

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 04/11/2024
Rating Date 04/11/2024

Contacts

Lead analyst

Paula Faundez
paula.faundez@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de Agotzaina S.L y asigna por primera vez el rating de “BBB-”, con tendencia Estable.
- El rating otorgado se apoya principalmente en el sólido perfil financiero de la compañía, batiendo las estimaciones, donde destaca su controlado endeudamiento (DFN/EBITDA ajustado ~ 1,4x en promedio y FFO/NFD ~ 61%), una favorable cobertura de intereses (EBITDA/Intereses >10x en promedio) y la elevada capitalización (PN/DFT >150%). Además, se observa cómo la rentabilidad de la compañía y el sector ha aumentado gracias a la subida de precios y unos costes de insumos y energía más moderados.
- Por el contrario, la calificación se ve limitada por su elevada concentración del negocio por producto, ya que el huevo representó el 78,6% del EBITDA de 2023, así como geográfica, al registrar más del 80% de sus ventas en España. Además, al estar inmersa en una fuerte fase de crecimiento inorgánico, la compañía está expuesta a riesgos de integración que exigen un *management* ágil y experimentado, capaz de alinear rápidamente las nuevas adquisiciones con la estrategia y cultura corporativa para maximizar sinergias y evitar conflictos operativos.
- En línea con nuestra metodología, el sector alimentario tiene un riesgo ESG medio (sector *heatmap* entre 3,0 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta evaluación da lugar a un análisis sectorial que no afecta a su calificación. Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), resultando en una calificación que no se ve afectada por el perfil ESG a nivel de compañía.

Descripción de la Compañía

Agotzaina S.L., fundada en 1985 en Arbizu (Navarra), se presenta como una compañía agroalimentaria, siendo su *core business* la elaboración y comercialización de productos del sector avícola. Originariamente la compañía estaba especializada en productos derivados del huevo para uso industrial y huevos de puesta. Posteriormente ha ampliado su negocio hacia la comercialización de carne de pollo y cerdo así como la comercialización de frutales (fruta de hueso). La compañía se encuentra en pleno proceso de expansión, focalizando sus esfuerzos en mejorar su grado de integración vertical e incrementar su tamaño en un entorno marcado por la concentración sectorial. A cierre del ejercicio 2023, la compañía presentó una cifra de negocio de €612,5m (+28,9% YoY) con un EBITDA ajustado de €57,2m (margen EBITDA ajustado del 9,3%). El ratio DFN/EBITDA se situó en 1,4x.

Para la asignación del rating, se han tenido en cuenta las proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings basadas en nuestras valoraciones y el guidance facilitado por Agotzaina S.L. para el periodo 2024-2026. La compañía considera esta información como interna y confidencial por lo que no se ha reflejado en el informe.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector de altas barreras de entrada, con mejora en su rentabilidad y fuerte tendencia a la concentración que presenta unas perspectivas favorables.**

El sector del huevo en España presenta un escenario de crecimiento sostenido en rentabilidad, con un margen bruto que en los últimos cinco años ha pasado de 30,08€/100kg a 90€/100kg en la semana 26 de 2024, impulsado por la subida en el precio de los huevos, la reducción del coste del pienso y una mayor concentración empresarial. A pesar de esta mejora, las rentabilidades del sector continúan sujetas a una volatilidad media-alta debido a la dependencia de los precios de las materias primas, como el pienso, y los costes de electricidad y gas, necesarios para mantener condiciones óptimas en las explotaciones, si bien hasta ahora se han trasladado con éxito las subidas de costes al consumidor final. Las barreras de entrada son significativas, requiriendo un capital inicial considerable, conocimientos técnicos, una escala de producción que permita negociar con grandes distribuidores y el cumplimiento de crecientes regulaciones de bienestar animal. En este contexto, las perspectivas son positivas, con un consumo doméstico en ascenso y una tendencia hacia la consolidación que fortalece el poder de negociación del sector frente a las distribuidoras.

- Industria con un riesgo medio en términos de ESG.**

El sector presenta un riesgo medio en términos de ESG según nuestra metodología, con una calificación en el *heatmap* sectorial entre 3 y 3,5. El sector alimentario genera gases de efecto invernadero por los procesos de manufactura y de manera indirecta por el transporte y logística. Adicionalmente, el sector se enfrenta a desafíos significativos en la gestión de residuos. Este escenario implica costes adicionales, especialmente a raíz de regulaciones más estrictas relacionadas con la gestión de desechos. Las cadenas de suministro extensas, en especial aquellas con origen en mercados emergentes, pueden dar lugar a problemas de escasez de suministros, lo cual representa un riesgo

financiero y operativo. Además, la industria se encuentra con el reto de mejorar las condiciones sociales y/o ambientales de los proveedores. Por otro lado, la constante presión por la innovación y la necesidad de cumplir con regulaciones gubernamentales demanda recursos financieros adicionales.

