

CALIFICACIÓN:

Cuarto Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una 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 pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para el Cuarto Programa de Papel Comercial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A. en comité No.174-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 12 de junio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha a diciembre 2019 y abril de 2020. (Aprobada por la Junta General Universal de Accionistas celebrada el 28 de mayo de 2020 por un monto de hasta USD 3.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector agroindustrial presentó un comportamiento estable históricamente con perspectivas positivas para el futuro. Puntualmente, el sector palmicultor atraviesa una etapa de crisis, viéndose afectada en los últimos por la aparición de la plaga de la Pudrición del Cogollo que ha afectado a gran parte de los cultivos de palma africana a nivel nacional, lo que ha provocado poca oferta de fruta de palma y el incremento de los precios a nivel nacional. Sin embargo, con la emergencia sanitaria provocada por COVID-19 y las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central, la demanda de productos del sector de alimentos se ha incrementado, generando una oportunidad para el Emisor. La situación a futuro todavía es incierta dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar.
- El Emisor se encuentra bien posicionado frente a su competencia, siendo de las principales compañías dedicadas a la extracción de aceite de fruta de palma. Asimismo su posición se ha fortalecido a través del respaldo de Grupo La Fabril al que pertenece. La compañía cuenta con prácticas de excelencia en su proceso productivo generando nuevas oportunidades de negocio en la extracción de aceite de palma y palmiste al aprovechar casi el 100% de la materia prima que utiliza y con una política de cero desechos, logrando producir diversos productos como: abono orgánico, biomasa como combustible y alimento balanceado para animales. La administración de la compañía está alineada con el Grupo La Fabril, por lo que mantiene sus lineamientos y políticas con alta eficiencia y productividad.
- La Emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y un límite de endeudamiento. Adicionalmente, la emisión cuenta con una garantía específica que consiste en una Fianza Solidaria por parte de La Fabril S.A., que actualmente tiene una calificación de AAA en el mercado.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A. provienen en su mayoría de las ventas realizadas a La Fabril S.A. al proveer el aceite de palma como insumo para la fabricación de una amplia línea de productos alimenticios y del hogar. La tendencia de las ventas fue negativa entre el año 2016 y 2019 como consecuencia de la plaga de la Pudrición del Cogollo que afectó al sector palmicultor en general, reduciendo la oferta de fruta de palma en el mercado a nivel nacional. Esto provocó un incremento en el costo de ventas, pero su efecto negativo fue contrarrestado con la estructura de gastos flexible de la compañía, manteniendo una rentabilidad positiva pero decreciente. De esta manera, el EBITDA mantuvo una cobertura holgada sobre los gastos financieros logrando hacer frente a sus obligaciones financieras y no financieras.

La deuda neta mostró un incremento en el periodo de estudio por el aumento de las obligaciones financieras y la colocación del Segundo y Tercer Programa de Papel Comercial, lo que provocó una tendencia al alza de la necesidad operativa de fondos y del servicio de deuda. Asimismo, el patrimonio neto mantuvo un comportamiento estable entre 2016 y 2019. Dado el giro de negocio de la compañía, que se enfoca en el uso de activos fijos para el proceso productivo, el capital de trabajo siempre fue negativo en el periodo de análisis.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	86.504	88.374	78.937	77.612	83.047	81.801	82.619
Utilidad operativa	4.912	3.515	1.719	2.247	2.750	2.591	2.550
Utilidad neta	2.379	1.929	501	849	1.127	1.060	905
EBITDA	7.185	5.489	3.787	4.653	5.156	4.997	4.956
Deuda Neta	12.215	12.334	14.856	13.140	14.174	11.774	9.515
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	7.006	2.987	3.024	1.756	3.099	3.451	3.241
Necesidad Operativa de Fondos	1.375	1.301	1.545	1.739	2.127	2.095	2.116
Servicio de Deuda (SD)	623	7.625	6.172	6.599	6.687	3.612	4.986
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	12	1	1	1	1	1	1
Capital de Trabajo	(3.284)	(636)	(354)	(2.537)	933	1.407	4.815
ROE	27,36%	20,19%	4,86%	9,39%	11,07%	9,43%	7,46%
Apalancamiento	2,32	2,42	1,96	2,37	1,98	1,76	1,47

