picaval S.A.
Agente Pagador:	DCV-BCE
Rep. Obligacionistas:	Alpe Law S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico nacional

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia. El año 2020 fue extremadamente complejo para el país. Tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales la falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros, 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.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²), en condiciones adecuadas. Durante los últimos meses del año, concretó además líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. Esto fue un importante apoyo para

fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa. Adicionalmente, el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad con el mismo FMI lo cual 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 el 4% anual.

Si bien el gobierno ha expresado su interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos. El financiamiento del presupuesto incluye principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). En caso de que se haga efectivo el acceso al programa del FMI, USD600MM podrían reemplazar a los Bonos internacionales ya que por el riesgo país (1.859 puntos al 19 de abril), estos resultarían muy costosos si es que hubiera interesados.

En septiembre de 2022 se anunció un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda está compuesta 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. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.³

Con respecto al mercado de valores ecuatoriano, el Gobierno espera concretar la emisión de Bonos Azules para financiar la ampliación de la reserva marina de las Galápagos. Con esta emisión se recompraría parte de la deuda externa y el ahorro generado sería destinado a un fideicomiso para el financiamiento mencionado.⁴ Biess por su parte también espera invertir en el mercado de valores, con el monto anunciado más alto desde 2020, USD 1,500 millones. Esta cifra compara favorablemente con los USD 514 millones invertidos en 2022, se espera que el mercado se dinamice con esta inversión que, según informó la institución,

¹ 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/>

² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

³ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁴ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/>

obedecerá a parámetros de riesgo, seguridad y rentabilidad⁵. Adicionalmente, el Gobierno ha anunciado una reducción de tributos (ICE y aranceles) que se espera que impulse la actividad económica, consumo e inversión y ayude a revertir los efectos negativos de la inflación⁶. La reducción de impuestos representaría un sacrificio fiscal de USD 590 millones en 2023 y 2024 según comunicados oficiales.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsados por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó durante septiembre, posteriormente se ha estabilizado en valores menores a USD 80; al 20 de abril de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 77.2 dólares. El FMI prevé que el precio del crudo ecuatoriano llegaría a USD 63.8 por barril hasta 2027 y no sea mayor a los USD 75.3 desde 2023, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto⁷. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Por otro lado, cabe indicar que en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a motivos de fuerza mayor, que provocaron la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera.⁸

En noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, que entró en vigor sin cambios a pesar de las observaciones realizadas por la Asamblea⁹. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para 2023 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 en 2022¹⁰), 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).

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. En febrero de 2023 la Conaie declara su inconformidad con las mesas de dialogo, una movilización permanente y retirada del proceso de diálogo, además de la salida del presidente¹¹. Nuevas movilizaciones tendrían un impacto negativo en la economía nacional, dispararía nuevamente la desconfianza de los mercados internacionales del país, además de incrementar la inestabilidad social y política.

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. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales de 2023. La incertidumbre social y política ha mantenido al alza el riesgo país desde el 7 de febrero, situándose sobre los 1,900 puntos a finales de marzo. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings fue ratificada en B-con perspectiva estable en agosto de 2022.

Los recientes casos de corrupción y niveles bajos de aprobación del Gobierno han provocado la propuesta de un juicio político en contra del presidente que ya ha sido aprobada por la asamblea.¹² El Gobierno no descarta optar por la opción de *muerte cruzada*, pero representantes del sector indígena han anunciado su oposición a esta medida bajo la amenaza de nuevas movilizaciones a nivel nacional¹³.

El panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población, la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado,

⁵ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inversion-mercado-valores/>

⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reduccion-impuestos-costo-presupuesto/>

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

⁹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-2023-observaciones-asamblea/>

¹⁰ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹¹ El Universo - <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/lo-que-se-sabe-sobre-el-paro-anunciado-en-ecuador-para-este-8-de-marzo-del-2023-nota/>

¹² <https://www.expreso.ec/actualidad/juicio-politico-pasara-asamblea-enjuiciara-guillermo-lasso-159918.html>

¹³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/politica/leonidasiza-juicio-politico-guillermo-lasso/>

producción se encuentra concentrada en las provincias de El Oro, Guayas y Los Ríos. Gracias a la ubicación geográfica del país, el sector no enfrenta desastres naturales como tifones o huracanes que afectan a otros países productores de banano como Filipinas, Guatemala y Costa Rica. Sin embargo, el país está expuesto al fenómeno natural El Niño, que genera un aumento de las lluvias en la costa y tiene riesgo de inundaciones.

Otras condiciones a las que están expuestos los productores son una menor luminosidad, temperaturas más bajas y meses más secos de lo esperado. Lluvias, humedad, y calor más alto de lo esperado también pueden causar brotes de sigatoka negra, que es considerada la enfermedad foliar más destructiva en los cultivos de banano y plátano. A la fecha de corte no se evidencia casos de la plaga Fusarium Raza 4 Tropical en el Ecuador, aunque en Perú, Colombia y Venezuela ya se han presentado.

En cuanto a las exportaciones de banano y plátano, según las últimas cifras del BCE a 2022 se habrían contraído en 0.45% respecto al 2021. La caída en exportaciones bananeras se empezó a evidenciar a finales de 2021, año en el cual se contrajeron en 5% las ventas según las cifras del BCE¹⁹. La reducción de 2022 se explica en parte por la crisis logística a causa del conflicto armado entre Rusia y Ucrania, que habría representado retrasos en la adquisición de insumos para la producción y comercialización e incrementos de costos.

La producción bananera afrontó una productividad reducida debido a fenómenos climáticos y en algunos casos a la falta de fertilización del producto por los altos costos de su principal insumo. La producción también se enfrentó a mayores costos logísticos, del plástico y cartón. En la actualidad, se ha ido mostrando una recuperación progresiva de estos factores puesto que el precio de los insumos ha ido estabilizándose, mientras que el precio internacional de los productos incrementa por la poca productividad mencionada y la reactivación de la demanda en mercados como el ruso o de Medio Oriente.²⁰