Posicionamiento Competitivo

- **Una de las principales compañías del sector en España que impulsa su crecimiento mediante adquisiciones estratégicas.**

Agotzaina reporta una cuota de mercado en el huevo en cáscara a cierre de 2023 del 15% en España mientras que es líder en el subsegmento de huevo líquido con una cuota de casi el 40%. La compañía está creciendo inorgánicamente y realizando inversiones estratégicas para mejorar su posicionamiento, principalmente en el segmento del huevo. Se identifican como elementos diferenciadores y ventajas competitivas, su tamaño, que le otorga un poder negociador elevado frente a clientes, una capacidad de gestión ágil en el proceso de integración de las compañías adquiridas, la elevada capilaridad de su sistema de distribución, la diversificación geográfica de sus explotaciones avícolas (mayor flexibilidad ante potenciales impactos por enfermedades) así como las sinergias existentes en el proceso de comercialización de su portfolio de productos.

- **Fuerte concentración a nivel de producto y geografía, pero con una elevada diversificación de la base de clientes.**

La compañía concentra el 82,9% de su negocio en el sector avícola, representando la comercialización de huevos (líquido y en cáscara) el 44,5% de las ventas y la comercialización de carne de pollo y otras carnes el 38,4%. El resto proviene de venta de carne de cerdo y piensos en los que actúa de comercializador. Esta concentración se acentúa atendiendo a la generación de resultados, siendo el EBITDA generado por el negocio del huevo cercano al 80%, suponiendo por lo tanto un riesgo relevante, parcialmente mitigado por la buena dinámica reciente del producto (favorecido por los hábitos de consumo, subida de los precios y buen traslado de las subidas de costes al consumidor final). Por otra parte, destaca la amplia diversificación de su cartera de clientes, donde el Top-10 representa el 17% y su principal cliente únicamente el 3%. La tipología de clientes del huevo, son los grandes distribuidores nacionales, mientras que los clientes de carne (pollo y porcino) son distribuidores regionales de menor tamaño

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Empresa familiar en fase de crecimiento inorgánico que mantiene una prudente política financiera.**

Fundada y controlada por una familia, la compañía ha delegado la gestión en un equipo directivo cualificado y con *expertise* en el sector. La composición accionarial en los últimos ejercicios se ha abierto a nuevos socios, consecuencia de la aportación de activos a la sociedad, entre los que destaca la entrada de Calidad Pascual que mantiene una participación del 3,5% tras aportar una planta de huevo líquido en Aranda de Duero en 2022.

A pesar de que esta tipología de estructura de propiedad familiar atribuye un importante riesgo de concentración en la toma de decisiones, desde EthiFinance Ratings se valora de forma favorable la experiencia y vinculación con el negocio. No obstante, cabe destacar que este accionista mayoritario concentra su inversión en el grupo, pudiendo potencialmente limitar la capacidad financiera extra para apoyar al grupo bajo hipotéticos escenarios de estrés.

La política financiera de la empresa está marcada por la reinversión de todos los beneficios en la empresa, la ausencia de reparto de dividendos y basada en primar el crecimiento, principalmente a través de operaciones inorgánicas oportunistas que generalmente implican un importante descuento por la situación financiera de la adquirida y/o una aportación de fondos reducida al incorporar la adquirida al proyecto de Agotzaina con una participación minoritaria.

- **Neutra política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada nuestra metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG del grupo como neutras (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este *driver*.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Continúa el crecimiento inorgánico y mejora la rentabilidad.**

Agotzaina cerró 2023 con ingresos de €612,5m, un 28,9% más que en 2022, impulsado por las adquisiciones de empresas y el efecto inflacionario. La concentración del sector así como la alta demanda ha fortalecido su posición frente a distribuidoras, permitiéndole trasladar costes y mejorar márgenes, alcanzando un margen bruto del 12,8% (+3,8pp YoY) y un sólido EBITDA, en el que el segmento de ovoproductos aporta casi el 80%. Aunque sus gastos financieros han aumentado por mayor deuda y el alza de tipos, la compañía sigue generando beneficios (EBT de €21,5m, +40,2% YoY). En el primer semestre de 2024, los ingresos fueron €335,5m, manteniéndose las mejoras de

márgenes en EBITDA (10,4% vs 7,4% en 1S23) y EBIT (4,8% vs 3,6% en 1S23). En base a esto, se estima un 2024 en el que la compañía seguirá reportando una evolución positiva a nivel de ventas a raíz de la integración año completo de sus adquisiciones, nuevas operaciones de M&A y el crecimiento orgánico del negocio, factores que incrementan el volumen comercializado y que compensarán los menores precios del mercado (bajada de precio de los insumos). Más a futuro, se estima una compañía que crecerá al ritmo de la industria y apoyada en adquisiciones más pequeñas. A nivel de margen EBITDA, se espera que estos se mantengan en los rangos actuales.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento controlado y buena cobertura de intereses.**

A pesar del incremento de la deuda financiera durante 2023 (+€25,3m; +46,3% YoY) derivada principalmente de las mayores necesidades de financiación a consecuencia del incremento de su actividad y su fase de expansión, la empresa mantiene un nivel de endeudamiento controlado que se ve reflejado en una positiva capacidad para atender los compromisos financieros con el resultado operativo (habiendo desapalancado -0,2x YoY, con un ratio DFN/EBITDA de 1,4x en 2023). Por otro lado, la cobertura de intereses se situó en 10,3x frente a 16,6x debido al aumento del endeudamiento y al impacto de la subida de tipos. No obstante, se considera que se mantiene en niveles adecuados. A futuro, se espera que la compañía mantenga estos niveles de apalancamiento y cobertura en base a un EBITDA que seguirá fortaleciéndose y que mitigará los mayores requerimientos de financiación esperados a raíz de un plan de negocio que seguirá apostando por el crecimiento.

