

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 386 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 11:00 horas del 1 de agosto de 2023, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil, se revisaron los antecedentes relativos a la evaluación de las entidades calificadas por Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

En esta reunión, el Consejo acordó, por unanimidad asignar las siguientes calificaciones de solvencia:

Entidad	Calificación Actual	
Eladia S.A.	Solvencia	BBB-py
	Bonos USD1	BBB-py
	Tendencia	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo están descritos más adelante en esta acta.

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública y de aquella provista voluntariamente por el emisor. Los antecedentes e información considerados fueron los siguientes:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de las carteras de ahorros y créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

El análisis también incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

ELADIA S.A.**FUNDAMENTOS**

La calificación "BBB-py" asignada a la solvencia de Eladia S.A. (Eladia) refleja un perfil de negocios calificado como "Adecuado" y una posición financiera calificada como "Ajustada".

La compañía fue constituida en el año 2006, teniendo por objeto la explotación agrícola mediante el cultivo y comercialización de arroz y, en menor medida, a través del cultivo de soja. Adicionalmente, la entidad presta servicios a terceros y participa en el abastecimiento de combustible a las empresas tercerizadas que trabajan en terreno para brindarles una mayor eficiencia en términos de logística.

Actualmente la compañía se encuentra implementando un proceso de reorganización operacional, el que ha estado enfocado en migrar hacia zonas que le permitan mantener un mayor abastecimiento hídrico. Respecto de esto último, los resultados de la entidad dan cuenta de los riesgos intrínsecos al negocio, como el riesgo climático y fitosanitario, las variaciones de precios internacionales y las variaciones de tipo de cambio.

A diciembre de 2022, los ingresos consolidados de Eladia alcanzaron los Gs. 119.204 millones, registrando una disminución del 5,3% respecto de diciembre de 2021 (Gs. 125.924). Esto, asociado a la disminución en los ingresos del negocio agrícola (-17,2% anual), lo que no pudo ser compensado por los mayores ingresos de los negocios de prestación de servicios y combustible, con avances del 180,6% y 242,1%, respectivamente. No obstante, a igual periodo, las menores presiones inflacionarias, en particular sobre los precios de agroquímicos y fertilizantes, y sobre los costos de logística, resultaron en una disminución anual del 13,4% en la estructura de costos, alcanzando los Gs. 107.499 millones. Esto, resultó en una generación de Ebitda de Gs. 21.490 millones con un margen Ebitda del 18%.

Los resultados del primer trimestre se encuentran influenciados por el ciclo del negocio de la compañía, con una estructura de costos afectada por el tiempo de cosecha y con ingresos concentrados en los últimos meses de cada año. De esta forma, si bien a marzo de 2023 la compañía presenta ingresos operacionales, estos representan una porción menor de los ingresos anualizados. Consecuentemente con lo anterior, a marzo de 2023 la compañía presentaba una generación de Ebitda deficitaria.

Hasta el año 2019, la compañía presentaba un alto nivel de endeudamiento financiero, el que se encontraba asociado a la adquisición de participaciones minoritarias en otras sociedades, sumado al financiamiento del plan de inversiones y a los requerimientos de capital de trabajo. No obstante, en 2020 Eladia vendió el 50% de la propiedad que mantenía sobre Villa Oliva Rice S.A. a Rice Paraguay S.A., cancelando los préstamos por inversión.

De esta forma, el *stock* de deuda financiera pasó desde los Gs. 186.305 millones a diciembre de 2019 hasta los Gs. 101.582 millones a diciembre de 2020. Entre igual periodo, el *leverage* financiero pasó desde 2,5 veces a 1,2 veces. Posteriormente, la deuda financiera de la compañía se ha mantenido por debajo de lo presentado en años anteriores, alcanzando, a marzo de 2023, los Gs. 90.097 millones.

Respecto de los indicadores de cobertura crediticia, estos presentan una alta volatilidad para todo el periodo evaluado, en función de la evolución de la generación de Ebitda y del *stock* de deuda financiera. A marzo de 2023, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaba las 4,5 veces, manteniéndose relativamente estable respecto de diciembre de 2022 (4,4 veces) y por debajo del promedio registrado entre 2017 y 2021 (9 veces). Asimismo, el indicador de cobertura de gastos financieros alcanzaba las 2,3 veces, lo que si bien se encuentra por debajo de lo presentado a diciembre de 2022 (2,8 veces) se mantiene por sobre lo evidenciado entre 2017 y 2021 (1,5 veces promedio).