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La situación actual del país provocada por la pandemia generó un incremento en la demanda de productos del sector de alimentos por las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central. De esta forma, el Emisor al ser un importante proveedor de Grupo la Fabril, tuvo incentivos para el 2020 en el nivel de ingresos rompiendo con la tendencia negativa que se registró históricamente. Consecuentemente, se proyecta un incremento de las ventas del 7% para el cierre del año 2020 y una ralentización en su crecimiento para años posteriores conforme se retome la actividad económica normal. La deuda neta proyecta incrementarse en el 2020 con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y el nuevo Programa de Papel Comercial, pero se estima una baja sensible en los años siguientes con la amortización de la deuda, lo que permite una razón de cobertura razonable. El apalancamiento tiene una tendencia a la baja por el comportamiento del patrimonio neto y la amortización paulatina de los pasivos. El ROE se proyecta siempre positivo, como históricamente lo ha hecho, y estable con valores alrededor del 9%. El capital de trabajo se eleva a valores positivos con el mayor volumen de capital de trabajo que será financiado a través de pasivos proyectados con pagos al largo plazo.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas que permitirán sortear el escenario antes mencionado con el incremento de recursos financieros de corto plazo y con la idea de colocar la totalidad de la Segunda Emisión de Obligaciones y el nuevo Programa de Papel Comercial en el mercado.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de las empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo. Además, la empresa se inscribe dentro de un sector que no debe resultar directamente afectado producto de la pandemia, ya que es un proveedor del sector de alimentos que no se han visto afectados, lo que permite suponer que sus clientes cubrirán sus obligaciones en los plazos y condiciones previstos.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas como diferentes políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes a nivel nacional y pierden competitividad frente al mercado internacional. La compañía mitiga este riesgo a través de la integración vertical de Grupo La Fabril con el que garantizan precios competitivos y productos de calidad. También cuentan con procesos que tratan de incrementar su eficiencia constantemente.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos son realizados internamente a nivel de grupo, ya que cuentan con una integración vertical, mitigando este riesgo.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.
- Condiciones climáticas desfavorables en el país, las cuales afectarían la producción y el cultivo de fruta de palma provocando un incremento de los costos de la compañía. La compañía mitiga este riesgo a través de la compra de inventarios en volumen y al contado para garantizar un alto poder de negociación frente a sus proveedores, lealtad de éstos y la capacidad de adquirir los mejores precios disponibles.
- Plagas y enfermedades que afecten la producción de aceite de palma, como la que actualmente está latente, conocida para la Pudrición del Cogollo. La compañía mitiga este riesgo a través de la compra del 100% de su materia prima a terceros, garantizando que los costos provocados por este riesgo sean absorbidos por sus proveedores. Asimismo, la compañía cuenta con laboratorios de Investigación y Desarrollo para desarrollar nuevos métodos para hacer frente a las plagas y hacer más eficientes las plantaciones de palma africana.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales la propiedad, planta y equipo que resguardan la Emisión pueden verse afectados total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos con Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza S.A. por un monto de USD 56,57 millones cubriendo: rotura de maquinaria, robo, asalto, incendio, vehículos y equipo electrónico.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Al ser el 11,32% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un

permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños. Asimismo cuenta con pólizas de riesgo para proteger este activo frente a incendio, robo, asalto, responsabilidad civil y transporte interno con una cobertura total por un monto de USD 43,49 millones.

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la concentración de su actividad comercial a compañías relacionadas pertenecientes al grupo La Fabril, de la que forma parte, garantizando sus ventas y demanda de productos.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 5,09 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 20,18% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 14,35% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es medianamente representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, podría existir un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza.

INSTRUMENTO

EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A.						
Características	CLASES	MONTO USD	PLAZO PROGRAMA	PLAZO EMISIÓN	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	E	3.000.000	359 días	720 días	Al vencimiento	Cero cupón
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Consiste en una Fianza Solidaria otorgada por La Fabril S.A. para garantizar el pago a los obligacionistas de Papel Comercial.					
Destino de los recursos	El objeto de la Emisión es la captación de recursos, para destinarlos 100% par capital de trabajo, específicamente compra de materia prima y pago a proveedores.					
Estructurador financiero	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente Colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco (1,25). 					
	Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> Mientras esté vigente la presente Emisión, se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía. 				

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Circular de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El Informe de Calificación de Riesgos del Cuarto Programa de Papel Comercial de EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General