Análisis de Flujo de Caja

- **FFO recurrente destinado a financiar el fuerte crecimiento de la compañía.**

Agotzaina ha logrado un FFO recurrente y en aumento, alcanzando €49,9m en 2023 (+62,9% YoY), respaldado por la positiva evolución de su negocio y alta conversión de rentabilidad a caja. Sin embargo, su CFO se situó en €35,5m, afectado por el capital de circulante debido a los ciclos de cobro y pago del sector. La compañía gestiona esta situación mediante líneas de circulante, manteniendo así la liquidez necesaria. Durante 2023, invirtió €72,7m, tras la adquisición de varias empresas, unidades productivas y la mejora de granjas, instalaciones y maquinaria, financiadas mediante una combinación de capital propio (€40,4m) y deuda (€30,4m), cerrando el ejercicio con una caja de €44,0m.

Capitalización

- **Sólido nivel de capitalización.**

Los fondos propios han ido aumentando año a año gracias a las constantes ampliaciones de capital así como a la recurrente generación de resultados finales y a una política de retención de estos sin realizar pago de dividendos. Con un ratio PN/DFT del 191,5% en 2023 mantiene un nivel de capitalización óptimo. Las aportaciones no dinerarias se realizan cada año en línea con la estrategia de crecimiento inorgánico.

Liquidez

- **Fuerte posición de liquidez y un perfil de refinanciación favorable.**

Agotzaina cuenta con capacidad más que suficiente para atender sus compromisos a corto plazo. Su posición de caja actual (€44,0m), límites disponibles en instrumentos financieros y generación de caja operativa estimada para los próximos ejercicios son suficientes para atender sus obligaciones financieras y capex previsto de mantenimiento. No obstante, cabe señalar que la compañía, como viene haciendo, deberá acudir a fuentes de financiación externas para atender los ambiciosos planes de crecimiento y su operativa. Esto, consideramos que no será un problema atendiendo al perfil financiero favorable de Agotzaina.

Modificadores

Controversias

- **No se han identificado controversias a la fecha de emisión de este documento que puedan afectar a la calificación.**

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.**

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de EUR				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Facturación	299.836	475.307	612.512	28,9%
EBITDA Aj. ⁽¹⁾	17.966	33.157	57.150	72,4%
Margen EBITDA Aj. ⁽¹⁾	6,0%	7,0%	9,3%	2,4pp
EBIT	6.170	17.218	26.826	55,8%
Margen EBIT	2,1%	3,6%	4,4%	0,8pp
EBT	5.468	15.305	21.472	40,3%
Total Activo	214.444	337.546	456.121	35,1%
Patrimonio Neto	121.790	178.198	237.246	33,1%
Deuda Financiera Total Aj. ⁽¹⁾	50.940	87.632	123.914	41,4%
Deuda Financiera Neta Aj. ⁽¹⁾	37.312	54.617	79.903	46,3%
PN/DFT Aj. ⁽¹⁾	239,1%	203,3%	191,5%	-11,9pp
DFN/EBITDA Aj. ⁽¹⁾	2,1x	1,6x	1,4x	-0,2x
Funds From Operations Aj. ⁽¹⁾	17.234	30.618	49.862	62,9%
FFO/ DFN Aj. ⁽¹⁾	46,2%	56,1%	62,4%	6,3pp
EBITDA/Intereses Aj. ⁽¹⁾	24,8x	16,6x	10,3x	-6,3x

⁽¹⁾ Ajustado por arrendamientos operativos

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BB+
Ajuste ESG	No
Posicionamiento Competitivo	BB-
Governance	BB-
Perfil Financiero	A-
Cash flow y endeudamiento	A-
Solvencia	A
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	-
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Incremento del volumen de ventas en base a una cuota de mercado por encima del 20%, incremento de la integración vertical, mayor diversificación de producto (>30% EBITDA generado por negocios no derivados del huevo) y geográfica reduciendo dependencia de mercado doméstico. Mejora de la rentabilidad (margen EBIT superior al 6%).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Reducción de márgenes (margen EBIT<4,0%), deterioro de fundamentales del sector, aumento de endeudamiento (DFN/EBITDA>2.0x, FFO/NFD<50%), PN/DFT<120%), deterioro cobertura intereses (EBITDA/intereses < 8,0x).

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid