

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 279 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 16:00 horas del 17 de febrero de 2022, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo Menares 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 la siguiente calificación:

Entidad	Calificación Actual	
Aleman Paraguayo Canadiense S.A.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G3 y USD3	BBB+py
	Bonos USD4	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 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
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

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.

ALEMÁN PARAGUAYO CANADIENSE S.A.

FUNDAMENTACIÓN

La clasificación "BBB+py" asignada a la solvencia y bonos de Alemán Paraguayo Canadiense S.A. (ALPACASA) refleja un Perfil de Negocios "Adecuado" y una Posición Financiera "Intermedia".

ALPACASA, fundada en 1998 tiene como principales actividades la extracción, destilación, acopio, comercialización y exportación de aceites esenciales y la intermediación o *trading* de granos orgánicos y convencionales. Adicionalmente, participa en la comercialización de composiciones de biomasa, leña y químicos.

Los resultados de la compañía registran un alto grado de volatilidad para todo el periodo evaluado, lo que considera las migraciones de su actividad productiva a la empresa vinculada Aromafield S.A. entre los años 2016 y 2018. Además, la evolución de los resultados refleja las volatilidades a las que están sujetas la oferta y la demanda de sus principales actividades. A su vez, al ser una sociedad netamente exportadora, se ven influenciados por las variaciones en la paridad cambiaria.

A septiembre de 2021, los ingresos de ALPACASA registraron un aumento del 8,8% con relación al tercer trimestre del año anterior, alcanzando los Gs\$ 59.022 millones. Ello, impulsado principalmente por los ingresos provenientes del negocio de aceites esenciales, lo que permitió que el margen Ebitda se incrementara hasta un 21,1% (16,1% a septiembre de 2020).

El plan estratégico implementado por la compañía en los últimos periodos evaluados estuvo enfocado en solventar el crecimiento esperado para el negocio de acopio y comercialización de granos, resultando en un mayor nivel de deuda financiera respecto de años anteriores. Respecto de lo anterior, durante 2020 la compañía realizó la emisión de los programas de emisión global de bonos G3 y USD3 por Gs\$ 20.000 millones y US\$ 1,6 millones, respectivamente.

Consecuentemente con lo anterior, a septiembre de 2021, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los Gs\$ 40.288 millones. El mayor nivel de deuda financiera fue compensado levemente por el incremento en el capital patrimonial, resultando en un incremento del indicador de endeudamiento financiero hasta la 1,0 vez al tercer trimestre de 2021 (0,5 veces promedio entre 2016 y 2019).

Respecto de los indicadores de cobertura, la mayor generación de Ebitda compensó, en parte, el mayor nivel de deuda financiera. En particular, al tercer trimestre de 2021, la compañía registró una relación de deuda financiera neta a Ebitda de 1,9 veces y una cobertura de gastos financieros de 2,6 veces, lo que si bien se compara negativa con el promedio presentado entre 2016 y 2019 (1,5 veces y 3,4 veces, respectivamente), representa una mejora respecto de lo exhibido al cierre de 2020 (2,6 veces y 2,1 veces, respectivamente).

A septiembre de 2021, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Suficiente" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs\$ 5.810 millones y una generación de flujos de la operación que ha presentado valores deficitarios en los últimos años, ante los mayores requerimientos de capital de trabajo, aunque presentado una positiva evolución en lo que va del año 2021. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo

por Gs\$ 10.195 millones. Adicionalmente, incorpora un reparto de dividendos que, en términos efectivos, se ha mantenido por sobre el 50% en los últimos años.

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de inscripción del Programa de Emisión Global USD4 con un plazo máximo de 3.650 días (10 años) y por un monto máximo de US\$ 10 millones. Los fondos a recaudar serán destinados al refinanciamiento de pasivos financieros, adquisición de activos fijos y para solventar los requerimientos de capital de trabajo.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Considera la realización del actual plan estratégico de la compañía, el que será financiado mediante un mix con mayor proporción de deuda financiera, resultado en presiones transitorias sobre los indicadores crediticios. Ello, será mitigado, en gran parte, por la mayor capacidad de generación de fondos proyectada.

Por otro lado, incorpora que la compañía continuará evidenciando una adecuada calidad de su cartera de crédito y un adecuado manejo de los niveles de inventarios, en función de su nivel de actividad.

Adicionalmente, considera que la compañía mantendrá las actividades productivas asociadas a la comercialización de aceites esenciales dentro de la compañía.

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.

Respecto de lo anterior, Feller Rate continuará monitoreando los efectos estructurales que tendrá el avance del brote COVID-19 a nivel global y su implicancia sobre los principales aspectos de incidencia en la clasificación crediticia de Alemán Paraguayo Canadiense S.A.