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de emisión del Programa de Emisión Global USD1 con un plazo máximo de 2.555 días (7 años) y por un monto máximo de USD 3,0 millones. Los fondos a recaudar serán destinados en su totalidad a la reestructuración de pasivos.

TENDENCIA: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Considera la realización del actual plan estratégico de la compañía, el que permitiría mitigar, en parte, la relevante exposición que ha presentado la compañía a los riesgos propios de su negocio. Ello, se reflejaría en una mayor estabilidad de sus principales indicadores crediticios.

Por otro lado, Feller Rate considera que la compañía mantendrá una política financiera en línea con lo presentado en los últimos periodos evaluados, con requerimientos de inversión centrados en la mantención y

optimización de su operación. Respecto de esto último, en caso de cambios en su política de inversiones, Feller Rate evaluará su efecto tanto en su perfil de negocios como en su posición financiera.

Adicionalmente, incorpora que la compañía mantendrá una conservadora política de reparto de dividendos y una acotada exposición a garantías explícitas suscritas con empresas vinculadas.

Además, incluye que, si bien mantendrá una alta concentración en el negocio agrícola, sus resultados de última línea se verán beneficiados por la participación en empresas vinculadas.

ESCENARIO DE BAJA: Podría gatillarse como consecuencia de políticas financieras más agresivas o un deterioro en las condiciones económicas por sobre lo presupuestado en el escenario base, resultando en un deterioro estructural de los principales indicadores de solvencia.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN
PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adecuada participación de mercado en industria con un alto grado de competencia a nivel global y nacional. ▪ Operación concentrada en negocio agrícola, aunque inversiones en empresas vinculadas le entregan una mayor diversificación en términos de utilidad. ▪ Alta concentración de clientes y de canales de venta. ▪ Industria agrícola intensiva en capital de trabajo. ▪ Adecuado riesgo crédito, pero con nulo nivel de provisiones. ▪ Exposición al riesgo agrícola, a las variaciones en el tipo de cambio, a cambios normativos y a la evolución de los precios internacionales de sus productos.
POSICIÓN FINANCIERA: AJUSTADA
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Márgenes operacionales y generación interna de flujos reflejan los riesgos intrínsecos al negocio. ▪ Adecuado nivel de endeudamiento financiero, tras venta de participación en Villa Oliva Rice S.A. ▪ Recuperación de los índices crediticios tras presiones evidenciadas en el año 2021. ▪ Suficiente posición de liquidez.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

Eladia S.A. (Eladia), constituida en 2006, tiene por objeto principal la explotación agrícola mediante el cultivo y comercialización de arroz. Además, ocasionalmente la compañía realiza cultivo de soja, para rotación de suelo.

Adicionalmente, la entidad presta servicios a terceros y participa en el abastecimiento de combustible a las empresas tercerizadas que trabajan en terreno.

OPERACIÓN CONCENTRADA EN NEGOCIO AGRÍCOLA

La compañía agrupa su operación en tres grandes unidades de negocios: Producción Agrícola, Prestación de Servicios y Combustible.

NEGOCIO AGRÍCOLA:

Históricamente, el negocio agrícola ha sido el de mayor importancia relativa dentro de los ingresos consolidados, representando sobre un 80% para todo el periodo evaluado (82,2% a diciembre de 2022). En este, el principal generador de ingresos corresponde al cultivo y comercialización de arroz, el que ha significado por sobre un 94% de los ingresos del segmento y sobre un 80% de los ingresos totales.

Adicionalmente, para aprovechar la rotación de suelo, la compañía suele plantar soja, la que ha representado, en promedio, un 2,2% de los ingresos del negocio agrícola entre los años 2018 y 2022 (2,0% promedio de los ingresos operacionales).

La producción agrícola de Eladia está destinada principalmente al mercado de exportación, siendo Brasil el destino más importante de la compañía. No obstante, dentro de los destinos que ha alcanzado la compañía se encuentran Chile, Perú, Uruguay, Canadá, Bélgica, España, Países Bajos, Italia, Portugal, Reino Unido, Suiza, Turquía y Líbano.

A diciembre de 2022, un 54,1% de los ingresos estuvieron asociados a las exportaciones hacia Brasil. El porcentaje restante estaba ligado a las ventas en Paraguay (44,2%), Uruguay (1,6%) y Países Bajos (0,1%), mostrando una mayor concentración según destino que lo evidenciado durante el año 2021, cuando las ventas hacia Brasil, Paraguay, España, Turquía, Uruguay, Chile, Bélgica y Países Bajos representaron un 55,9%, 36,4%, 2,9%, 2,8%, 1,1%, 0,4%, 0,3% y 0,3%, respectivamente.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS:

En esta unidad de negocios Eladia ofrece servicios de transporte mediante una flota propia de nueve camiones. Además, presta servicios de preparaciones de suelo, siembra y cosecha, entre otros.

