

CALIFICACIÓN:

Primer Programa de Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
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 en forma significativa 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 Circular de Oferta Pública, del Contrato Privado de la 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 Primer Programa de Papel Comercial de GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. en comité No. 009-2022, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de enero de 2022; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a noviembre de 2021. (Aprobada el día 09 de diciembre del 2021 por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A., por la suma de hasta USD 5.000.000.)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector florícola es altamente sensible a los cambios en los mercados internacionales; una reducción en el precio o la cancelación de contratos debido a diferentes shocks pueden ser medulares en la situación de varias empresas dentro de la cadena productiva. Sin embargo, Colour Republic, el principal cliente de la compañía, abastece solo el 35% de su necesidad de producto, bounces y bouquets desde GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A., lo cual garantiza una amplia flexibilidad para colocar toda la producción de sus fincas en caso de contracciones de demanda en EE. UU. en los clientes de Colour Republic.
- GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. es una compañía florícola ecuatoriana con más de 10 años de experiencia y trayectoria, se dedica al cultivo y producción de rosas y flores de verano, materia prima utilizada a su vez para la producción de bounces y bouquets destinados a la exportación. En este tiempo ha acumulado amplia experiencia en el manejo de plantaciones, incluyendo el manejo del recurso humano y la gestión de riesgos del trabajo, asegurando una adecuada productividad. Cuenta con los recursos necesarios para los procesos de manejo y fertilización de tierra y plantaciones, así como el know-how para manejo de control de enfermedades en los cultivos.
- El gobierno del grupo se concentra en los principales accionistas y en la alta gerencia, quienes deciden y controlan las estrategias de cada una de las compañías que lo conforman y dan un seguimiento cercano a que se cumplan las metas trazadas y los planes de expansión. A la fecha no existe Buen Gobierno Corporativo formalmente establecido, sin embargo, se encuentra en proceso de estructuración y ya mantiene algunas prácticas.
- La compañía ha generado resultados consistentemente positivos, que se ajustan de manera adecuada a las condiciones de mercado. Para el año 2020, la composición del portafolio de productos y la estructura operativa permitieron mantener un margen neto adecuado y, consecuentemente, sostener los niveles de rentabilidad sobre el patrimonio. Las ventas de la compañía incrementaron los niveles de endeudamiento durante el periodo para financiar el capital de trabajo y para invertir en activos fijos, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se mantuvo siempre por encima de la unidad. Para el periodo proyectado, se mantiene este comportamiento considerando que el alza estimada en los ingresos permitirá incrementar los resultados netos y, consecuentemente, los retornos sobre el activo y sobre el patrimonio.
- La compañía fondea sus actividades principalmente mediante recursos de terceros y se proyecta una capacidad de endeudamiento que permite asegurar la continuidad y el financiamiento adecuado para sus próximos proyectos. Los indicadores de solvencia, liquidez y rentabilidad se proyectan similares al promedio histórico entre 2021 y 2023, aún bajo un escenario conservador, lo que evidencia la solidez y la sostenibilidad de la estructura financiera de la compañía en el tiempo. Se proyecta un flujo libre de efectivo positivo entre 2021 y 2023 conforme ha venido presentando históricamente.
- La calificación otorgada se basa en la solvencia del grupo controlador, el nivel de ventas, los márgenes apropiados y el apalancamiento, el cual aun cuando se presenta en niveles altos, es solo con empresas del grupo.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. provienen de la venta de rosas y bouquets y por los servicios corporativos que presta a sus partes relacionadas. Actualmente la compañía vende todo su producto de exportación a Colour Republic, compañía domiciliada en EE. UU. El principal producto de exportación de GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. es el bouquet de rosa, un producto listo para la venta al consumidor final con alta aceptación y crecimiento dentro del mercado. El bouquet de rosa es un producto integrado por rosas y flores de verano, el cual permite una serie de combinaciones en variedades y colores y por tanto permite lograr diferenciación en el producto. Colour Republic abastece solo el 35% de su necesidad de producto, bounces y bouquets desde GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A., lo cual garantiza una amplia flexibilidad para colocar toda la producción de sus fincas en caso de contracciones de demanda en EE. UU. en los clientes de Colour Republic.

Los ingresos mantuvieron un comportamiento fluctuante del 2017 al 2020, pasando de USD 24,98 millones a USD 26,49 millones. Para diciembre 2020, los ingresos totales reflejaron una estabilidad, con un alza del 1% con relación al año 2019, a pesar de la emergencia sanitaria y los obstáculos que esta creó para la mayor parte de los negocios y de los sectores económicos. Por otro lado, para noviembre 2021 se evidencia una mayor actividad durante este periodo, ya que los ingresos totales alcanzaron USD 28,49 millones, lo cual refleja un incremento del 17% con relación a noviembre 2020.