Gráfico 2

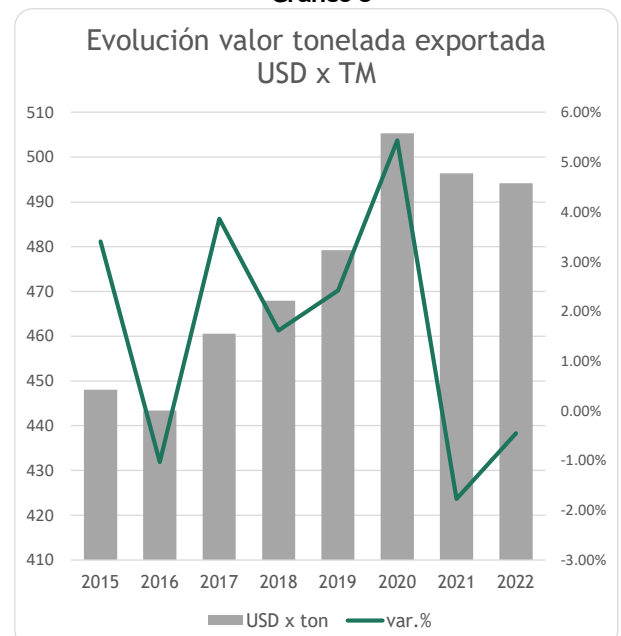


Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Los ingresos por exportación de banano han presentado en promedio un crecimiento del 2.45% desde 2012, a pesar de la caída de 2021 y 2022. Se destaca el crecimiento de 9.6% en términos monetarios reportado en 2017, que responde a la firma del acuerdo comercial con la Unión Europea, que benefició al sector.

A marzo-2023 los principales destinos de las exportaciones según el BCE son: Unión Europea (26.82%), Rusia (23.99%), Estados Unidos (14.27%), Turquía (6.25%) y Arabia Saudita (3.58%), que alcanzaron una participación total de 74.92%.

Gráfico 3



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

En mayo-2022 el Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) anunció la reforma por parte del Ejecutivo al Decreto 1127, que permita realizar el

¹⁹ Reporte Estadístico 2021 / AEBE-
https://www.aebe.com.ec/_files/ugd/f4cd67_ba38217485d04d2db476dacbd9944025.pdf

²⁰ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/exportacion-banano-crecio-4-57-primer-trimestre-2023-gracias-europa-158641.html>

control de calidad de la fruta únicamente en el momento de entrega a la empacadora, donde sólo Agrocalidad tiene la potestad de verificar temas fitosanitarios. Se anunció también la derogación del Decreto 183 para evitar nuevas autorizaciones para la siembra de nuevas plantaciones de banano. Finalmente, en mayo el MAG y BanEcuador presentaron el plan de refinanciamiento y reestructuración de las deudas que sería efectivo desde junio-2022²¹.

Es importante mencionar que la alta demanda de combustible ha disparado también al precio de la electricidad y el petróleo. Esto ha contribuido al alza de los principales insumos agrícolas y, por lo tanto, el precio de estos productos ha incrementado.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía fue constituida en septiembre de 1977. Sus principales actividades económicas son: producción y exportación de banano; cultivo y venta de palma y otros cultivos agrícolas menores en el mercado local. Su oficina principal se encuentra ubicada en la ciudad de Guayaquil.

Según el informe de auditoría al 31 de diciembre del 2021, la Compañía dispone de una extensión de 6,548 hectáreas de plantaciones de banano distribuidas en 43 haciendas, de las cuales el 94.6% se encuentran en producción y el restante 5.4% se encuentra en desarrollo.

La productividad a diciembre-2022 fue de 2.7M cajas por hectárea, mientras que el promedio nacional según la ESPAC 2022 del INEC es de 1,904 cajas por hectárea. A la fecha de corte, la producción de banano de Reybanpac es de 4.6 millones de cajas, con una productividad de 718 cajas por hectárea. También cuenta con 1,733 hectáreas de palma africana y 153 hectáreas de especies forestales. Las plantaciones se encuentran mayormente ubicadas en la provincia de Los Ríos. La extensión y ubicación geográfica de las haciendas de la Compañía mitigan riesgos climáticos adversos como sequías, inundaciones y brotes de enfermedades.

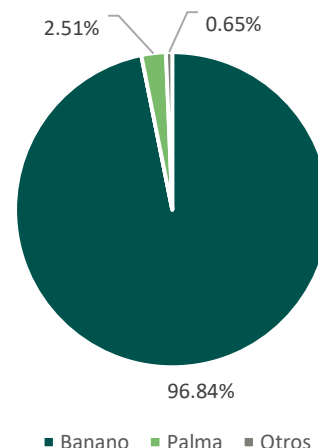
Reybanpac C.L. mantiene como ventaja competitiva un importante número de hectáreas netas de producción, altamente tecnificadas y con buenos sistemas de drenaje natural. Adicionalmente, la empresa cuenta con el apoyo de las empresas relacionadas por socios para fertilizantes, fumigación, pallets y plásticos.

A la fecha de corte, dentro de la estructura departamental del emisor colaboran 6,021 personas entre directivos, administrativos y personal agrícola. La compañía no cuenta con sindicato, pero posee la organización “Comité de Empresa de los Trabajadores de la Compañía Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.L.”. De acuerdo con el emisor, no se han presentado huelgas y la relación con las organizaciones de trabajadores se rige por el diálogo y respeto mutuo.

Actualmente el principal cliente de la Compañía es la empresa Favorita L.P., que concentra el 29% de los ingresos por ventas de banano. No obstante, dicha concentración se mitiga al ser una empresa relacionada y por la perdurable relación existente. Además, se evidencia una reducción de la concentración que se mantenía a octubre-2022 del 37% por la expansión del negocio a mercados como el europeo.

Gráfico 4

Distribución de ventas por línea de negocio
marzo-2023



Fuente: Reybanpac C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Los ingresos operativos de Reybanpac C.L. provienen en el 96.8% de la producción y exportación de banano. Las exportaciones de este producto se realizan a distribuidores y supermercados en el extranjero. El 3.2% restante corresponde a la producción y comercialización local de palma africana y otros menores; su cliente son las extractoras agrícolas locales.