En términos de ingresos, la participación relativa del negocio de prestación de servicios ha exhibido una tendencia más volátil, representando entre un 4,6% y un 13,7% de los ingresos consolidados en los últimos cuatro años (13,7% a diciembre de 2022).

A nivel desagregado, los servicios de preparación de suelo, siembra y cosecha han representado sobre un 67% de los ingresos del segmento en los últimos tres años (99,2% a diciembre de 2022), y sobre un 3% de los ingresos consolidados en igual periodo (13,6% al cierre de 2022). Por su parte, los servicios de transporte, luego de representar un 87% de los ingresos del segmento en 2019, han significado una menor proporción en los últimos tres años (0,8% y 0,1% del segmento y de los ingresos totales, respectivamente, a diciembre de 2022). Ello, en línea con la mayor concentración de ventas según país de destino evidenciada en los últimos periodos.

COMBUSTIBLE:

La compañía también participa en el abastecimiento de combustible a las empresas tercerizadas que trabajan en terreno para brindarles una mayor eficiencia en términos de logística. Este producto posteriormente es facturado y compensado con los servicios recibidos.

Los ingresos de esta unidad de negocios han presentado una tendencia creciente en los últimos años evaluados, pasando desde Gs. 535 millones en 2019 hasta los Gs. 4.954 millones en 2022, con una participación relativa que se ha elevado desde un 0,4% de los ingresos totales a un 4,2% entre igual periodo.

EXPOSICIÓN A RIESGOS AGRÍCOLAS, AL PRECIO DE LOS PRODUCTOS E INSUMOS Y A LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DEL CAMBIO

Dentro de los principales factores que afectan a los negocios relacionados a los rubros agrícolas están los climáticos y fitosanitarios, que pueden afectar la producción tanto propia como de terceros, influyendo en la disponibilidad y precio de las cosechas en la industria, generando la posibilidad de fuertes desajustes entre oferta y demanda.

Adicionalmente, los precios de exportación de productos considerados *commodities* pueden evidenciar una alta volatilidad, en función de diversos factores, tales como la posición del tipo de cambio, las variaciones de los precios de mercado y la competencia imperante entre los diferentes productores y compradores.

En el caso de las exportaciones del Paraguay, las ventas de arroz han evidenciado una trayectoria relativamente creciente tanto en términos de volumen como de valor, aunque evidenciado un cierto grado de volatilidad, coherente con la industria agrícola. En términos de volumen, las exportaciones de arroz pasaron desde las 302 toneladas exportadas en el año 1995 hasta las 824.177 toneladas exportadas en 2022, con un *peak* de 902.757 toneladas exportadas en el año 2020.

Asimismo, en términos de valor (FOB), las exportaciones por dicho producto alcanzaron los USD 293 millones en el año 2022, desde los USD 76 millones del año 1995, evidenciando su valor más alto en 2020 (USD 295 millones).

Por otro lado, los costos de Eladia están principalmente en guaraníes y gran parte de los ingresos consolidados corresponden a monedas extranjeras (55,8% de los ingresos totales a diciembre de 2022), por lo que la evolución de la paridad cambiaria afecta los retornos esperados de la compañía.

En cuanto a los costos de producción del sector agrícola, según información del BCP, durante el año 2022 el Índice de Precios al Productor (IPP) del sector acumuló un crecimiento del 20,4% y del 16% para productos nacionales e importados, respectivamente, cifras muy por sobre el crecimiento del índice general (8,9%). No obstante, durante los primeros meses de 2023 se ha evidenciado una normalización en términos de costos, con un IPP agrícola que, a abril de 2023, acumulaba un crecimiento del 0,3% para productos nacionales y una contracción del -0,8% para productos importados, lo que se compara positivamente con el avance acumulado del índice general (0,9%).

PLAN ESTRATÉGICO CENTRADO EN DISMINUIR RIESGOS CLIMÁTICOS

La compañía operó por más de 10 años en la ciudad de San Juan Bautista, departamento de Misiones (Núcleo 1), donde sus fuentes hídricas dependían principalmente del Río Tebicuary, el que ha presentado una importante disminución de su caudal en los últimos años. Con motivo de lo anterior, la compañía definió un plan estratégico con foco en migrar hacia zonas que le permitan asegurar mayores fuentes hídricas, disminuyendo la exposición al riesgo climático.

