

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 336 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE  
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 12:00 horas del 14 de diciembre 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
Alemán 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 ingredientes y materia prima, y biomasa.

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 2022, los ingresos de ALPACASA registraron un aumento del 30,5% con relación al tercer trimestre del año anterior, alcanzando los Gs\$ 76.626 millones. Ello, impulsado principalmente por los ingresos provenientes del negocio de aceites esenciales, lo que permitió que el margen Ebitda presentara una leve disminución, pese a las fuertes presiones inflacionarias del periodo.

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. A su vez, durante 2022 realizó la emisión del programa de emisión global de bonos USD4 por US\$ 10 millones (de los cuales colocó US\$ 5,7 millones).

Consecuentemente con lo anterior, a septiembre de 2022, el stock de deuda financiera alcanzaba los Gs\$ 92.115 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 1,8 vez al tercer trimestre de 2022 (0,5 veces promedio entre 2016 y 2019).

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 2022, la compañía registró una relación de deuda financiera neta a Ebitda de 4,0 veces y una cobertura de gastos financieros de 4,9 veces.

A septiembre de 2022, la compañía contaba con una liquidez calificada como “Suficiente” por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs\$ 2.127 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. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 22.106 millones. Adicionalmente, incorpora un reparto de dividendos que, en términos efectivos, se ha mantenido por sobre el 50% en los últimos años.

## TENDENCIA: ESTABLE

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

ESCENARIO DE ALZA: Se considera de baja probabilidad 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 genera presiones transitorias sobre los indicadores crediticios.
- Márgenes operacionales han presentado una relativa estabilidad en los últimos años.
- Presiones sobre la capacidad de generación de flujos, a raíz de los mayores requerimientos de capital de trabajo.
- 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 ingredientes y materia prima, y biomasa.

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

## DIVERSIFICACIÓN DE ÁREAS DE NEGOCIOS

La compañía agrupa sus actividades principalmente en cuatro líneas de negocios: Granos, Aceites Esenciales, Ingredientes y Materia Prima, y Biomasa.

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. Posteriormente, pese al incremento en los ingresos del segmento, su participación relativa disminuyó hasta cerca de un 40% (37,5% y 39,1% a diciembre de 2020 y diciembre de 2021, respectivamente).

Cabe destacar que en términos de márgenes esta 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 ingresos, un incremento en su importancia relativa en los últimos años. En particular, el negocio de granos de la entidad pasó de representar un 28,7% de los ingresos en 2017 a cerca de un 50% de los ingresos consolidados (50,5% y 46,5% al cierre de 2020 y 2021, respectivamente).

Adicionalmente, la compañía participa en el segmento de ingredientes y materia prima, 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 11,3% al cierre de 2021 (8,4% a diciembre de 2020).

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 1,6% del total a diciembre de 2021 (3,0% a igual periodo del año anterior).

De forma complementaria, la compañía percibe otros ingresos producto principalmente de la venta de vanas, maquinaria y alquileres, entre otros (1,4% de los ingresos a diciembre de 2021).

## 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 ingredientes y materia prima, 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 (83,2% a diciembre de 2021).

En el negocio de aceites esenciales más del 95% de los ingresos provienen de las exportaciones (97,2% al cierre 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 31 de diciembre de 2021, un 94,2% 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.

## — DETERIORO EN LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En los últimos meses, las presiones inflacionarias que han afectado a la mayoría de las regiones a nivel global, el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, y las restricciones implementadas para mitigar el avance de los contagios en China han generado un deterioro en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

Respecto de lo anterior, según cifras del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre de 2022, elaborado por el Banco Central del Paraguay (BCP), durante el año en curso la actividad mundial evidenciaría un crecimiento del 2,9%, mientras que Estados Unidos, los socios comerciales del Paraguay y la Eurozona lo harían en un 1,6%, 2,4% y 3%, respectivamente.

A su vez, en 2023, la economía global presentaría un avance del 2,5%, mientras que Estados Unidos, los socios comerciales del Paraguay y la Eurozona crecerían un 0,7%, 0,8% y 0,2%, respectivamente. Dichas proyecciones se encuentran por debajo de lo presentado en el IPoM de junio de 2022 (3,2%, 1,9%, 1,5% y 1,4%, respectivamente).