La empresa exporta el 95% de sus productos y se destaca por la excelente calidad del producto además de la capacidad de ofrecer productos alineados con las exigencias de sus clientes. Los principales destinos de exportación a la fecha de

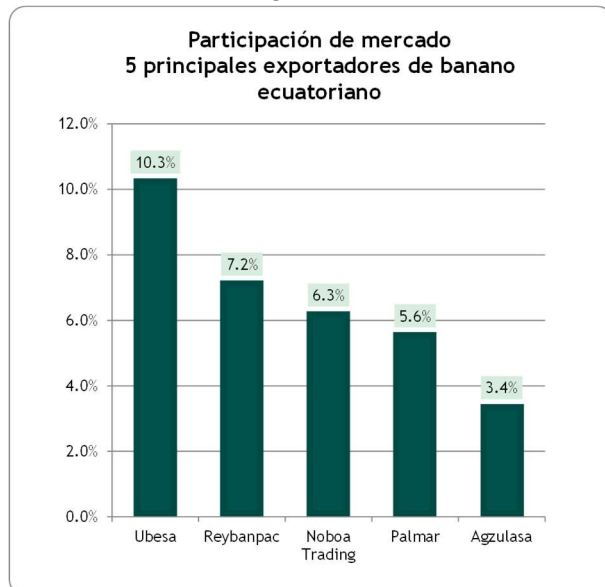
²¹ MAG: <https://www.agricultura.gob.ec/plan-emergente-para-pequenos-productores->

bananeros/#:~:text=Quito%2C%2020%20de%20mayo%20de,Agricultura%20y%20Ganader%C3%ADa%20(MAG).

corte son Europa (39%), Rusia (21%), Asia (12%), Medio Oriente (11%), otros tres destinos comprenden el 13% restante. Respecto a las ventas hacia Rusia, a nivel mundial no existen sanciones ni restricciones a las ventas de alimento al país, sin embargo, las condiciones logísticas y el riesgo que implica el conflicto latente en el país conllevan a una diversificación de los destinos de exportación. El emisor pudo retomar en el segundo semestre del 2022 las exportaciones a Rusia, pero en volúmenes y condiciones que mitiguen los riesgos para la empresa.

Cabe mencionar que la Compañía realiza el reconocimiento del ingreso cuando se transfiere el control de los bienes de acuerdo con el término de negociación *Incoterm* pactado. La Compañía negocia la mayoría de la fruta con los *Incoterm FOB*, lo que implica que la responsabilidad abarca hasta el puerto de origen. Una vez embarcado el producto en el buque, el cliente tiene discreción tanto de la distribución como del precio y asume los riesgos de obsolescencia y pérdida de los bienes. La compañía satisface la demanda de sus clientes con aproximadamente el 60% de producción propia y de terceros el 40%.

Gráfico 5



Fuente: Reybanpac C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Anualmente, la Compañía establece planes de renovación, mediante los cuales se busca incrementar el rendimiento de las hectáreas menos productivas. Este proceso incluye la tala y limpieza de las hectáreas menos productivas para realizar mejoras al suelo y también actualizar la infraestructura de riego, drenaje y empaque. Con esto se espera que la futura plantación provea de mejores resultados y mayor productividad.

A marzo-2023 la Compañía, principalmente a través de su marca Favorita, maneja una participación de 7.2% del mercado de exportaciones de banano, manteniéndose como el segundo mayor exportador del país y primer productor del país. Entre sus principales competidores se encuentra Ubesa con el 10.3% (Dole Ecuador), y Noboa trading (6.3%).

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Reybanpac C.L. forma parte del grupo empresarial Favorita, asimismo mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas. Las mismas se detallan a continuación:

REYLACTEOS C.L.: empresa dedicada a la producción y comercialización de productos lácteos.

EXPOPLAST C.L.: empresa dedicada a la elaboración y comercialización de empaques flexibles.

FERTISA, FERTILIZANTES, TERMINALES I SERVICIOS C.L.: empresa dedicada a la actividad de operaciones portuarias.

AEROVIC C.L.: empresa dedicada a actividades de fumigación aérea.

FERTISA AGIF C.L.: empresa dedicada a actividades de importación y comercialización de agroinsumos.

REYBOSQUES C.L.: empresa dedicada a actividades de cultivo de especies forestales.

La Compañía no se encuentra obligada a presentar el estudio de Precios de Transferencia debido a que el importe acumulado de las operaciones de la Compañía con partes relacionadas durante el año 2022, excluyendo las transacciones por venta de banano (que están sujetas a un impuesto único) no supera los USD 15 millones.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A marzo-2023 el patrimonio de Reybanpac C.L. es de USD 232.69MM, de este el 25.6% corresponde a capital social.

Las participaciones están distribuidas de la siguiente manera:

Socios	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
SCYLLA LIMITED PARTNERSHIP	Nueva Zelanda	59,554	99.99998%
CARTONERA ANDINA C.L.	Ecuador	0.013	0.00002%
CAPITAL SOCIAL		59,554	100.00%

Actualmente, la Compañía mantiene una política de pago de dividendos de hasta el 40% de las utilidades generadas y los accionistas toman la decisión a su discreción según la necesidad de inversiones de CAPEX del siguiente año y siempre

que no existan restricciones de hacerlo. En la práctica, la política es conservadora y no se han realizado pago de dividendos en los últimos años; no obstante, no se descarta la posibilidad de que se lo haga en los siguientes años.

Históricamente los socios han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. La deuda financiera ajustada para el período de vigencia del Papel Comercial (incluye contingentes²²) del emisor representa el 18.6% de la capitalización²³ de la Compañía, a la fecha de corte. Esta relación se considera sana y se espera que continúe bajo la misma línea en función de las proyecciones del emisor.

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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

La plana gerencial de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Se puede destacar que, dentro de la Administración, se encuentran personas con amplia experiencia en la Compañía.

En cuanto a su administración, la Compañía es dirigida por la Junta General de Socios (JGS) y administrada por Gerentes Generales por línea de negocio.

La Junta General de Socios, máxima instancia de Gobierno se reúne periódicamente ante cualquier hecho relevante y cada una es debidamente reportada en el portal de la SCVS.

La Compañía no cuenta con un Directorio, sin embargo, mantiene un Equipo Ejecutivo conformado por colaboradores de la administración corporativa. El Equipo Ejecutivo planifica y revisa las operaciones de la empresa de manera periódica, poniendo mayor énfasis en la estrategia, los resultados y proyecciones de flujo.

La JGS elige a los gerentes generales, para las líneas de banano y palma, respectivamente, los cuales duran en sus cargos un periodo de cinco años. Los mismos cuentan en forma individual con la representación legal, judicial y extrajudicial de la Compañía. Tienen como parte de sus funciones dirigir las divisiones que la JGS pone a su cargo.

Además, la Compañía cuenta con el cargo de procurador general, a quien, sin ser administrador, le corresponde de forma individual la representación legal, judicial y extrajudicial de la Compañía.