De esta manera, en 2020 la compañía comenzó a sembrar en la ciudad de Villa Oliva, departamento de Ñeembucú (Núcleo 2). Esta operación está ubicada en la cuenca del Río Paraguay, a cerca de 120 kilómetros de Asunción, presentando una capacidad de hasta 5.284 hectáreas sembradas.

Adicionalmente, en 2022 inició el proyecto Núcleo 3, ubicado en la ciudad de Villeta, departamento Central, a aproximadamente 55 kilómetros de Asunción. Esta operación también es alimentada por el Río Paraguay y contaría con una capacidad de hasta 6.300 hectáreas para la zafra 2023/2024.

De esta forma, la zafra 2022/2023 estaba compuesta por 4.822 hectáreas de terrenos asociadas al Núcleo 2 y 4.953 hectáreas del Núcleo 3, mientras que el Núcleo 1 se encuentra con cese de operaciones.

Cabe destacar que el Río Paraguay brinda acceso directo desde puertos de Brasil a Nueva Palmira en Uruguay. Adicionalmente, tanto el Núcleo 2 como el Núcleo 3 cuentan con acceso a la zona denominada "Corredor Logístico de Sudamérica" y se encuentran asentados sobre la ruta Villeta-Alberdi, lo que facilita el transporte de la mercadería por vía terrestre.

ACOTADA DIVERSIFICACIÓN DE CLIENTES Y DE CANALES DE VENTA EN PRINCIPAL UNIDAD DE NEGOCIOS

En términos de facturación, las ventas de arroz de la compañía se encuentran concentradas en empresas industrializadoras y empaquetadoras, las que a través de sus propios canales de distribución llegan al consumidor final. Sin embargo, actualmente la compañía se encuentra realizando las debidas diligencias con el objetivo de establecer su marca propia y poder diversificar sus canales de venta.

Históricamente, los principales clientes de Eladía que comercializan el arroz (y sus respectivas marcas) han sido Brasilia Alimentos S.A. (Solito Alimentos), Camil Alimentos Ltda. (Camil), Molinos El País S.A. (El País), Seagro S.A. (Bonito, Pura Vida y Seagro) y Villa Oliva Rice S.A. (Villa Oliva).

En cuanto a la concentración de las ventas, al cierre de 2022, los cinco mayores clientes de la compañía representaban un 73,6% de las ventas, mientras que los mayores diez representaban un 91,8%, evidenciando una acotada diversificación.

PARTICIPACIÓN EN SOCIEDADES QUE NO CONSOLIDAN PERMITEN MITIGAR PRESIONES DE PRINCIPAL UNIDAD DE NEGOCIOS EN TÉRMINOS DE UTILIDADES

Junto con sus unidades de negocios, la compañía ha mantenido una participación minoritaria en compañías que operan en negocios complementarios y que le permiten, en términos de utilidades, un mayor grado de diversificación.

Actualmente la compañía posee el 50% del capital accionario de Eladiagro S.A., sociedad que se dedica principalmente al cultivo de arroz. Además, mantiene el 33,3% de la propiedad de Aerolink S.A., empresa que ofrece servicios de fumigación y riego; el 33,3% de Agroalianza S.A., entidad industrializadora de productos de arroz; y el 33,3% de Madeira S.A., la que participa en el rubro de combustibles, venta de alimentos y transporte de cargas.

Respecto de lo anterior, entre los años 2017 y 2019 la compañía evidenció un incremento relevante en el ítem inversiones en entidades vinculadas, el que representó entre un 30,4% y un 43,1% de los activos totales (entre un 51,1% y un 71,2% de los activos no corrientes, entre los mismos años). No obstante, en 2020 la compañía vendió el 50% de la propiedad que mantenía sobre Villa Oliva Rice S.A. a Rice Paraguay S.A., por lo que las inversiones en entidades vinculadas pasaron a representar un 5,5% de los activos totales (12,5% de los activos no corrientes).

En línea con lo anterior, a marzo de 2023, las inversiones en entidades vinculadas alcanzaban los Gs. 31.634 millones, representando un 9,5% y un 20,2% de los activos totales y los activos no corrientes, respectivamente.

Las inversiones en entidades vinculadas le han permitido a la compañía compensar presiones sobre las utilidades de su principal línea de negocios en ciertos periodos. En efecto, en tres de los últimos seis años dichas utilidades permitieron resultados de última línea positivos (2018, 2020 y 2021).

ADECUADA PARTICIPACIÓN DE MERCADO EN INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA

La producción agrícola en Paraguay presenta un alto grado de competencia, con participación de grandes y pequeños productores, los que se encuentran concentrados en arroz de riego. Respecto de esto último, el sistema de secano, característico de la producción campesina, ha presentado una tendencia marcadamente a la baja en los últimos años.

En términos de extensión, el cultivo de arroz entre 2010 y 2020 se incrementó de forma relevante a nivel nacional, pasando de poco menos de 60.000 hectáreas plantadas a cerca de 180.000 hectáreas plantadas.

En el mercado internacional, la compañía compite con grandes productores y acopiadores, destacando como competidores directos compañías de Brasil, Argentina, Uruguay o Paraguay.

En 2022, en la exportación de arroz según Caparroz, Eladía fue la 11ª mayor compañía de exportación del Paraguay, con un volumen cercano a las 29.000 toneladas, lo que representó cerca de un 3,4% de lo producido y exportado por el sector. A igual periodo, fue la cuarta mayor exportadora de arroz integral, la 10ª mayor exportadora de arroz con cáscara y la 21ª mayor exportadora de arroz quebrado.

NIVELES DE INVENTARIO HAN PRESENTADO UNA TENDENCIA CRECIENTE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

En los últimos periodos los niveles de inventario de la compañía han evidenciado una tendencia creciente, alcanzando los Gs. 130.512 millones a marzo de 2023, con un índice de días de inventario que alcanzaba a cerca de 641, estando por sobre lo presentado históricamente por la compañía.

A igual periodo, este estaba compuesto principalmente por mercaderías (50,7%), mientras que el porcentaje restante estaba asociado a productos en proceso (43,4%) y materias primas (5,9%).

BAJO NIVEL DE PROVISIONES CON UN ALTO NIVEL DE COBRANZA

Como política financiera, la compañía considera como moroso a aquel deudor que presenta un atraso de un día para el pago de la factura.

En los últimos años, la cartera bruta ha evidenciado un alto grado de volatilidad, con un mínimo de Gs. 20.895 millones en 2022 y un *peak* de Gs. 30.677 millones en 2021. Asimismo, la cartera en mora (considera cartera normal, en gestión de cobro y en gestión de cobro judicial) ha estado entre Gs. 740 millones y Gs. 11.472 millones.

Al primer trimestre de 2023, la cartera bruta alcanzaba los Gs. 29.464 millones, registrando un incremento del 41% respecto de diciembre de 2022. A igual periodo, la cartera en mora mayor a 90 días representaba un 18,6% de la cartera bruta total (3,6% a diciembre de 2022) y un 5,9% de los ingresos de los últimos 12 meses (0,8% al cierre del año anterior).

Por otro lado, Eladia mantiene débiles indicadores de cobertura, con una política que considera provisionar únicamente deudores en gestión de cobro judicial (con el 100%). De esta manera, a marzo de 2023, la compañía no contaba con cartera provisionada.

Cabe destacar, no obstante, que la sociedad ha presentado históricamente un alto nivel de cobranza. Así, no ha presentado mora mayor a 365 días para todo el periodo evaluado.

CONSUMO MUNDIAL DE CEREALES PRESENTARÁ UN CRECIMIENTO MODERADO EN LOS PRÓXIMOS AÑOS

La demanda y el consumo mundial de alimentos, en particular de productos agrícolas, está determinada por un conjunto de elementos tales como la evolución demográfica, el ingreso disponible de los hogares y los precios de los alimentos. Adicionalmente, la demanda por alimentos también se ve influenciada por cambios socioculturales y de estilos de vida, como la urbanización, así como la mayor conciencia de los consumidores en la relación entre la dieta, salud y sostenibilidad.

A su vez, otro factor que determina los niveles de consumo es la implementación de políticas públicas, que pueden alterar el precio de los productos agrícolas y los hábitos de consumo.

Por otro lado, la demanda por productos agrícolas también se ve condicionada por sus usos no alimentarios, como forraje y para usos industriales (principalmente biocombustibles y como insumos para la industria química).

A nivel mundial, según estimaciones de la OECD y la FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) se prevé que la demanda mundial de productos básicos agrícolas se incrementará en un 1,1% anual durante el periodo 2022-2032, cifra por debajo del crecimiento observado en el decenio anterior (2% anual). Al respecto, se espera que una desaceleración del crecimiento de la demanda de China y de otros países de ingresos medios.

En línea con lo anterior, el aumento proyectado se encuentra asociado principalmente por el crecimiento demográfico. En particular, la mayor parte de la demanda adicional vendrá de regiones de alto crecimiento demográfico como África subsahariana, Asia meridional, Cercano Oriente y África del Norte.

Para los cereales, se espera que la demanda mundial crezca a una tasa cercana a la mitad de la presentada en la década pasada. Sin embargo, para el caso particular del arroz, se espera que el consumo mundial aumente un 1,1% anual, al igual que en los últimos 10 años. Considerando lo anterior, se espera que el uso alimentario promedio per cápita de arroz aumente en un 1 kilogramo, hasta los 55 kilogramos al año, aunque para América Latina y el Caribe se proyecta que se mantenga relativamente estable en torno a los 27 kilogramos por año.

POSICION FINANCIERA

AJUSTADA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Mejoría en los resultados, tras las presiones del año 2021

Los resultados de Eladia dan cuenta de una alta volatilidad para todo el periodo evaluado, lo que se encuentra relacionado a los riesgos intrínsecos al negocio, como la exposición al riesgo climático y fitosanitario, la variación de los precios internacionales y la evolución de la paridad cambiaria.

Adicionalmente, en los últimos periodos evaluados, los resultados de la compañía reflejan la implementación de su plan estratégico en curso el que, entre otros aspectos, consideró el cambio de la operación agrícola desde la ciudad de San Juan Bautista (Núcleo 1) a la ciudad de Villa Oliva (Núcleo 2) y Villeta (Núcleo 3), con el objetivo de asegurar mejores recursos hídricos y mitigar parte de los riesgos climáticos.

A diciembre de 2022, los ingresos consolidados de Eladia alcanzaron los Gs. 119.204 millones, registrando una disminución del 5,3% respecto de diciembre de 2021 (Gs. 125.924). Esto, asociado a la disminución en los ingresos del negocio agrícola (-17,2% anual), lo que no pudo ser compensado por los mayores ingresos de los negocios de prestación de servicios y combustible, con avances del 180,6% y 242,1%, respectivamente.

No obstante, a igual periodo, las menores presiones inflacionarias, en particular sobre los precios de agroquímicos y fertilizantes, y sobre los costos de logística, resultaron en una disminución anual del 13,4% en la estructura de costos, alcanzando los Gs. 107.499 millones. Este último monto incluye costos de producción de una sola vez, que corresponden a proyectos y mejoras realizadas a terrenos en el año 2021. Sin considerar esto último, la estructura de costos de la compañía evidenciaría una disminución anual del 22,5%.

De esta forma, a diciembre de 2022, la generación de Ebitda de la compañía fue de Gs. 21.490 millones (Gs. 5.634 millones a diciembre de 2021), con un margen Ebitda del 18% (4,5% a diciembre de 2021).

Los resultados del primer trimestre se encuentran influenciados por el ciclo del negocio de la compañía, con una estructura de costos afectada por el tiempo de cosecha y con ingresos concentrados en los últimos meses de cada año. De esta forma, si bien a marzo de 2023 la compañía presenta ingresos operacionales, estos representan una porción menor de los ingresos anualizados.

Consecuentemente con lo anterior, a marzo de 2023 la compañía presentaba una generación de Ebitda deficitaria (Gs. -1.729 millones).

Por otro lado, la capacidad de generación interna de flujos de la compañía también refleja las características intrínsecas del negocio, así como sus riesgos asociados, resultando en una alta volatilidad para todo el periodo evaluado. En efecto, la capacidad de pago de Eladia (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado de intereses (FCNOA) sobre deuda financiera) ha promediado un 15,9% en los últimos seis años, con un mínimo de 8,6% al cierre de 2021 y un *peak* de 24,7% a diciembre de 2022.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Menor nivel de endeudamiento respecto de años anteriores

Hasta el año 2019, la compañía presentaba un alto nivel de endeudamiento financiero, el que se encontraba asociado a la adquisición de participaciones minoritarias en otras sociedades, al financiamiento del plan de inversiones y a los requerimientos de capital de trabajo. No obstante, en 2020 Eladia vendió el 50% de la propiedad que mantenía sobre Villa Oliva Rice S.A. a Rice Paraguay S.A., cancelando los préstamos por inversión.

De esta forma, el *stock* de deuda financiera pasó desde los Gs. 186.305 millones a diciembre de 2019 hasta los Gs. 101.582 millones a diciembre de 2020. Entre igual periodo, el *leverage* financiero pasó desde 2,5 veces a 1,2 veces.

Posteriormente, la deuda financiera de la compañía se ha mantenido por debajo de lo presentado en años anteriores, alcanzando, a marzo de 2023, los Gs. 90.097 millones. Esta, se encontraba asociada en un 91,4% a préstamos con instituciones financieras y en un 8,6% a préstamos con accionistas. A su vez, esta se

encontraba ligada principalmente a capital de trabajo e inversiones en maquinaria y mejoras de campos propios y de terceros (88,3%).

A igual periodo, el *stock* de deuda financiera se encontraba estructurado en un 55,3% en el mediano plazo.

Respecto de los indicadores de cobertura crediticia, estos presentan una alta volatilidad para todo el periodo evaluado, en función de la evolución de la generación de Ebitda y del *stock* de deuda financiera. A marzo de 2023, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaba las 4,5 veces, manteniéndose relativamente estable respecto de diciembre de 2022 (4,4 veces) y por debajo del promedio registrado entre 2017 y 2021 (9 veces).

Asimismo, el indicador de cobertura de gastos financieros alcanzaba las 2,3 veces, lo que si bien se encuentra por debajo de lo presentado a diciembre de 2022 (2,8 veces) se mantiene por sobre lo evidenciado entre 2017 y 2021 (1,5 veces promedio).

Feller Rate, en atención al plan estratégico implementado en los últimos periodos, espera que la compañía evidencie una menor volatilidad en su capacidad de generación operacional, lo que, en conjunto con una adecuada política de endeudamiento, resultaría en una mayor estabilidad de los principales indicadores crediticios respecto de lo presentado en los últimos años por la compañía.

Por otra parte, cabe destacar que la compañía mantiene contratos de codeudoría suscritos con empresas vinculadas. En particular, mantiene un contrato con Aerolink S.A. y con Agroalianza S.A., cuyos saldos ascendían, a diciembre de 2022, a Gs. 369 millones y Gs. 101 millones, respectivamente.

LIQUIDEZ: SUFICIENTE

A marzo de 2023, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Suficiente" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs. 476 millones y una generación de flujos de la operación que, en los últimos 12 meses, alcanzaba los Gs. 25.818 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 40.239 millones, de los cuales gran parte están asociados a capital de trabajo operativo.

Adicionalmente, incorpora un reparto de dividendos que, en términos efectivos, se ha mantenido por debajo del 25% para cada periodo, sin reparto durante el último ejercicio.

A su vez, considera menores requerimientos de financiamiento ante el plan estratégico en curso, el que estaría centrado en mantenimiento.

NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL

Calificado en “BBB-py/Estables”

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS

Actualmente, Eladia S.A. se encuentra en proceso de emisión de un nuevo programa global de bonos corporativos, cuyos fondos serán utilizados para la reestructuración de pasivos.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD1

El monto total del programa es de USD 3,0 millones, con plazos entre los 365 y 2.555 días (1 y 7 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de fondos estará restringido a la reestructuración de pasivos, conforme al desglose especificado en el prospecto de emisión.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

Se prevé la posibilidad de rescate anticipado, de acuerdo con lo establecido en la Resolución N° 1.013/11 de la BVPASA. Así, el Directorio de Eladia tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los títulos de deuda emitidos en las series afectadas, teniendo en cuenta la situación financiera de la sociedad.

La estructura del bono contempla una codeudoría solidaria de los principales accionistas (Mario Milano Bergallo y Marlon Figueiredo Marques), sin impacto en la calificación crediticia.

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar. 2023
Ingresos Ordinarios	107.087	94.549	123.917	156.497	125.924	119.204	13.661
Ebitda ⁽¹⁾	10.412	8.977	34.601	53.682	5.634	21.490	-1.729
Resultado Operacional	9.507	8.062	33.555	51.971	1.818	11.705	-3.979
Gastos Financieros	-13.879	-13.121	-15.766	-19.040	-5.965	-7.720	-1.549
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	8.160	-817	7.367	2.979	4.127	18.911	333
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	30.639	27.636	22.845	28.617	56.583	28.941	13.110
Flujo Caja Neto Operacional Ajustado (FCNOA)	23.548	27.367	20.962	9.377	6.219	23.964	13.110
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	22.398	21.058	18.390	20.756	52.872	18.714	13.110
Inversiones en Activos fijos Netas	-19.206	-13.156	-5.131	-1.128	-18.244	-41.467	-10.320
Flujo de Caja Libre Operacional	3.192	7.903	13.259	19.628	34.628	-22.753	2.790
Dividendos pagados	-151	-297	-2.540	-518	-634		
Flujo de Caja Disponible	3.041	7.606	10.719	19.110	33.994	-22.753	2.790
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	3.041	7.606	10.719	19.110	33.994	-22.753	2.790
Variación de Capital Patrimonial		405			2.450		
Variación de Deudas Financieras	-3.150	-3.756	-7.050	-18.370	-38.831	23.473	-4.439
Otros Movimientos de Financiamiento	78	-2.524	-4.353	-1.174	2.852		
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-31	1.730	-685	-433	465	720	-1.649
Caja Inicial	115	84	1.815	1.130	696	1.162	2.125
Caja Final	84	1.815	1.130	696	1.162	1.881	476
Caja y equivalentes	84	1.815	1.130	696	1.162	1.881	476
Cuentas por Cobrar Clientes	32.504	38.616	36.671	28.094	32.424	38.621	36.909
Inventario	60.974	59.108	77.905	98.270	106.281	119.443	130.512
Deuda Financiera	121.506	122.445	186.305	101.582	72.666	96.885	90.097
Activos Totales	225.702	259.496	348.550	253.389	252.231	307.581	332.336
Pasivos Totales	176.931	209.890	274.240	170.992	163.609	192.876	217.297
Patrimonio + Interés Minoritario	48.771	49.606	74.310	82.398	88.622	114.705	115.038