Los costos de venta han mantenido un comportamiento fluctuante en el periodo 2017 – 2020, estos representaron el 72% de los ingresos en promedio. Para finales del 2020 el costo de ventas estuvo compuesto principalmente por costo de productos vendidos y remuneraciones y beneficios de los empleados. El desempeño positivo de este rubro se debe a un menor costo de los productos vendidos, que se traduce en una mejora de eficiencia para la compañía durante el periodo de análisis. Adicionalmente, los costos crecen en menor proporción al nivel de ingresos, tendencia que se mantuvo a noviembre 2021. La administración espera mantener este efecto y mejorar la eficiencia operativa hasta finales del 2021 y cerrar el año con un mayor dinamismo de las ventas.

La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa.

Con respecto a los activos, estos están compuestos principalmente por las cuentas por cobrar a sus relacionadas, principalmente a su relacionada Sueños de los Andes Bouquetandes S.A. Asimismo, el efectivo y equivalentes evidencian la capacidad de disponer de recursos suficientes para afrontar cualquier gasto que surja en el corto plazo. En cuanto al activo fijo, la compañía ha realizado constantes adiciones para incrementar la capacidad y eficiencia de las operaciones durante el periodo analizado. En los pasivos se evidencia un manejo responsable del endeudamiento, las actividades se financian mediante el crédito de proveedores y las obligaciones con entidades financieras. La deuda con entidades financieras ha presentado históricamente buenos términos, con periodos de gracia y tasas de interés bajas lo cual demuestra la fortaleza de la compañía. La cobertura del EBITDA sobre el gasto financiero es adecuada y las obligaciones con costo en el corto plazo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	NOVIEMBRE 2020	NOVIEMBRE 2021
	REAL				PROYECTADO				INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	24.980	27.027	26.316	26.491	29.935	35.772	37.918	39.056	24.286	28.490
Utilidad operativa (miles USD)	1.021	1.202	1.673	1.198	2.966	2.880	3.033	3.124	1.366	3.226
Utilidad neta (miles USD)	337	378	943	737	1.184	910	1.123	1.163	552	1.773
EBITDA (miles USD)	2.254	2.528	3.112	2.645	4.414	4.328	4.481	4.572	1.366	3.226
Deuda neta (miles USD)	7.122	7.873	6.688	7.894	21.869	18.706	17.468	18.399	6.552	20.030
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	490	4.262	6.494	5.227	2.942	1.700	3.648	2.778	3.977	2.875
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(1.488)	(944)	(967)	(1.288)	(4.763)	(3.066)	(3.330)	(3.454)	(491)	(4.929)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	231	1.262	2.184	2.509	2.127	6.414	7.526	8.770	1.136	4.535
Razón de cobertura de deuda DSCRC	9,76	2,00	1,43	1,05	2,07	0,67	0,60	0,52	1,31	0,78
Capital de trabajo (miles USD)	(4.398)	(2.812)	(3.887)	(2.657)	994	180	(1.024)	(1.978)	(7.094)	3.736
ROE	13,72%	13,06%	24,21%	15,42%	21,66%	14,27%	14,97%	13,43%	13,55%	29,52%
Apalancamiento	5,74	5,69	4,05	3,64	6,84	5,29	4,34	3,78	4,35	5,93

Fuente: GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Para el año 2021, tomando en cuenta el comportamiento creciente de la compañía y la reactivación de la economía, se estima un incremento de las ventas del 13%, un incremento del 20% para el año 2022, 6% para el 2023 y posterior un incremento del 3% para finales del año 2024. Se ha evidenciado una optimización en la participación del costo de venta sobre el total de ingresos a lo largo del periodo histórico, por lo que se estima una participación del 66% durante el año 2021, 69% para el año 2022 y del 70% para el resto del periodo proyectado. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la amortización de las emisiones vigentes al igual que a nuevos préstamos bancarios.

Dado que se proyectan resultados operativos crecientes, la generación de EBITDA también se proyecta mejorará durante el periodo de vigencia de la Emisión. Consecuentemente, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se proyecta superior a 3 veces entre 2021 y 2024, con una tendencia positiva, considerando el comportamiento proyectado en los gastos financieros. Esto demuestra que la compañía estará en capacidad de hacer frente al costo derivado del endeudamiento mediante la generación operativa.