La Compañía es pionera en el Ecuador, en la obtención de la certificación de calidad GLOBAL G.A.P., lo que le ha permitido cumplir con las exigencias del mercado europeo y de esta forma poder ofrecer garantía del compromiso de seguridad alimentaria; Reybanpac también cuenta con una certificación de Buenas Prácticas Agropecuarias (BPA) otorgada por el Ministerio de Agricultura y Ganadería. Adicionalmente, la compañía también realiza auditorías externas de cumplimiento SMETA (Sedex Members Ethical Trade Audit) para demostrar su cumplimiento con estándares sociolaborales. En el transcurso de 2021, Reybanpac obtuvo la certificación de Producto Carbono Neutral para el negocio bananero bajo la norma ISO 14067 implicando que las operaciones capturan todo el CO2 que generan.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La empresa cuenta con un plan estratégico y un presupuesto elaborado por cada gerencia de las unidades de negocio de la Compañía. Estas unidades presentan su presupuesto al departamento de planificación financiera, el cual se encarga de consolidar y revisar la información. Posteriormente las unidades presentan la versión final al Equipo Ejecutivo para su aprobación. Se realiza un control presupuestario mensual y se realizan ajustes durante el primer semestre del año y luego al finalizar el tercer trimestre del año.

En cuanto a la infraestructura informática, Reybanpac C.L. cuenta con varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, operaciones, administrativa y manejo de canal de suministro. Respecto a la seguridad de información, tiene manuales como la Política General de Seguridad de Información, Política de Control de Accesos a los Recursos de Tecnología de Información y Comunicaciones; uso de cuentas de usuarios, contraseñas y equipos, entre otros. Estas políticas se establecen con el objetivo de

²² Como contingentes se incluye deudas de empresas relacionadas donde la Compañía figura como codeudor y contingentes laborales.

²³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

mantener un correcto uso de la información, dada la magnitud de las operaciones que maneja.

El emisor mantiene vigentes pólizas de seguro que incluyen las siguientes coberturas: Incendio Todo Riesgo, Rotura de Maquinaria, Dinero y Valores, Lucro Cesante, Equipo Electrónico, Fidelidad, Vehículos entre otras. Además, mantiene una póliza de seguro para el inventario y materia prima, que cubre cualquier siniestralidad que se produzca ya sea almacenada o en tránsito.

La Compañía cuenta con un Departamento de Auditoría Interna que ha levantado la matriz de riesgos operacionales. En el caso que el riesgo sea materializado se prepara un plan de manejo de crisis que incluye un plan de acciones correctivas.

La estrategia de Reybanpac C.L. va encaminada a potencializar sus activos productivos en todas las líneas de negocios, diversificando sus ventas e integrando operaciones para reducir costos.

En relación con su principal línea, la Compañía espera expandirse mediante la diversificación de clientes y la búsqueda de nuevos destinos de exportación. Además, espera reducir sus costos a través de la implementación de nuevas tecnologías de agricultura de precisión y renovaciones en plantaciones que les permitan incrementar la productividad.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de REYBANPAC, REY BANANO DEL PACÍFICO C.L., del 2018, 2019 y 2020, auditados por la firma Deloitte & Touche y los de 2021 auditados por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a diciembre-2022 y marzo-2023.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2023. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión, expectativa y consideraciones de los riesgos previsibles en el futuro.

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

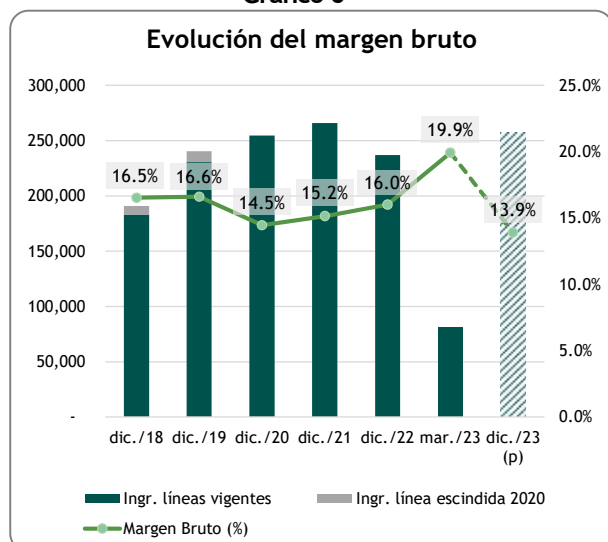
Reybanpac C.L. es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen bruto volátil, que guarda estrecha relación con las condiciones climáticas que afectan a la producción de su principal línea de negocio. Las haciendas de la compañía están ubicadas a 200 metros sobre el nivel del mar y cuentan con sistemas de drenaje que mitigan el riesgo por inundaciones. Sin embargo, las plantaciones se encuentran expuestas a riesgos de cambios de temperatura.

La escisión llevada a cabo en 2020 de la línea de forestales afecta la visualización y comparabilidad de las cifras históricas de ingresos totales, como se puede observar en el gráfico que antecede.

En el año 2021 los ingresos por ventas presentaron un incremento de 4.5%. Cabe mencionar que el año 2021 se compara con un 2020 que tuvo inusual crecimiento de la demanda, con picos históricos de demanda en algunas regiones, debido al reforzado interés en la salud y buena alimentación provocados por la pandemia del COVID-19, en donde la banana se posicionó dentro de las frutas

más populares elegidas por los consumidores²⁴. A la fecha de corte, las ventas de Reybanpac presentan una recuperación interanual de 19.8%, que responde principalmente al alza de los precios a nivel mundial, así como a una recuperación de volumen frente al año precedente, que se vio afectado por la coyuntura económica mundial.

Gráfico 6



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Para el presente análisis, consideramos el presupuesto vigente para 2023, que supone un crecimiento de 8.33% en las ventas, que es conservador, tomando la mejora que ha tenido el precio promedio de venta y el comportamiento de la demanda, que ha sido positivo en el primer trimestre del año. Por otro lado, este incorpora factores externos como la incertidumbre que representan los conflictos bélicos en Rusia y los posibles impactos climáticos por el fenómeno de El Niño.

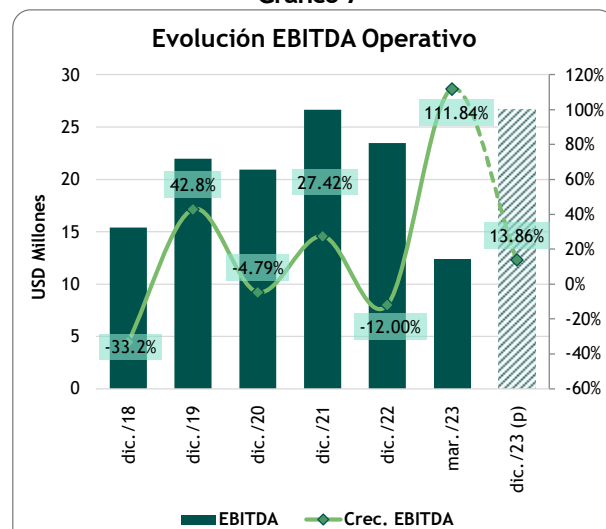
En el segmento de palma también se esperan mayores ventas que permitan alcanzar las metas planificadas en cuanto al volumen y a su vez aprovechar los precios elevados del mercado en comparación a precios históricos. A la fecha de corte, los ingresos por venta de palma, que representan cerca del 2.51% de las ventas, han disminuido en 1.24% en 2022.