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

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN**PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO**

- Participación en industrias con un alto grado de competencia a nivel global y expuestas al desempeño de la industria agrícola.
- Industria agrícola intensiva en capital de trabajo.
- Riesgo crédito acotado, pero con nulo nivel de provisiones para la cartera en gestión de cobro.
- Alta concentración de clientes en términos de venta.
- Exposición al riesgo agrícola y a las variaciones en el tipo de cambio.
- Exposición de precios internacionales.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

- Mayor nivel de deuda esperado generará presiones transitorias sobre los indicadores crediticios.
- Márgenes operacionales han presentado una relativa estabilidad en los últimos años.
- Recuperación de la capacidad de generación de flujos de la operación, tras presiones derivadas del plan de inversiones.
- Suficiente posición de liquidez.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

Alemán Paraguayo Canadiense S.A. (ALPACASA), fundada en 1998 bajo la dirección de David Janz Reimer, se dedicaba inicialmente a la construcción de estructuras metálicas y la venta de madera de construcción en el área metropolitana de Asunción. Posteriormente, luego de un proceso de reestructuración, el foco de negocios de la entidad se trasladó a la extracción, destilación, acopio, comercialización y exportación de aceites esenciales, centrándose, en los últimos años, en la intermediación o *trading* de granos orgánicos.

Adicionalmente, participa en la comercialización de composiciones de biomasa, leña y químicos.

Actualmente, ALPACASA cuenta con dos sucursales alquiladas ubicadas en Luque y Ciudad del Este, además de la casa matriz emplazada en Asunción.

CONTINGENCIAS ANTE EL AVANCE DEL BROTE COVID-19

Durante 2020, se evidenció un avance relevante del brote COVID-19 a nivel global, ante lo cual las autoridades del Paraguay decretaron una serie de medidas orientadas a prevenir el contagio. Entre ellas se encontraban la declaración del Estado de Emergencia Sanitaria, cierre de fronteras, cancelación de operaciones de vuelos comerciales, suspensión de toda actividad social que conlleve aglomeración de personas y el aislamiento preventivo con desplazamientos restringidos a actividades indispensables, entre otras medidas.

Dichas restricciones fueron flexibilizadas de forma gradual con el paso de los meses, lo que permitió la reanudación de las operaciones de múltiples industrias.

La crisis global (la más significativa desde la crisis financiera del año 2008) resultó en un retroceso anual del 0,6% en la actividad económica nacional, con efectos dispares entre los múltiples sectores, con un mayor impacto sobre las actividades que requieren de una mayor interacción social. Según el Informe de Política Monetaria de marzo de 2021 del Banco Central de Paraguay (BCP), los sectores que más sufrieron debido a la pandemia durante 2020 fueron Servicios (-3,3%) y Manufactura (-0,5%).

Respecto de lo anterior, se ha evidenciado una tendencia favorable a partir del segundo semestre de 2020, la que ha continuado durante los primeros dos trimestres de 2021, como consecuencia de una mejora de la situación sanitaria y una mayor reapertura de la economía. De esta manera, la actividad nacional evidenció un crecimiento interanual del 0,5% y 14,5% en el primer y segundo trimestre de 2021, respectivamente. Este último, impulsado por los sectores de Construcción (34,8%), Ganadería, Forestal, Pesca y Minería (18,7%), Manufacturas (16,5%) y Servicios (16,3%), lo que compensó las caídas en los sectores de Electricidad y Agua (-10,5%), y Agricultura (-5,2%), afectado por los menores niveles de producción de soja, maíz, trigo, arroz, y la caña de azúcar, a consecuencia de los problemas climáticos.

Para el año en curso, según el Informe de Política Monetaria de septiembre de 2021 elaborado por el BCP, se espera una expansión de la actividad económica del 4,5%, con una contracción esperada para el sector primario (Agricultura, Ganadería y Forestal, Pesca y Minería) del 3,2% y un crecimiento para el sector secundario (Manufactura, Construcción y Electricidad y Agua) y terciario (Gobierno Central, Comercio y Otros Servicios) del 4,6% y 6,3%, respectivamente.

En el caso particular de ALPACASA, desde el inicio de la pandemia sus actividades fueron declaradas esenciales, permitiendo una operación relativamente normal aun en los periodos de mayores restricciones a la movilidad. Respecto de lo anterior, la compañía implementó las medidas sanitarias pertinentes para prevenir los contagios.

Sin embargo, aun cuando la compañía no se ha visto impactada de forma relevante a raíz de la crisis sanitaria, Feller Rate continuará monitoreando los efectos de mediano y largo plazo de la pandemia sobre la economía global y nacional y sus efectos tanto sobre el perfil de negocios como en la posición financiera de la entidad.