Por otro lado, se mantiene un alto grado de incertidumbre en el entorno internacional, lo que podría deteriorar aún más el crecimiento esperado para la actividad mundial. Esto, en el caso de darse presiones inflacionarias más persistentes, un mayor deterioro en las condiciones globales y/o un escalamiento en el conflicto entre Rusia y Ucrania, entre otros factores.

Ante lo anterior, Feller Rate se mantendrá monitoreando la evolución de la demanda de los productos de Alpaca, y su efecto sobre el perfil de negocios y sobre la posición financiera de la entidad.

## — MANTENCIÓN DE PROYECCIONES DE CRECIMIENTO PARA LA ECONOMÍA DEL PARAGUAY

En el contexto nacional, según cifras del IPoM de septiembre de 2022 (BCP), las proyecciones de crecimiento para 2022 se mantuvieron relativamente estables (en torno al 0,2%), no obstante, con una recomposición sectorial. Al respecto, en el sector primario se mantienen las tasas de crecimiento negativas para la agricultura (-13%) y la ganadería (-2,5%), mientras que en el sector secundario se ajustó al alza la estimación para la manufactura, a la vez que la proyección para el sector construcción se corrigió a la baja.

Dentro de los principales riesgos para la actividad del Paraguay se encuentra la evolución del clima. En consideración a lo anterior, si bien el clima de los últimos meses ha beneficiado a los cultivos de soja, maíz y trigo, aún se encuentra latente el riesgo de una sequía que podría tener implicaciones negativas sobre la actividad nacional, la demanda interna, las exportaciones y el tipo de cambio.

### 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, a diciembre de 2021, los mayores cinco clientes en la división de aceites esenciales representaron un 61,5% de los ingresos del segmento.

Asimismo, en el negocio de asociado al acopio y comercialización de granos, los cinco mayores clientes representaban un 44,4% de las ventas individuales a diciembre del año 2021.

Por su parte, en el negocio de ingredientes y materia prima, la compañía evidencia una mayor diversificación de clientes en términos de venta. En dicha división, al cierre del año 2021, los cinco mayores clientes concentraban un 26,9% de las ventas totales del segmento.

### ACOTADOS NIVELES DE PREVISIONES, CON ADECUADO RIESGO DE CARTERA DE CRÉDITO

ALPACASA entrega créditos directos a sus clientes, los que representaron, a septiembre de 2022, un 93,5% 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 2022, la cartera bruta alcanzaba los Gs\$ 22.346 millones, registrando un incremento de un 14% respecto del cierre de 2021. Ésta, estaba compuesta principalmente por deudores por ventas al exterior (92,3%) y el porcentaje restante por deudores por ventas locales.

Al tercer trimestre de 2022, la cartera en gestión de cobranza (con mora mayor a 90 días y menor a 365 días) alcanzó los Gs\$ 3.925 millones, esto es, un 119,9% mayor respecto de septiembre de 2021. Ésta, representaba

un 19,3% de la cartera bruta total (13,2% al tercer trimestre del año anterior). 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 prever 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 había 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 2021, los niveles de inventario disminuyeron en línea con la mayor actividad que presentó la entidad, alcanzando los Gs\$ 16.334 millones (incorpora inventarios no corrientes). Esto, resultó en que los días de inventario alcanzaran los 114,9 (159,2 a diciembre de 2020).

A igual periodo, el *stock* de inventario presentó un cambio importante en su composición. De esta forma, el ítem de productos terminados alcanzó un 46,7% (74,2% al cierre de 2020), mientras que mercaderías, productos en proceso y mercaderías en proceso representaron un 35,5%, 10,2% y un 6,4%, respectivamente (16%, 5,7% y 0%, respectivamente, a igual periodo del año anterior).

En contrapartida, durante primeros nueve meses del año en curso la compañía presentó un relevante incremento en los niveles de inventarios, asociado principalmente al acopio de granos. De esta forma, a septiembre de 2022, el *stock* de inventario alcanzó los Gs\$ 44.270 millones, registrando un crecimiento del 171% respecto del cierre de 2021. Respecto de lo anterior, el ítem que presentó la mayor variación fue el de productos en proceso, el que pasó a representar un 63,4% del total (10,2% a diciembre del año anterior).

## 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. Este, incorpora una planta procesadora de granos con una capacidad instalada de hasta 93 toneladas en prelimpieza y 166 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 450 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.

Durante 2021, las inversiones de la compañía estuvieron centradas en la adquisición de maquinaria para generar mayores eficiencias y agregar valor a su producto final. En particular, durante el periodo la entidad adquirió una máquina para esterilizar chía y una peladora y tostadora de sésamo, las que implicaron una inversión de aproximadamente US\$ 850 mil y US\$ 700 mil, respectivamente. La primera de estas fue financiada mediante crédito con el proveedor a un año plazo, mientras que la segunda se pagó con flujos de la operación.

Asimismo, la compañía ha impulsado la unidad de negocios de Ingredientes y Materia Prima, 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 está enfocado en la integración hacia el recurso. Al respecto, durante el segundo trimestre de 2022 la compañía realizó la incorporación de estancias para para aumentar la integración hacia el recurso, entre otros proyectos. Dicha inversión, implicó requerimientos de financiamiento externo 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.

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, pero disminuyendo durante el año 2021 hasta los US\$ 52,8 millones, producto de las presiones climáticas que evidenció Paraguay durante el periodo.

Las exportaciones nacionales del resto de las semillas y frutos oleaginosos han evidenciado una menor volatilidad, evidenciando una trayectoria mayoritariamente creciente entre los años 1994 y 2021, en los que las exportaciones en términos FOB pasaron desde los US\$ 0,3 millones hasta los US\$ 69,9 millones.

Por otra 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 au-

mento 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.

A nivel nacional, las exportaciones nacionales de aceites esenciales y resinoides (perfume, cosmética y tocador) se mantuvieron en niveles cercanos a los US\$ 7,5 millones y US\$ 11 millones entre los años 1994 y 2009, evidenciado un mayor nivel en los años posteriores, con un promedio, en términos FOB, de US\$ 18,1 millones entre 2010 y 2021 (US\$ 22,6 millones a diciembre de 2021).

## 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 chí, 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 compete 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 Arditi S.A. y Wilhem S.A.

En el mercado de exportación (97,2% de los ingresos del segmento de aceites esenciales al cierre de 2021) la compañía compete con grandes productores de múltiples orígenes. Al respecto, durante 2021 destacaron como mayores exportadores países como Francia, Estados Unidos de Norteamérica, Alemania, Singapur, Corea del Sur, Japón, China, Italia, Reino Unido y España, los que concentran el 62,4% 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 (82% de las ventas por mercaderías al tercer trimestre 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, según información del BCP, durante los primeros 10 meses del año en curso el Índice de Precios al Productor (IPP) acumulaba un crecimiento del 7,2%. Al respecto, al analizar por industria se observa que el sector agrícola acumuló un encarecimiento del 12% y 12,4% para productos nacionales y productos importados, respectivamente.

## POSICION FINANCIERA

---

| INTERMEDIA

## RESULTADOS Y MÁRGENES:

| Relevante 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 2021, los ingresos consolidados de la entidad alcanzaron los Gs\$ 87.142 millones, registrando un incremento del 14% respecto de diciembre de 2020. Esto, explicado principalmente por el incremento en las ventas de granos (9,3%) y en las ventas de ingredientes y materia prima (41,6%) y, en menor medida, por el positivo desempeño evidenciado en los segmentos de otros (120,8%), lo que permitió más que compensar la disminución en los ingresos del negocio de granos (3,7% anual).

En igual periodo, la generación de Ebitda alcanzó los Gs\$ 20.264 millones, esto es, un 48,1% mayor a lo presentado a diciembre de 2020. El mayor crecimiento respecto de los ingresos se explica por las políticas de mitigación de incremento de costos y gastos de la operación que ha llevado a cabo la entidad y por la menor participación relativa del segmento de granos, el que presenta menores márgenes operacionales que la actividad asociada a aceites esenciales.

A septiembre de 2022, los ingresos de ALPACASA registraron un aumento del 30,5% con relación al tercer trimestre del año anterior, alcanzando los Gs\$ 76.626 millones. Ello, impulsado principalmente por los ingresos provenientes del negocio de aceites esenciales, lo que permitió que el margen Ebitda presentara una leve disminución, pese a las fuertes presiones inflacionarias del periodo.