Efecto de mejores resultados operativos y de la estabilidad del gasto financiero, se proyectan resultados netos crecientes para el periodo de vigencia de la emisión, alcanzando una utilidad de USD 1,1 millones para finales del 2024.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera con clientes relacionados se mantendrá en niveles mayores al histórico con tendencia a crecer, efecto de las mayores ventas esperadas para estos años. Por otro lado, se estima que el nivel de inventarios incrementará para finales del 2021 producto del mayor aprovisionamiento de este en función al alza en las ventas hasta noviembre 2021. De igual manera se esperan crecimientos en otras cuentas por el giro propio del negocio, como en la propiedad, planta y equipo. Dicho esto, se espera que el activo tome una tendencia al alza para el cierre del 2021.

La compañía ha manifestado su intención de captar recursos a través del Mercado de Valores, a través de un Papel Comercial por un monto de USD 5 millones, lo que supondría una fuente alternativa de financiamiento que ayudaría a fondear las necesidades operativas de fondos. La compañía espera utilizar los recursos de esta emisión para capital de trabajo en un 30% y 70% para sustitución de deuda. Se proyecta una deuda neta decreciente durante el periodo analizado, pasando de USD 21,9 millones en el 2021 a USD 18,4 millones para finales del 2024. Esto responderá a la amortización gradual de la deuda bancaria, así como a la colocación de la emisión en el Mercado de Valores. En promedio, la deuda financiera representará el 61% de los pasivos totales, y el 31% de la deuda presentará vencimientos de largo plazo. Los montos de deuda neta se amortizan de manera holgada en diferentes años, reduciendo la presión que se podría dar sobre los flujos de la compañía. Se proyecta un servicio de deuda creciente hasta 2024 y una disminución en la cobertura del servicio de la deuda durante el periodo de vigencia de la Emisión, alcanzando para 2024 una razón de cobertura de 0,52.

Por su parte, el patrimonio se verá fortalecido mediante la generación de resultados positivos entre el 2021 y 2024, lo que generará un ROE promedio del 16%.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible 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 colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, la reactivación que ya se vislumbra aparejada del esfuerzo de vacunación que se está llevando a cabo permite reducir el riesgo del entorno tanto en el corto como en el largo plazo.

Asimismo, la reactivación gradual de las actividades económicas mejora la liquidez circulante y reduce el riesgo del entorno.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de bienes importados. Sin embargo, ante cualquier contingencia de esta naturaleza, la empresa tiene una gran capacidad de recuperación, una buena diversificación de productos y no depende en productos importados.
- 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 GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos suscritos son con su relacionada, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Exposición a la variación de precios de la Compañía, lo cual está relacionada con las regulaciones que afecten al sector floricultor y exportador. Esta circunstancia es medida constantemente por la gerencia financiera para determinar la estructura de precios adecuada. Si bien existe un riesgo de precio por la competencia en el mercado internacional la Compañía lo considera menor debido a que su producción se exporta totalmente a su compañía relacionada en EE.UU.
- 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 Compañía no mantiene un portafolio diversificado de clientes, puesto que prácticamente el 100% de su producción es destinada al mercado internacional a su compañía relacionada. Sin embargo, la empresa mantiene un seguimiento continuo a su recuperación de cartera y su nivel de recuperabilidad a partes relacionadas es menor a 30 días.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo debido de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo a través de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como, mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica los riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente: cuentas por cobrar relacionadas, inventario y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos, con la compañía aseguradora Seguros Equinoccial S.A., que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.
- Al ser el 6% 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 a través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños, además de una póliza de seguros que mantiene sobre los inventarios con la compañía Seguros Equinoccial S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 4,28 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 9% de los activos totales y al 13% de los activos depurados, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones podría ser 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, esto podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO	PLAZO EMISIÓN	PLAZO PROGRAMA	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	USD 5.000.000	Hasta 359 días	Hasta 720 días	Al vencimiento	Cupón Cero
Garantía	Garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía Específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la emisión sean destinados en 30% a capital de trabajo, esto es el pago a proveedores de la compañía, dejando expresa constancia de que en ningún caso se cancelarán pasivos con relacionadas y en un 70% a sustitución de pasivos.					
Valor nominal	USD 1.000.00					
Estructurador financiero	Su Casa de Valores Sucaval S.A.					
Agente colocador	Su Casa de Valores Sucaval S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Larrea Andrade & Cía Abogados 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 					
Compromiso adicional	No repartir más del 20% de utilidades del último año generado, mientras las emisiones continúen vigentes					
Mecanismo de Fortalecimiento	Carta de compromiso de pago de Colour Republic LLC por dos millones de dólares de los Estados Unidos de América.					
Límite de endeudamiento	Mantener una relación Pasivo Total / EBITDA no mayor a 7.8 en junio 2022 y junio 2023, 7.5 en diciembre 2022 y diciembre 2023.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de GROWFLOWERS PRODUCCIONES S.A. 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