DIVERSIFICACIÓN DE ÁREAS DE NEGOCIOS

La compañía agrupa sus actividades principalmente en cuatro líneas de negocios: Granos, Aceites Esenciales, Composiciones y Biomás.

Históricamente, la principal actividad de la compañía había sido la extracción, comercialización y exportación de aceites esenciales de Petit Grain, Palo Santo, Vetiver y Cabreuva, entre otros, la que representó por sobre un 50% de los ingresos consolidados hasta el año 2019. Al respecto, a diciembre de 2020, pese al incremento en los ingresos del segmento (7,6% anual), su participación relativa disminuyó hasta el 37,5% (43,9% a septiembre de 2021).

Cabe destacar que en términos de márgenes ésta continúa siendo la línea más importante de ALPACASA.

En línea con lo descrito anteriormente, desde el año 2015 la compañía ha complementado la extracción de aceites esenciales con el acopio y procesamiento de granos convencionales y orgánicos de Chía y Sésamo, como parte de su estrategia de reorientación de negocios, presentado, en términos de ingreso, un incremento en su importancia relativa en los últimos años. En efecto, el negocio de granos de la entidad pasó de representar un 28,7% de los ingresos en 2017 a un 50,5% al cierre de 2020 (41,6% al tercer trimestre de 2021).

Adicionalmente, la compañía participa en el segmento de composiciones, el que considera la asesoría técnica y la distribución a nivel nacional de aditivos, ingredientes, materia prima, insumos naturales y sintéticos de marcas internacionales en las industrias de cuidado personal y del hogar, limpieza industrial e institucional, alimenticia, nutrición animal, construcción y asfaltos, y tratamiento de aguas negras.

Los ingresos asociados a dicho segmento han evidenciado un constante crecimiento desde el año 2017, no obstante, con una participación relativa volátil, pasando desde un *peak* del 16,3% en 2018 a un 8,4% al cierre de 2020 (11,7% a septiembre de 2021).

En el negocio de biomasa, ALPACASA comercializa chips, briquetas y astillas como fuente de energía con pocos residuos para la industria nacional. Los ingresos de esta división han exhibido una tendencia a la baja en los últimos periodos, representando un 3,0% del total a diciembre de 2020 (1,8% durante los primeros nueve meses del año en curso).

De forma complementaria, la compañía percibe otros ingresos producto principalmente de la venta de vanas, maquinaria y alquileres, entre otros (0,7% de los ingresos a diciembre de 2020).

VENTAS CONCENTRADAS EN EL NEGOCIO INTERNACIONAL

Las principales líneas de negocios de la compañía se destinan principalmente al mercado internacional, mientras que los negocios de composiciones y biomasa están concentrados en su totalidad

en el mercado nacional. De esta manera, a nivel consolidado, más del 80% de los ingresos provienen de los mercados de exportación (80,5% a septiembre de 2021).

En el negocio de aceites esenciales más del 95% de los ingresos provienen de las exportaciones (97,7% al tercer trimestre de 2021), destacando como principales destinos Estados Unidos de Norteamérica, Inglaterra, Alemania, Francia, Italia, España, Suiza, Taiwán, Japón e India.

Por su parte, la porción destinada al negocio internacional en el segmento de granos representó, al 30 de septiembre de 2021, un 91,7% de los ingresos del segmento. Respecto de lo anterior, el sésamo es exportado principalmente a Asia, mientras que la chía está dirigida a Estados Unidos de Norteamérica, Canadá, Australia y Europa.

ALTA CONCENTRACIÓN DE CLIENTES EN TÉRMINOS DE VENTAS EN SUS PRINCIPALES LÍNEAS DE NEGOCIOS

En términos de facturación, ALPACASA registra una acotada diversificación de clientes en los principales segmentos de negocios en los que participa. En efecto, considerando los últimos 12 meses, los mayores cinco clientes en la división de aceites esenciales representaron un 68,9% de los ingresos a septiembre de 2021.

Asimismo, en el negocio de asociado al acopio y comercialización de granos, los cinco mayores clientes representaban un 47,4% de las ventas anualizadas a septiembre del año en curso.

Por su parte, en el negocio de composiciones, la compañía evidencia una mayor diversificación de clientes en términos de venta. En dicha división, al tercer trimestre de 2021, los cinco mayores clientes concentraban un 29,5% de las ventas totales de los últimos 12 meses.

ACOTADOS NIVELES DE PREVISIONES, CON BAJO RIESGO DE CARTERA DE CRÉDITO

ALPACASA entrega créditos directos a sus clientes, los que representaron, a septiembre de 2021, un 92,5% de las ventas consolidadas (incorpora ventas por mercadería y servicios). Para la venta a crédito, la entidad cuenta con una estructura administrativa y políticas explícitas para su gestión, donde los montos asociados a los cheques diferidos pendientes de cobro son descontados del total disponible de las líneas habilitadas hasta el momento que sean depositados y acreditados en cuenta.