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar. 2023
Margen Bruto	18,4%	19,7%	37,9%	44,9%	23,1%	37,3%	22,8%
Margen Operacional (%)	8,9%	8,5%	27,1%	33,2%	1,4%	9,8%	-29,1%
Margen Ebitda (%)	9,7%	9,5%	27,9%	34,3%	4,5%	18,0%	-12,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	16,7%	-1,6%	9,9%	3,6%	4,7%	16,5%	21,2%
Costo/Ventas	81,6%	80,3%	62,1%	55,1%	76,9%	62,7%	77,2%
Gav/Ventas	9,6%	11,2%	10,8%	11,7%	21,7%	27,4%	51,9%
Días de Cobro	109,3	147,0	106,5	64,6	92,7	116,6	113,1
Días de Pago	210,9	381,8	318,1	257,2	292,5	403,7	359,6
Días de Inventario	251,3	280,2	364,6	410,0	395,2	574,9	640,9
Endeudamiento total	3,6	4,2	3,7	2,1	1,8	1,7	1,9
Endeudamiento financiero	2,5	2,5	2,5	1,2	0,8	0,8	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	2,5	2,4	2,5	1,2	0,8	0,8	0,8
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	11,7	13,6	5,4	1,9	12,9	4,5	4,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	11,7	13,4	5,4	1,9	12,7	4,4	4,5
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	0,8	0,7	2,2	2,8	0,9	2,8	2,3
FCNO / Deuda Financiera (%)	19,4%	22,4%	11,3%	9,2%	8,6%	24,7%	28,7%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	19,4%	22,7%	11,3%	9,3%	8,7%	25,2%	28,8%
Liquidez Corriente (vc)	0,7	0,7	0,7	1,6	1,4	1,2	1,2

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

Emisión de Bonos Corporativos

Programa USD1

Valor total de la emisión	3.000.000 de dólares
Fecha de registro	07.02.2023
Plazo de vencimiento	Desde 365 días a 2.555 días
Conversión	No Contempla
Garantía	Quirográfica
Codeudoría solidaria	De los principales accionistas (Mario Milano Bergallo y Marlon Figueiredo Marques)

Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 1 de agosto de 2023.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 31.03.2023.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Av. Brasilia 236 c/José Berges, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 200633 // Fax: (595) 21 200633 // Email: info@feller-rate.com.py

Entidad	Calificación Local	
Eladia S.A.	Solvencia	BBB-py
	Bonos USD1	BBB-py
	Tendencia	Estable

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en:

➤ www.feller-rate.com.py

Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pyproceso.pdf>

Nomenclatura

BBB: Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

Descripción general de la información empleada en el proceso de calificación

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

El Consejo deja constancia que en el proceso de evaluación de las entidades calificadas no se desarrollaron auditorías de los estados financieros. No obstante, con una periodicidad anual o según lo amerite la situación, Feller Rate revisa y analiza en terreno los procedimientos de crédito, con particular énfasis en los procedimientos de control y cuantificación del riesgo. Este análisis incluye, entre otros, la revisión de manuales operativos, manuales de crédito y de garantías e informes de auditoría y de control interno. Asimismo, incluye la revisión de una muestra de carpetas de crédito con el objetivo de verificar el cumplimiento de los procedimientos y evaluar la información disponible sobre los deudores en las diversas instancias de la gestión crediticia.

Vistos todos los puntos considerados y por acuerdo de todos los miembros del Consejo, se levantó la sesión a las 11:30 horas, designándose como firmantes a los Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil.

EDUARDO FERRETTI
CONSEJERO

ESTEBAN PEÑAILILLO
CONSEJERO

MARÍA BETSABÉ WEIL
CONSEJERO