Históricamente el margen bruto de la Compañía ha sido volátil, si bien está influenciado principalmente por las variaciones en la producción derivados de las condiciones climáticas y por el efecto de las líneas escindidas en periodos anteriores.

A diciembre-2022, el margen bruto se ubicó en 16% frente a un margen de 15.2% de diciembre-2021. Aunque no existe un aumento significativo, a marzo-2023 el margen bruto llega a 19.9%, que ya refleja el efecto que tiene el incremento del precio promedio en mercados internacionales. Por su parte, el costo de insumos como fertilizantes, insecticidas, cartón, plásticos, etc., que tuvieron una tendencia a incrementarse significativamente en los últimos años, empieza a moderarse. En la proyección se considera un escenario donde el margen se mantiene conservador, aunque existe la posibilidad de que este mejore por la expectativa de recuperación de las exportaciones e incremento de precios de venta del producto.

Los gastos de operación en relación con las ventas disminuyen interanualmente de 10.7% a 9.5% en marzo-2023. La principal razón es el aumento de ventas a la fecha de corte que genera una mayor absorción de los gastos fijos. La disminución total de costo y gasto operativos en relación con las ventas explica la mejora significativa de los indicadores de eficiencia operativa. Estos son mejores a los presentados en marzo-2022, pasando de 96.9% a 89.6% a la fecha de corte. El supuesto que consideran las proyecciones es que para el cierre de 2023 este indicador se incremente a 97.5%.

Gráfico 7



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

A la fecha de corte, el EBITDA presenta un crecimiento interanual del 111.84%, debido al mejor margen bruto y a la mayor generación operativa. Se espera que el EBITDA para el cierre de 2023 sea mayor a 2022 al menos en 13.86%,

²⁴ FAO: Reseña de mercado de bananas - <http://www.fao.org/economic/est/est-commodities/bananas/en/>

debido a los mismos motivos que se evidencian a la fecha de corte.

Es importante mencionar que una parte del gasto operativo de Reybanpac obedece a los servicios de administración y operación que presta a las otras empresas del Grupo empresarial, que son reconocidos y reembolsados a Reybanpac de acuerdo con las métricas establecidas por el tipo de servicio y los recursos utilizados. Estos ingresos son contabilizados como otros ingresos operativos desde el cierre del año 2021, aportando así al EBITDA. En los años pasados se los consideró como ingresos no operativos, de haberlos contabilizado como operativos, el EBITDA mejoraría desde el año 2019.

En 2022 la empresa registró un resultado neto de USD 3.9MM (USD 5.7MM dic-2021). A la fecha de corte este resultado es de USD 6.2MM. Por otra parte, el ROA y el ROE anualizado promedio en línea con sus resultados, toman valores positivos y se ubican en 6.1% y 11.7% respectivamente.

Tanto el resultado neto como los indicadores de rentabilidad de Reybanpac a 2023 se espera mantener en valores similares al año 2022 bajo una perspectiva conservadora.

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

La Compañía ha mantenido históricamente una composición de activos bastante homogénea, debido a la naturaleza de sus operaciones mantiene aproximadamente el 70% de sus activos en plazos mayores a un año. Los rubros correspondientes a *propiedad, planta y equipo* son los más significativos y se componen principalmente de las plantaciones, terrenos y obras de infraestructura en las haciendas.

Con respecto a la capacidad de los activos para ser liquidados, el 28.8% se encuentra clasificado como activo corriente. El inventario es la cuenta con mayor aporte al activo corriente y se encuentra conformado por dos categorías principales: activos biológicos corrientes que es la de mayor peso y la segundo que corresponde a materiales, insumos y repuestos utilizados principalmente para el mantenimiento de las plantaciones y de los equipos y sistemas de riego. Los activos biológicos corrientes que incluyen principalmente racimos y bellotas de banano y fruta de palma nacidos. Por la naturaleza de los activos pertenecientes a esta clasificación se estima que sean recuperables a corto plazo, a diferencia de los activos mencionados en el párrafo anterior, que por ser de largo plazo no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

ACTIVOS

	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	mar./23
Total Activo Corriente	28.1%	27.5%	27.6%	28.4%	28.8%
Fondos Disponibles	0.7%	2.1%	1.3%	2.0%	1.0%
Inversiones corto plazo	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	2.5%	3.3%	3.7%	5.8%	6.5%
Inventarios Neto	17.3%	17.6%	18.0%	17.0%	16.7%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Impuestos	2.6%	3.2%	4.0%	3.3%	3.8%
Gastos anticipados	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos corrientes	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.7%
Total Activo No Corriente	71.9%	72.5%	72.4%	71.6%	71.2%
Propiedad, planta y equipo	62.3%	69.1%	67.4%	68.2%	66.6%
Activo biológico no corriente	7.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
Propiedades de inversión	1.4%	2.1%	2.5%	2.6%	2.7%
Activos Intangibles y Diferidos	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Otros activos	0.1%	0.4%	1.7%	0.1%	1.2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	mar./23
Total Pasivo Corriente	32.5%	36.3%	38.2%	30.4%	29.9%
Deuda Financiera CP	1.8%	7.5%	11.6%	3.6%	1.7%
Deuda Comercial	28.8%	26.7%	23.2%	24.3%	25.5%
Otros Pasivos CP	1.9%	2.1%	3.4%	2.5%	2.7%
Total Pasivo LP	15.9%	13.0%	11.1%	16.0%	15.9%
Deuda Financiera LP	11.9%	8.3%	5.5%	10.8%	10.7%
Otros pasivos LP	4.0%	4.7%	5.6%	5.1%	5.2%
PATRIMONIO	51.6%	50.8%	50.7%	53.6%	54.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

En cuanto a la calidad de los principales activos, los inventarios, que representan el 16.7% del total de activos, son medidos al valor menor entre el costo y valor neto realizable en el caso de los materiales, insumos y repuestos y, en el caso de activos biológicos se los mide al valor razonable menos los costos necesarios para realizar la venta. La propiedad, planta y equipo inicialmente se reconoce a su costo, y para mediciones posteriores se emplean el modelo de revaluación y el modelo del costo dependiendo de la naturaleza del activo, adicionalmente los activos son depreciados de acuerdo con la vida útil establecida y se los da de baja por retiro o venta, lo que ofrece seguridad que el saldo contemplado en libros se encuentre razonablemente presentado. Por lo mencionado, se considera que la calidad de los activos del emisor es adecuada.