Respecto de lo anterior, durante 2020, la entidad creó un comité de crédito para las ventas nacionales que habilita líneas disponibles para los clientes que cumplan con los requisitos establecidos.

En relación con las políticas para el tratamiento de los clientes morosos, la empresa considera como moroso a aquel deudor que presenta un atraso de ocho días para el pago de la factura. A partir de ese momento el sistema interno no permite realizar nuevas compras a los clientes en mora y se inicia un seguimiento con cobranza directa a través de cada vendedor.

Durante el año 2019, la cartera bruta de la compañía, que considera cartera al día, vencida, en gestión de cobro interno y en gestión de cobro judicial, evidenció un importante crecimiento, pasando desde los Gs\$ 2.766 millones en 2018 hasta los Gs\$ 14.456 millones, manteniéndose en niveles por sobre lo registrado en años anteriores. En línea con lo anterior, a septiembre de 2021, la cartera bruta alcanzaba los Gs\$ 13.501 millones, registrando un incremento de un 2,8% respecto del cierre de 2020. Ésta, estaba compuesta principalmente por deudores por ventas al exterior (91,4%) y el porcentaje restante por deudores por ventas locales.

Al tercer trimestre de 2021, la cartera en gestión de cobranza (con mora mayor a 90 días y menor a 365 días) alcanzó los Gs\$ 1.785 millones, esto es, un 41% mayor respecto de diciembre de 2020. Ésta, representaba un 13,2% de la cartera bruta total (9,6% al cierre de 2020). Por su parte, a igual periodo, la compañía no presentaba cartera en gestión de cobro judicial (con mora mayor a un año).

Por otro lado, ALPACASA mantiene débiles indicadores de cobertura, con una política que considera provisionar únicamente deudores en gestión de cobro judicial (con el 100%).

RELEVANTE INCREMENTO EN LOS NIVELES DE INVENTARIO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Desde el año 2017, la compañía ha evidenciado un relevante incremento en los niveles de inventario, en particular entre los años 2018 y 2020, donde se exhibió un incremento promedio del 127,5%. De esta forma, el stock de inventario pasó desde los Gs\$ 1.859 millones en 2017 hasta los Gs\$ 21.357 millones en 2020.

A diciembre de 2020, el inventario estaba conformado principalmente por el ítem de productos terminados (74,2%), seguido por mercaderías (16%), productos en proceso (5,7%), materia prima (2,6%), mercaderías en curso (0,8%) y materiales (0,8%).

Por su parte, durante los primeros tres trimestres del año 2021, el incremento en los niveles de venta resultó en una disminución de los niveles de inventario del 5,5%, con una disminución del 47,8% en el ítem de productos terminados. Consecuentemente, los días de inventario pasaron desde los 159,2 al cierre de 2020 hasta los 142,83 al primer semestre del año en curso.

INSTALACIONES PRODUCTIVAS Y RED LOGÍSTICA

ALPACASA cuenta con un parque industrial ubicado en la ciudad de Jejui-Liberación, en el departamento de San Pedro, donde se encuentran emplazadas sus actividades productivas.

Actualmente, ALPACASA cuenta con una planta procesadora de granos con una capacidad instalada de hasta 93 toneladas en prelimpieza y 85 toneladas de granos limpios por semana, con maquinarias que agregan valor al producto final como el Selector Óptico de granos.

Asimismo, para la producción de aceites esenciales la entidad cuenta con una planta con una capacidad instalada de hasta 4.500 toneladas al año.

Respecto de lo anterior, la capacidad actual con que cuenta ALPACASA les permitiría solventar el crecimiento esperado para los próximos años.

La compañía cuenta con un Departamento de Terminación y Calidad, cuyas funciones consisten en optimizar la producción, desarrollar nuevos productos y buscar fuentes alternativas de crecimiento.

Por otra parte, para la distribución de aceites esenciales, la compañía cuenta con un acuerdo comercial con ALPACASA BV, quien tiene una oficina ubicada en Holanda. Asimismo, para la distribución de granos en el mercado norteamericano, la entidad cuenta con un acuerdo comercial con ALPACASA USA Corp. Ambas sociedades están ligadas al accionista mayoritario.

PLAN DE INVERSIONES CON FOCO EN LA INTEGRACIÓN HACIA EL RECURSO

En los últimos años, el plan de negocios de la compañía ha estado centrado en la reorientación estratégica, a través de la cual, desde el año 2015, complementaron su principal actividad con el acopio y procesamiento de granos orgánicos. Consecuentemente con lo anterior, entre los años

2019 y 2020, ALPACASA realizó una serie de inversiones en su planta industrial para aumentar la capacidad instalada, con el objeto de solventar el crecimiento esperado para los próximos años.