Por otro lado, durante los primeros nueve meses de 2022, destaca las mayores presiones transitorias sobre la capacidad de generación de flujos de la operación, la que presentó niveles deficitarios. Ello, no obstante, se explica principalmente por el relevante incremento en los niveles de inventarios (119,3% respecto de igual periodo del año anterior). De esta forma, la capacidad de pago de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) sobre deuda financiera) fue, en términos anuales, del -15% (35% al tercer trimestre 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).

De igual manera, durante el año 2022 la entidad realizó la colocación de las series 1, 2, 3, 5, 7, 8, 9, 10 y 11 del programa de emisión global USD 4 por US\$ 5,7 millones (aproximadamente Gs\$ 40.000 millones). Los fondos provenientes de dichas colocaciones fueron utilizados para financiar el plan estratégico en curso de la compañía y los mayores requerimientos de capital de trabajo.

Consecuentemente, a septiembre de 2022, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los Gs\$ 92.115 millones. Éste, estaba conformado principalmente por bonos corporativos (88,6%) y, el porcentaje restante, por créditos

bancarios y líneas de capital de trabajo. A su vez, se encontraba estructurado principalmente en el mediano plazo (76%).

A igual periodo, el *stock* de deuda financiera (excluyendo intereses) estaba denominado principalmente en dólares de los Estados Unidos (78,7%) y, en menor medida, en guaraníes (21,3%).

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 1,8 vez al tercer trimestre de 2022.

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 2022, la compañía registró una relación de deuda financiera neta a Ebitda de 4,0 veces y una cobertura de gastos financieros de 4,9 veces.

Feller Rate espera que, ante el plan estratégico en curso, ALPACASA mantenga en el corto plazo mayores niveles de deuda financiera, con *peak* hacia el año 2023. 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 2022, la compañía contaba con una liquidez calificada como “Suficiente” por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs\$ 2.127 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. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 22.106 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 ha sido solventado, mayoritariamente, vía bonos corporativos.

**RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO**

Cifras en millones de guaraníes

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sep. 2021	Sep. 2022
Ingresos Ordinarios	32.179	24.932	12.926	53.343	76.454	87.142	58.736	76.626
Ebitda <sup>(1)</sup>	11.202	3.088	3.013	10.164	13.681	20.264	12.189	14.533
Resultado Operacional	10.325	2.092	1.911	8.398	12.315	19.542	11.633	13.737
Ingresos Financieros							38	
Gastos Financieros	-1.392	-1.189	-1.114	-3.351	-3.452	-3.571	-2.673	-3.733
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.300	47	817	5.899	7.785	14.531	8.143	7.886
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	7.887	4.946	3.906	-4.702	-5.951	19.855	8.050	-29.362
Flujo Caja Neto Operacional Ajustado (FCNOA)	7.887	4.946	3.906	-4.702	-2.837	23.292	10.575	-26.364
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	6.613	4.687	3.152	-5.701	-5.951	19.986	8.147	-29.356
Inversiones en Activos fijos Netas	-2.030	4.231	-1.355	-2.102	-3.739	-17.007	-3.758	-9.672
Flujo de Caja Libre Operacional	4.583	8.918	1.796	-7.803	-9.690	2.980	4.388	-39.028
Dividendos pagados	-1.250	-2.125	-192	-813	-3.000	-3.500	-3.445	-6.442
Flujo de Caja Disponible	3.333	6.793	1.604	-8.617	-12.690	-520	944	-45.471
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	3.333	6.793	1.604	-8.617	-12.690	-520	-436	-45.471

Variación de Capital Patrimonial		-5.525						
Variación de Deudas Financieras	-725	-4.386	-2.883	9.814	17.881	-35	-42	43.330
Otros Movimientos de Financiamiento			72	-349	-46	-64	38	-1.363
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.609	-3.117	-1.207	848	5.144	-619	-439	-3.503
Caja Inicial	1.973	4.582	1.464	257	1.105	6.250	6.250	5.631
Caja Final	4.582	1.464	257	1.105	6.250	5.631	5.810	2.127
Caja y equivalentes	4.582	1.464	257	1.105	6.250	5.631	5.810	2.127
Cuentas por Cobrar Clientes	4.956	4.893	2.750	14.453	14.014	19.598	13.601	22.346
Inventario	5.438	1.859	4.988	10.801	21.357	17.079	20.183	44.654
Deuda Financiera	12.304	8.114	4.697	12.623	42.796	39.375	40.288	92.115
Activos Totales	34.580	28.495	34.455	55.156	84.742	106.456	89.132	153.641
Pasivos Totales	14.266	9.648	7.268	22.261	47.063	57.746	46.811	103.477
Patrimonio + Interés Minoritario	20.315	18.847	27.186	32.894	37.679	48.710	42.322	50.164

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

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

#### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sep. 2021	Sep. 2022
Margen Bruto	38,9%	31,7%	39,2%	37,5%	36,8%	38,6%	35,1%	36,3%
Margen Operacional (%)	32,1%	8,4%	14,8%	15,7%	16,1%	22,4%	19,8%	17,9%
Margen Ebitda (%)	34,8%	12,4%	23,3%	19,1%	17,9%	23,3%	20,8%	19,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	21,2%	0,3%	3,0%	17,9%	20,7%	29,8%	26,0%	28,5%
Costo/Ventas	61,1%	68,3%	60,8%	62,5%	63,2%	61,4%	64,9%	63,7%
Gav/Ventas	6,8%	23,3%	24,4%	21,8%	20,7%	16,2%	15,3%	18,4%
Días de Cobro	55,4	70,6	76,6	97,5	66,0	81,0	60,2	76,6
Días de Pago	23,6	17,5	76,0	58,9	16,6	96,0	24,4	55,6
Días de Inventario	99,6	39,3	228,4	116,6	159,2	114,9	142,8	250,3
Endeudamiento total	0,7	0,5	0,3	0,7	1,2	1,2	1,1	2,1
Endeudamiento financiero	0,6	0,4	0,2	0,4	1,1	0,8	1,0	1,8
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	0,2	0,4	1,0	0,7	0,8	1,8
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	1,1	2,6	1,6	1,2	3,1	1,9	2,7	4,1

Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,7	2,2	1,5	1,1	2,7	1,7	2,3	4,0
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros(vc)	8,0	2,6	2,7	3,0	4,0	5,7	4,1	4,9
FCNO / Deuda Financiera (%)	64,1%	61,0%	83,2%	-37,2%	-6,6%	59,2%	35,2%	-14,8%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	102,1%	74,4%	88,0%	-40,8%	-7,8%	69,0%	41,1%	-15,2%
Liquidez Corriente (vc)	2,6	2,1	1,7	1,5	4,6	1,9	3,1	2,7

(\*) 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	21.03.2022
Plazo de vencimiento	Desde 730 a 2.190 días	Desde 730 a 2.190 días	Desde 365 a 2.555 días
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaría	Quirografaría	Quirografaría

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

**EMISIONES DE BONOS VIGENTES**

Serie 1

Serie 2

Serie 3

Serie 5

Al amparo de la emisión	USD4	USD4	USD4	USD4
Monto de la emisión	650.000 dólares	650.000 dólares	650.000 dólares	650.000 dólares
Plazo	733 días	910 días	1.092 días	1.456 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	5,35%	5,5%	5,65%	6%
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 7

Serie 8

Serie 9

Serie 10

Al amparo de la emisión	USD4	USD4	USD4	USD4
Monto de la emisión	650.000 dólares	650.000 dólares	600.000 dólares	600.000 dólares
Plazo	1.820 días	2.002 días	2.814 días	2.366 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral

Tasa de Interés Anual	6,4%	6,6%	6,8%	7,%
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 11

Al amparo de la emisión	USD4
Monto de la emisión	600.000 dólares
Plazo	2.548 días
Pago de Intereses	Trimestral
Tasa de Interés Anual	7,2%
Amortización de Capital	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

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

Fecha de calificación: 14 de diciembre 2022.

Tipo de reporte: Revisión anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2022.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

[www.feller-rate.com.py](http://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	
Alemán 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](http://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)

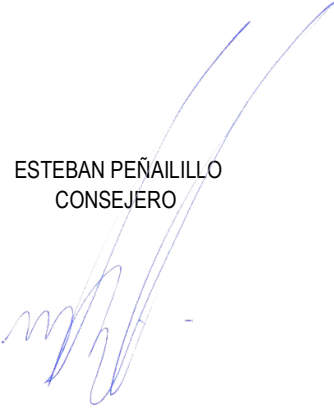
También incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

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 12:30 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