En marzo-2023 el activo total crece en 10.7% respecto al mismo periodo en 2022, principalmente por el incremento de cuentas por cobrar comerciales y propiedad, planta y equipo.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

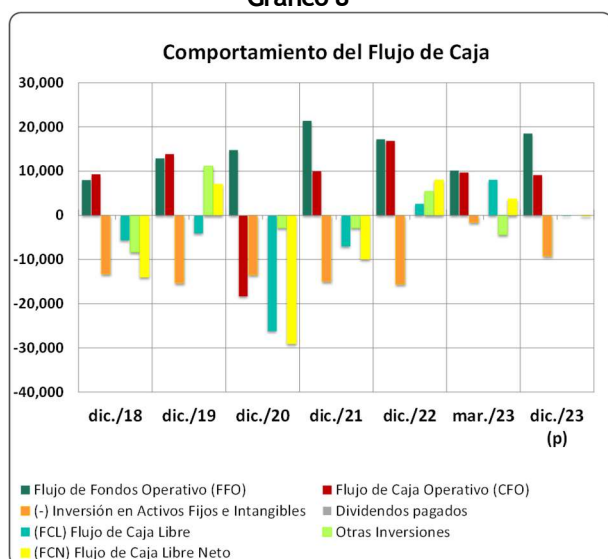
Históricamente, la empresa ha generado flujos de fondos operativos (FFO) positivos. Estos flujos han permitido cubrir los requerimientos de capital de trabajo del negocio, sin embargo, en los últimos dos años las necesidades de capital de trabajo aumentaron debido al mayor financiamiento de clientes y menores días de financiamiento de proveedores.

Con corte marzo-2023, el flujo de caja operativo (CFO) generado es de USD 9.7MM, superior al de marzo-2022 debido a la mayor generación

operativa, que se refleja en el crecimiento del EBITDA.

A la fecha de corte, el emisor mantiene 100 días de inventario, (108 días en mar-2022). Los días de cuentas por cobrar, que históricamente se han mantenido por debajo de los 20 días, a la fecha de corte suben a 31 días, esto se debe a la necesidad de sus empresas relacionadas de obtener mayor financiamiento. Se espera que los días de cuentas por cobrar para fin del presente año 2023 disminuyan a 30 días, y que los días de inventarios no tengan variaciones significativas.

Gráfico 8



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Con respecto a los días de cuentas por pagar, se mantuvieron a marzo-2023 respecto a sus niveles interanuales. Para finales de 2023 esperamos que los días de cuentas por pagar disminuyan a 164, aunque podrían existir variaciones por la disponibilidad de crédito que mantiene la compañía con sus compañías relacionadas, aunque se espera que esto no sea necesario.

Por otro lado, las inversiones en CAPEX requeridas por el negocio, principalmente relacionadas con las renovaciones de las plantaciones de banano, han sido altas en los últimos años. Esto se debe al crecimiento operativo del negocio como el crecimiento de ventas y optimizaciones en el costo, sin embargo, para cubrir este flujo se ha optado por realizar préstamos a largo plazo.

En 2022 la inversión en CAPEX ascendió a 14.8MM y, como en años anteriores, estuvo destinada principalmente a renovaciones de sus plantaciones para incrementar su producción, pero también a adecuaciones en las plantaciones necesarias para prevenir el contagio del hongo Fusarium Raza 4.

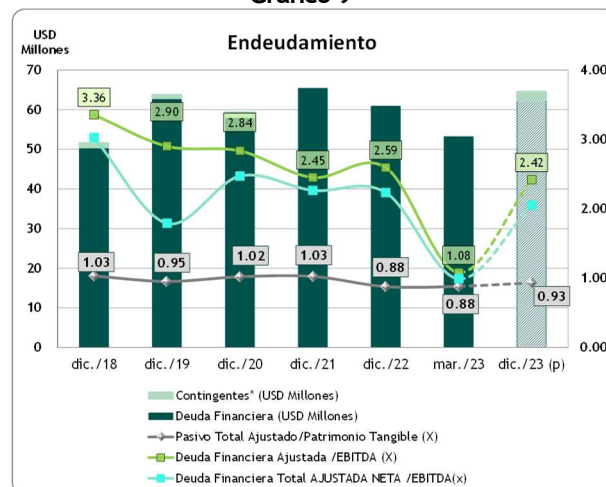
Dicho valor fue cubierto parcialmente por generación operativa de la Compañía.

A la fecha de corte, las inversiones en CAPEX son de USD 1.5MM. Para el año 2023 se prevé que la inversión planificada llegue a USD 8.7MM. Se evidencia una disminución en las inversiones en CAPEX proyectadas respecto al seguimiento pasado debido a la situación adversa que se encuentra atravesando el sector bananero, las inversiones se han planificado para desarrollarse a un plazo más extendido mas no frenarlas, la renovación de sus plantaciones se hará paulatinamente. Por este motivo también en 2023 se puede apreciar un FCL negativo de USD 165M.

La deuda financiera de la compañía a marzo-2023 (USD 53.2MM) se concentra en 86.1% en el largo plazo, y está constituida por deuda contratada mayoritariamente con IFIs del exterior cuyos vencimientos se extienden hasta septiembre-2029, el restante corresponde a deuda con bancos locales que vence en noviembre-2027. Es importante destacar que, en el caso de la deuda financiera a largo plazo contraída, la compañía consiguió condiciones favorables, que otorgan dos años de gracia para el pago de capital; en consecuencia, la amortización de esta deuda comenzará posteriormente al vencimiento del papel comercial analizado en el presente informe.

Esta estructura facilita a la Compañía la ejecución de sus inversiones en CAPEX, cuyo retorno se da en un horizonte de planificación también de largo plazo, y además contribuye a ampliar su posición de liquidez y por tanto brindarle mayor flexibilidad financiera.

Gráfico 9



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

En marzo-2023 la deuda financiera disminuyó respecto al año anterior e incrementó el EBITDA, por lo tanto, el indicador de deuda financiera

sobre EBITDA disminuyó y se ubicó en 1.08 veces, la deuda financiera neta representa 0.99 veces.