Asimismo, la compañía ha impulsado la unidad de negocios de Composiciones, a través de la importación y comercialización de insumos y materia prima para varios segmentos, como el sector de Alimentos, Cuidado Personal y Cuidado del Hogar.

Actualmente, el plan estratégico de la compañía incorpora el desarrollo de una nueva oficina corporativa y la incorporación de estancias para aumentar la integración hacia el recurso, entre otros proyectos. Dicho plan, implicaría requerimientos de financiamiento por aproximadamente US\$ 2 millones.

INDUSTRIAS INFLUENCIADAS POR CAMBIOS SOCIOECONÓMICOS A NIVEL GLOBAL

La demanda y el consumo mundial de alimentos, en particular de productos agrícolas (entre ellos las oleaginosas) está determinada por un conjunto de elementos tales como la evolución demográfica, la urbanización, el ingreso disponible de los hogares, las preferencias de los consumidores, los precios, las políticas públicas y múltiples factores sociales.

A nivel mundial, según estimaciones de la OECD y la FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) se espera que el crecimiento demográfico se mantenga como impulsor dominante de la demanda de productos básicos agrícolas. A su vez, como resultado del desarrollo económico mundial, se prevé que los gastos en alimentos per cápita en todos los grupos de ingresos aumentarán en términos absolutos. No obstante, lo anterior considera que a medida que los ingresos se incrementan, la propensión de las personas a gastar su dinero en alimento disminuye.

Por otro lado, también se considera dentro de las estimaciones la mayor conciencia de los consumidores en la relación entre la dieta y la salud, lo que se espera que aumente el consumo de opciones saludables.

Por su parte, se espera un crecimiento relevante en la demanda global por aceites esenciales para los próximos años, lo que estaría influenciado por factores como las mejoras en los niveles de vida esperadas, el aumento en los ingresos disponibles de los hogares, el incremento de la demanda de productos asociados a la aromaterapia y un mayor uso de las farmacéuticas para aplicaciones medicinales.

En el caso de las exportaciones del Paraguay, las ventas de semillas de sésamo al exterior han evidenciado una trayectoria volátil tanto en términos de volumen como de valor. En términos de valor (FOB), las exportaciones por dicho producto alcanzaron los US\$ 100 millones en el año 2008 desde los US\$ 0,1 millones observados en el año 1994, evidenciando una disminución hasta los US\$ 20 millones al año 2017. Posteriormente, las exportaciones exhibieron un gradual incremento, alcanzando los US\$ 62 millones al cierre de 2020.

Las exportaciones nacionales del resto de las semillas y frutos oleaginosos han evidenciado una menor volatilidad, evidenciando una trayectoria relativamente creciente entre los años 1994 y 2020, en los que las exportaciones en términos FOB pasaron desde los US\$ 0,3 millones hasta los US\$ 56 millones.

Por su parte, las exportaciones nacionales de aceites esenciales y resinoides se mantuvieron en niveles cercanos a los US\$ 7,5 millones y US\$ 11 millones entre los años 1994 y 2009, evidenciando un mayor nivel en los años posteriores, con un promedio, en términos FOB, de US\$ 17,7 millones entre 2010 y 2020 (US\$ 19,5 millones a diciembre de 2020).

INDUSTRIAS ALTAMENTE COMPETITIVAS

La compañía participa en industrias que presentan un alto grado de competencia, con múltiples factores que inciden en la determinación de los niveles de oferta y demanda a nivel global.

En la comercialización de granos de sésamo y chíá, según estimaciones de la compañía, presentan una participación en el mercado nacional de un 5% y 10%, respectivamente, compitiendo con empresas como Seeds Oils, Dulsan Orgánica y Shirosawa.

En el mercado internacional, la compañía compite con grandes productores y acopiadores, destacando como competencia directa a los provenientes de Bolivia, México o India.

Por su parte, en el segmento de aceites esenciales la compañía presenta una baja competencia a nivel nacional, presentando una participación de mercado cercana al 30% (estable en los últimos años). Respecto de lo anterior, sus competidores corresponden a la Cooperativa Chotitzer Ltda., Amigo y Ardití S.A. y Wilhem S.A.

En el mercado de exportación (98,2% de los ingresos del segmento de aceites esenciales al cierre de 2020) la compañía compite con grandes productores de múltiples orígenes. Al respecto, durante 2020 destacan como mayores exportadores países como Francia, Estados Unidos de Norteamérica, Alemania, Singapur, Irlanda, Corea del Sur, Japón, Reino Unido, China e Italia, los que concentran el 62,5% de las exportaciones a nivel global (en comparación al 0,01% que representa la industria del Paraguay en su totalidad).

EXPOSICIÓN A RIESGOS AGRÍCOLAS, VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO Y AL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS

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 de la producción 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.

Por otro lado, los costos de ALPACASA están principalmente en guaraníes y gran parte de los ingresos consolidados corresponden a monedas extranjeras (80,5% de las ventas por mercaderías al tercer trimestre de 2021), 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 2021 el Índice de Precios al Producto (IPP), elaborado de forma mensual, ha evidenciado un crecimiento promedio del 1,6% para productos nacionales y del 0,8% para productos importados, con una mayor aceleración al tercer trimestre del año (4,8% y 2,1% promedio para productos nacionales e importados, respectivamente).

POSICION FINANCIERA

INTERMEDIA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Mejoría en los resultados a raíz del incremento en los niveles de actividad

Los resultados de Alemán Paraguayo Canadiense S.A. evidencian una alta volatilidad para todo el periodo evaluado, lo que considera las migraciones de su actividad productiva a la empresa vinculada Aromafield S.A. entre los años 2016 y 2018.

Adicionalmente, la evolución de los resultados refleja las volatilidades a las que están sujetas la oferta y la demanda de sus principales actividades. A su vez, al ser una sociedad netamente exportadora, sus resultados consolidados se ven influenciados por las variaciones en la paridad cambiaria.

A diciembre de 2020, los ingresos consolidados de la entidad alcanzaron los Gs\$ 76.801 millones, registrando un incremento del 44% respecto de diciembre de 2019. Esto, explicado principalmente por el incremento en las ventas de granos (94,7%) y, en menor medida, por el positivo desempeño evidenciado en los segmentos de aceites esenciales y composiciones, con variaciones anuales del 7,6% y 81,3%, respectivamente, lo que permitió más que compensar la disminución en los ingresos del negocio de biomasa (-2,7% anual).

En igual periodo, la generación de Ebitda alcanzó los Gs\$ 14.044 millones, esto es, un 38,2% mayor a lo presentado a diciembre de 2019. El menor crecimiento respecto de los ingresos resultó en un margen Ebitda del 18,3% (19,1% al cierre de 2019), en línea con la mayor participación relativa del segmento de granos, el que presenta menores márgenes operacionales que la actividad asociada a aceites esenciales.

A septiembre de 2021, los ingresos de ALPACASA registraron un aumento del 8,8% con relación al tercer trimestre del año anterior, alcanzando los Gs\$ 59.022 millones. Ello, impulsado principalmente por los ingresos provenientes del negocio de aceites esenciales, lo que permitió que el margen Ebitda se incrementara hasta un 21,1% (16,1% a septiembre de 2020).

Por otro lado, durante los primeros nueve meses de 2021, destaca la recuperación en la capacidad de generación de flujos de la operación evidenciada por la compañía, alcanzando los Gs\$ 10.575 millones, lo que se compara positivamente con la generación deficitaria presentada durante 2019 y 2020, producto del fuerte incremento en los niveles de inventarios y la mayor proporción de venta a crédito. Así, la capacidad de pago de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) sobre deuda financiera) alcanzó, en términos anuales, un 35% (-7% a diciembre del año anterior).

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Mayor nivel de endeudamiento financiero respecto de años anteriores

Históricamente, la compañía había presentado una política de endeudamiento relativamente conservadora, en función, mayoritariamente, de los requerimientos de capital de trabajo. Ello, había resultado en bajos niveles de deuda, manteniendo un indicador de endeudamiento financiero, entre los años 2016 y 2019, en torno a las 0,5 veces.

No obstante, el plan estratégico implementado por la compañía en los últimos periodos evaluados, enfocado en solventar el crecimiento esperado para el negocio de acopio y comercialización de granos, resultó en un mayor nivel de deuda financiera. Respecto de lo anterior, durante 2020 la compañía realizó la emisión de los programas de emisión global de bonos G3 y USD3 por Gs\$ 20.000 millones y US\$ 1,6 millones, respectivamente.

Dichas emisiones fueron colocadas durante el año 2020 y fueron utilizadas para el refinanciamiento de pasivos financieros hacia el largo plazo (en el caso del programa de bonos USD3) y para solventar los mayores requerimientos de capital de trabajo (en el caso del programa de bonos G3).

Consecuentemente, a septiembre de 2021, el stock de deuda financiera alcanzaba los Gs\$ 40.288 millones. Éste, estaba conformado principalmente por bonos corporativos (98%) y, el porcentaje restante, por créditos bancarios y líneas de capital de trabajo. A su vez, se encontraba estructurado principalmente en el mediano plazo (74,7%).

A igual periodo, el stock de deuda financiera (excluyendo intereses) estaba denominado principalmente en guaraníes (62,8%) y, en menor medida, en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica (37,2%).

El mayor nivel de deuda financiera ha sido compensado levemente por el incremento en el capital patrimonial, resultando en un incremento del indicador de endeudamiento financiero hasta la 1,0 vez al tercer trimestre de 2021.

Respecto de los indicadores de cobertura, la mayor generación de Ebitda antes mencionada compensó, en parte, el mayor nivel de deuda financiera. En particular, al tercer trimestre de 2021, la compañía registró una relación de deuda financiera neta a Ebitda de 2,0 veces y una cobertura de gastos financieros de 2,6 veces, lo que si bien se compara negativa con el promedio presentado entre 2016 y 2019 (1,5 veces y 3,4 veces, respectivamente), representa una mejora respecto de lo exhibido al cierre de 2020 (2,6 veces y 2,1 veces, respectivamente).

Feller Rate espera que, ante el plan estratégico en curso, ALPACASA evidencie en el corto plazo un incremento en los niveles de deuda financiera, con *peak* hacia el año 2023 con alrededor de Gs\$ 75.000 millones. Ello, sería mitigado, en parte, por la mayor generación de fondos proyectada, lo que resultaría en la mantención de indicadores de cobertura en rangos acorde con la clasificación de riesgo actual.

LIQUIDEZ: SUFICIENTE

A septiembre de 2021, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Suficiente" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs\$ 5.810 millones y una generación de flujos de la operación que ha presentado valores deficitarios en los últimos años, ante los mayores requerimientos de capital de trabajo, aunque presentado una positiva evolución en lo que va del año 2021. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 10.195 millones.

Adicionalmente, incorpora un reparto de dividendos que, en términos efectivos, se ha mantenido por sobre el 50% en los últimos años.

A su vez, considera mayores requerimientos de financiamiento ante el plan estratégico en curso, el que sería solventado, mayoritariamente, con el programa de emisión de bonos en proceso de inscripción.

NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL

Clasificado en “BBB+py/Estables”

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS

Actualmente, Alemán Paraguayo Canadiense S.A. se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa global de bonos corporativos, cuyos fondos serán utilizados para la reestructuración de pasivos financieros, inversiones en activos fijos y para solventar capital de trabajo.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD4

El monto total del programa es de US\$ 10 millones, con plazos entre los 365 y 3.650 días (1 y 10 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 financieros (50%), inversiones de activo fijo (hasta un 30%) y para requerimientos de capital de trabajo (hasta un 20%).

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

PRINCIPALES RESGUARDOS

- Derecho de los bonistas a ejecutar inmediatamente la deuda en casos de incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros.
- Deber de informar al representante de obligaciones ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros.
- Prohibición de emitir nuevos bonos con mejores privilegios (salvo para el caso de cancelar los bonos que se emitan en esta oportunidad).

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2016	2017	2018	2019	2020	Sep. 2020	Sep. 2021
Ingresos Ordinarios	32.179	24.932	12.926	53.343	76.801	54.259	59.022
Ebitda ⁽¹⁾	7.134	3.088	3.013	10.164	14.044	8.731	12.475
Resultado Operacional	6.257	2.092	1.911	8.398	12.679	7.292	11.919
Ingresos Financieros						199	38
Gastos Financieros	-1.392	-1.189	-1.114	-3.351	-6.690	-2.553	-2.673
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.300	47	817	5.899	7.785	4.938	8.143
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	7.887	4.946	3.906	-4.702	-2.837	-8.724	8.050
Flujo Caja Neto Operacional Ajustado (FCNOA)	7.887	4.946	3.906	-4.702	-2.837	-6.439	10.575
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	6.613	4.687	3.152	-5.701	-5.951	-8.714	8.147
Inversiones en Activos fijos Netas	-2.030	4.231	-1.355	-2.102	-3.739	-3.644	-3.758
Flujo de Caja Libre Operacional	4.583	8.918	1.796	-7.803	-9.690	-12.359	4.388
Dividendos pagados	-1.250	-2.125	-192	-813	-3.000	-2.496	-3.445
Flujo de Caja Disponible	3.333	6.793	1.604	-8.617	-12.690	-14.855	944
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	3.333	6.793	1.604	-8.617	-12.690	-16.063	-436
Variación de Capital Patrimonial		-5.525					
Variación de Deudas Financieras	-725	-4.386	-2.883	9.814	17.881	18.687	-42
Otros Movimientos de Financiamiento			72	-349	-46	199	38
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.609	-3.117	-1.207	848	5.144	2.822	-439
Caja Inicial	1.973	4.582	1.464	257	1.105	1.105	6.250
Caja Final	4.582	1.464	257	1.105	6.250	3.927	5.810
Caja y equivalentes	4.582	1.464	257	1.105	6.250	3.935	5.810
Cuentas por Cobrar Clientes	4.956	4.893	2.750	14.453	14.014	12.427	13.601
Inventario	5.438	1.859	4.988	10.801	21.357	19.732	20.183
Deuda Financiera	12.304	8.114	4.697	12.623	42.796	44.462	40.288
Activos Totales	34.580	28.495	34.455	55.156	84.742	82.291	89.132
Pasivos Totales	14.266	9.648	7.268	22.261	47.063	47.590	46.811
Patrimonio + Interés Minoritario	20.315	18.847	27.186	32.894	37.679	34.701	42.322