Para el cierre del año 2023, se espera que el indicador de deuda financiera sobre EBITDA se encuentre en 2.42 veces y la deuda financiera neta el 2.05 veces. Tomando en cuenta que la deuda financiera a largo plazo, que representa más del 80% del endeudamiento total, comienza a amortizarse a partir de 2024, los indicadores de deuda para EBITDA serían inferiores a la unidad para 2023.

Además, es importante considerar que la deuda financiera frente a la capitalización a marzo-2023 es de 18.6% y se espera que para finales de año sea de 22% que, si bien es superior a la de años anteriores, es menor que en 2021 y se mantiene en niveles adecuados.

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible presenta una ligera variación desde 2018. Este es de 0.88 veces en marzo-2023 y se espera que sea de 0.93 a dic-2023. Para el cálculo de este indicador, se restaron del patrimonio créditos no comerciales a relacionadas, otros activos corrientes y no corrientes e intangibles.

Se considera que la Compañía mantiene un endeudamiento controlado y flexibilidad financiera gracias a los plazos y condiciones de los préstamos negociados y por una importante capacidad de generación de flujos. Se considera una fortaleza el hecho de que los ingresos del emisor provienen del exterior, lo cual genera diversificación frente al riesgo país.

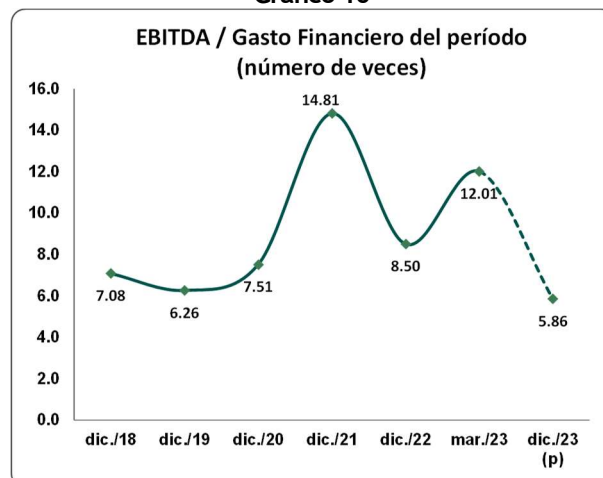
Capacidad de Pago y Liquidez

La administración constantemente se encuentra en la búsqueda de opciones para optimizar los gastos financieros; esto, sumado al acceso a créditos en el exterior, han permitido que históricamente se mantenga una cobertura holgada de los gastos financieros. A marzo-2023 el EBITDA cubre 12.01 veces el gasto financiero.

Dicho indicador en 2021 se ubicó en 14.8 veces y en 2022 en 8.5 veces. Se prevé que la empresa continuará manteniendo una amplia cobertura del gasto financiero a futuro, manteniéndose en niveles mayores a 5 veces en 2023.

La Compañía tiene como política mantener un saldo de efectivo y equivalentes que cubra como mínimo dos semanas de egresos operativos.

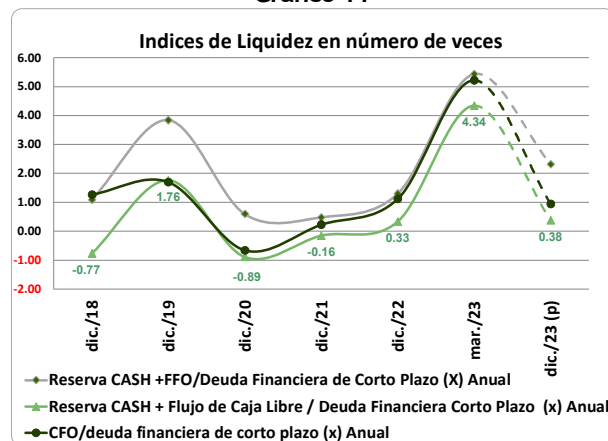
Gráfico 10



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

A la fecha de corte, la compañía cuenta con líneas de crédito por USD 104.97MM, de las cuales el 56% no ha sido utilizado. Asimismo, como grupo económico, cuenta con una línea aprobada por USD 96.5MM, de los cuales el 29% de estos no ha sido utilizados. Los indicadores de liquidez no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadora considera que la disponibilidad de créditos estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

Gráfico 11



Fuente: REYBANPAC C.L. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

En 2023 se espera que la empresa genere flujos de caja operativos mayores que en 2022 y aumente los indicadores de flujo con relación a deuda financiera de corto plazo. La estructura de la deuda financiera que contiene un porcentaje importante de deuda de largo plazo se considera una fortaleza, y en función de las proyecciones del emisor, esperamos que dicha estructura no se modifique a lo largo de la vigencia de la emisión calificada.

Considerando lo antes expuesto, así como la imagen que tiene el emisor en el mercado y el

acceso a diversas fuentes de fondeo que mantiene, se prevé que 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

Las presentes emisiones tienen 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	mar./23
Activo Ajustado (USD M)	419,051
Activo Total (USD M)	429,050

mar./23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	26,956	26,956	15.55
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	46,153	73,109	5.73
3era	Deuda sin garantía específica de balance	123,253	196,361	2.13
TOTAL		196,361	196,361	2.13

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.13 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

RESGUARDOS

Los resguardos para el III Programa de Papel Comercial son los siguientes:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Este indicador se ubica en 2.18 a la fecha de corte.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. Este indicador se ubica en 10.62 a la fecha de corte.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren;

los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

El incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a las emisiones. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias.

Adicionalmente, se compromete a limitar su endeudamiento de emisiones con garantía general en el Mercado de Valores al 80% del total de activos libres de gravamen y a dedicar todos sus esfuerzos en la dirección del negocio para generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivos con costo / patrimonio, no superior a 0.50 veces. Este indicador se ubica en 0.23 a la fecha de corte.

Las obligaciones de corto plazo o papel comercial del programa están amparadas con garantía general del emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables.

Cabe indicar que, en la declaración juramentada suscrita por el emisor, la Compañía, se compromete expresamente a mantener en todo momento activos libres de gravamen, de limitación al dominio, de prohibición de enajenar y/o prenda necesarios y suficientes con el objeto de que la relación activos libres de gravamen/obligaciones en circulación, se encuentren en todo momento en los montos y/o niveles establecidos por la ley, y en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia del programa calificado. Para el efecto la Compañía se compromete a reponer los activos que se enajenen, transformen, deterioren o destruyan, por otros de igual o similar naturaleza.

Por otro lado, cabe mencionar que el monto autorizado de emisión del programa es de USD 20 MM, monto que representa el 8.6% del patrimonio



actual, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

A la fecha de corte de los últimos estados financieros presentados el representante legal de la Compañía certifica que:

1. Las obligaciones en circulación en el mercado de valores y las obligaciones con el sistema financiero se encuentran al día.
2. Las emisiones se mantienen dentro del monto máximo a emitir de acuerdo con lo que manda la ley, y que el conjunto de los valores en circulación de las emisiones en el mercado de valores, no superan el 200% de su patrimonio.
3. La empresa se encuentra cumpliendo todos los resguardos incluidos en sus contratos de emisión.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis

específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2013 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. El instrumento calificado en el presente informe es la única emisión vigente a la fecha de corte.

Adicionalmente, de acuerdo con información provista por la Bolsa de Valores de Quito, no se registra presencia bursátil del Tercer Programa de Papel Comercial de Reybanpac en el semestre correspondiente a la fecha de corte (octubre-2022 a marzo-2023).

REYBANPAC C.L.							PROYECCION
(Miles de USD)	dic./18	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	mar./23	ES BWR dic./23
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	5,057	24,452	7,621	4,984	8,456	4,456	9,800
Cuentas por Cobrar Comerciales (incluye relacionadas)	925	11,540	12,078	14,192	24,572	27,814	21,388
Inventarios	5,562	8,065	8,735	10,190	10,442	10,416	12,046
Activos Biológicos Corrientes	67,658	71,809	56,239	58,547	61,381	61,381	61,182
Activos fijos	257,023	286,791	255,041	257,533	288,020	285,924	284,698
Activos Biológicos No Corrientes	32,629	35,983	1,521	1,506	1,059	1,060	1,059
Otros Activos	33,833	21,954	27,645	34,934	28,467	38,000	38,238
Total Activos	402,687	460,594	368,880	381,885	422,398	429,050	428,411
Cuentas por Pagar (Relacionadas y Proveedores)	124,335	132,501	98,498	88,616	102,672	109,462	100,765
Deuda Financiera Total	50,471	62,873	58,123	65,382	60,885	53,222	62,394
Deuda Financiera Corto Plazo	7,333	8,154	27,596	44,382	15,085	7,422	9,634
Deuda Financiera Largo Plazo	43,138	54,719	30,527	21,000	45,800	45,800	52,760
Otros Pasivos	22,766	27,341	24,951	34,103	32,379	33,678	36,212
Total Pasivos	197,572	222,715	181,572	188,101	195,936	196,361	199,371
Patrimonio	205,115	237,879	187,308	193,785	226,462	232,689	229,040
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	1,200	923	1,237	0	0	0	2,213
Resumen de Resultados							
Ventas	191,025	240,524	254,553	266,059	237,147	80,669	256,901
Costo de ventas	(159,441)	(200,564)	(217,730)	(225,745)	(199,185)	(64,597)	(221,192)
Otros ingresos operativos	369	5,654	(518)	2,286	-	-	4,419
Egresos operativos	(27,312)	(30,068)	(28,912)	(29,502)	(29,802)	(7,660)	(29,345)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,641	15,546	7,393	13,098	8,159	8,413	10,783
Ingresos y gastos no operativos neto	3,588	-413	5,589	-2,093	2,023	44	0
Gasto Financiero del período	(2,175)	(3,509)	(2,788)	(1,801)	(2,760)	(1,026)	(4,562)
Impuestos a la renta	(5,271)	(7,326)	(3,375)	(3,500)	(3,527)	(1,204)	(3,642)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	783	4,298	6,819	5,704	3,895	6,227	2,578
Otros resultados integrales	-443	28,466	66	-960	28,783	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	340	32,764	6,885	4,744	32,678	6,227	2,578
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	15,394	21,977	20,925	26,663	23,465	12,313	26,716
(-) Gasto Financiero del período	-2,175	-3,509	-2,788	-1,801	-2,760	-1,026	-4,562
(-) Impuesto a la renta del período	-5,271	-5,621	-3,375	-3,500	-3,527	-1,204	-3,642
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,948	12,847	14,762	21,362	17,178	10,084	18,511
(-) Variación Capital de Trabajo	1,316	1,000	-33,095	-11,392	-348	-395	-9,436
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	9,264	13,847	-18,333	9,970	16,830	9,688	9,075
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,190	1,652	7,291	2,987	2,023	44	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-1,602	-2,065	-1,702	-5,080	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-5,187	-2,192	8	26	-670	-49	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,601	-14,675	-12,905	-14,262	-14,808	-1,479	-8,700
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-707	-675	-568	-690	-786	-148	-539
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-5,643	-4,108	-26,210	-7,050	2,589	8,057	-165
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	15,987	12,402	14,208	7,259	-4,497	-7,663	1,509
OTRAS INVERSIONES NETO	-8,322	11,101	-2,834	-2,846	5,381	-4,393	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
EFFECTO EN CAJA POR ESCISIÓN	0	0	-1,996	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,022	19,395	-16,831	-2,637	3,472	-3,999	1,344
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,057	24,452	7,621	4,984	8,456	4,456	9,800
Indicadores							
Patrimonio Tangible	192,348	234,660	179,042	183,380	222,936	222,689	216,348
% crecimiento en ingresos operativos	-28.3%	28.6%	3.2%	5.6%	-11.6%	19.8%	10.2%
MARGEN EBIT (%)	2.4%	6.5%	2.9%	4.9%	3.4%	10.4%	4.2%
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	9.1%	8.2%	10.0%	9.9%	15.3%	10.4%
FFO+cargos fijos / cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.65	4.66	6.29	12.86	7.22	10.83	5.06
EBITDAR / cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	7.08	6.26	7.51	14.81	8.50	12.01	5.86
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.08	6.26	7.51	14.81	8.50	12.01	5.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	3.36	2.90	2.84	2.45	2.59	1.08	2.42
Anual - flexibilidad financiera	3.03	1.79	2.47	2.27	2.23	0.99	2.05
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	20.1%	21.1%	24.1%	25.2%	21.2%	18.6%	22.0%
Anual- flexibilidad financiera	1.08	3.84	0.59	0.48	1.30	5.43	2.32
Reserva CASH +FFO / Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.26	1.70	(0.66)	0.22	1.12	5.22	0.94
CFO / deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.77)	1.76	(0.89)	(0.16)	0.33	4.34	0.38
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(1.90)	3.12	(0.99)	(0.22)	0.69	1.97	0.38
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual							



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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2023.