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

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

INDICADORES FINANCIEROS							
	2016	2017	2018	2019	2020	Sep. 2020	Sep. 2021
Margen Bruto	38,9%	31,7%	39,2%	37,5%	37,1%	34,5%	35,4%
Margen Operacional (%)	19,4%	8,4%	14,8%	15,7%	16,5%	13,4%	20,2%
Margen Ebitda (%)	22,2%	12,4%	23,3%	19,1%	18,3%	16,1%	21,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	21,2%	0,3%	3,0%	17,9%	20,7%	23,1%	26,0%
Costo/Ventas	61,1%	68,3%	60,8%	62,5%	62,9%	65,5%	64,6%
Gav/Ventas	19,5%	23,3%	24,4%	21,8%	20,6%	21,1%	15,2%
Días de Cobro	55,4	70,6	76,6	97,5	65,7	59,5	60,0
Días de Pago	23,6	17,5	76,0	58,9	18,3	17,3	24,4
Días de Inventario	99,6	39,3	228,4	116,6	159,2	148,5	142,8
Endeudamiento total	0,7	0,5	0,3	0,7	1,2	1,4	1,1
Endeudamiento financiero	0,6	0,4	0,2	0,4	1,1	1,3	1,0
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	0,2	0,4	1,0	1,2	0,8
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,7	2,6	1,6	1,2	3,0	3,2	2,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,1	2,2	1,5	1,1	2,6	2,9	1,9
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	5,1	2,6	2,7	3,0	2,1	4,0	2,6
FCNO / Deuda Financiera (%)	64,1%	61,0%	83,2%	-37,2%	-6,6%	-10,3%	35,2%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	102,1%	74,4%	88,0%	-40,8%	-7,8%	-11,3%	41,1%
Liquidez Corriente (vc)	2,6	2,1	1,7	1,5	7,0	7,0	3,1

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

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

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa G3	Programa USD3	Programa USD4
Valor total de la emisión	20.000 millones de guaraníes	1.600.000 de dólares	10.000.000 de dólares
Fecha de registro	09.01.2020	09.01.2020	En proceso
Plazo de vencimiento	Desde 730 a 2.190 días	Desde 730 a 2.190 días	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	G3	G3	G3	G3
Monto de la emisión	4.000 millones de guaraníes	4.000 millones de guaraníes	4.000 millones de guaraníes	4.000 millones de guaraníes
Plazo	733 días	1.097 días	1.433	1.797 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Variable	Variable
Tasa de Interés Anual	11,75%	12%	12,5%	12,65%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5
Al amparo de la emisión	G3
Monto de la emisión	4.000 millones de guaraníes
Plazo	2.161 días
Pago de Intereses	Variable
Tasa de Interés Anual	13%
Amortización de Capital	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	USD3	USD3	USD3	USD3
Monto de la emisión	400.000 dólares	400.000 dólares	400.000 dólares	400.000 dólares
Plazo	915 días	1.279	1.615	1.979
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Variable	Variable
Tasa de Interés Anual	7%	7,25%	7,5%	7,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

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

Fecha de calificación: 17 de febrero 2022.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 30.09.2021.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Av. Gral Santos 487 c/ Avda. España, Asunción, Paraguay.

Tel: (595) 21 225485 // Email: info@feller-rate.com.py

Entidad	Calificación Local	
Aleman Paraguayo Canadiense S.A.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G3 y USD3	BBB+py
	Bonos USD4	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 clasificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

Descripción general de la información empleada en el proceso de calificación

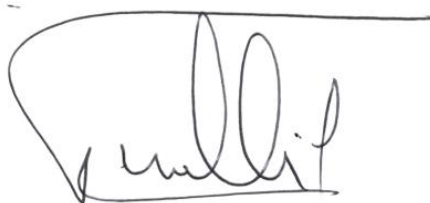
La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

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

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.

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 16:30 horas, designándose como firmantes a los Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo Menares y María Betsabé Weil.



EDUARDO FERRETTI
CONSEJERO



ESTEBAN PEÑAILILLO
CONSEJERO



MARÍA BETSABÉ WEIL
CONSEJERO