

Abr. 2023

Solvencia	A+py
Tendencia	Estable

(\*) Detalle de calificaciones en Anexo.

## INDICADORES RELEVANTES

	2020	2021	2022
Ingresos Ordinarios	27.942	30.308	40.142
Margen operacional	79,6%	77,5%	82,7%
Margen Ebitda	93,2%	89,7%	92,6%
Endeudamiento total	2,0	1,6	1,4
Endeudamiento financiero	1,7	1,4	1,2
Ebitda / Gastos financieros	3,3	3,6	4,1
Deuda financiera / Ebitda	4,5	4,9	3,5
Deuda financiera neta / Ebitda	4,5	4,8	3,4
FCNO / Deuda Financiera	7%	-23%	39%
Liquidez corriente	2,2	4,1	4,0

(\*) Detalle en Anexo.

## PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Principales Aspectos Evaluados	PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO				
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Escala de operación					
Vacancia					
Diversificación de activos					
Diversificación de locatarios					
Calidad crediticia de principales locatarios					
Morosidad					
Contratos estructurados en el mediano y largo plazo					
Industria incipiente, relativamente expuesta a ciclos económicos e intensiva en inversiones					
Exposición al riesgo de construcción					

## POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Principales Aspectos Evaluados	POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA				
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					
Financiamiento asociado al plan de inversiones					

## FUNDAMENTOS

La calificación "A+py" asignada a la solvencia y al primer programa de bonos de Almasol S.A.E. (Almasol) refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Satisfactoria".

La calificación responde a su conservadora política de crecimiento, con una estable y creciente capacidad para generar flujos, con operaciones sustentadas por contratos estructurados en el mediano y largo plazo, con un componente íntegramente fijo y buena calidad crediticia de parte relevante de sus contrapartes comerciales. En contrapartida considera, el relativamente alto nivel de endeudamiento, la concentración de sus ingresos, tanto en términos de clientes como de negocio, la relativa sensibilidad a los niveles de actividad económica del sector de renta industrial e inmobiliaria y su exposición al riesgo de construcción.

Almasol es una empresa inmobiliaria dedicada al desarrollo y posterior arriendo de naves de uso industrial. Lo anterior, considera el diseño de espacios a la medida según los requerimientos específicos de sus clientes (*built to suit*).

En los últimos siete años, la compañía ha evidenciado un crecimiento relativamente sostenido, lo que le ha permitido incrementar su nivel de actividad de forma relevante, pasando desde los 16.921 m<sup>2</sup> de superficie alquilable en el año 2015 a los 81.176 m<sup>2</sup> de superficie alquilable al cierre del año 2022. Lo anterior, representando un crecimiento anual compuesto del 21,7%.

A diciembre de 2022, los ingresos consolidados de la compañía alcanzaron los Gs. 40.142 millones, registrando un crecimiento del 32,4% respecto de diciembre de 2021. Esto, debido principalmente a la incorporación de 25.329 m<sup>2</sup> de superficie arrendable entre los años 2021 y 2022 (15.000 m<sup>2</sup> y 10.329 m<sup>2</sup>, respectivamente).

A igual periodo, la generación de Ebitda presentó un aumento anual del 36,6%, con un margen Ebitda del 92,6%, cifra que se encuentra ligeramente por sobre el promedio registrado en los últimos cuatro años (90,6% promedio). Esto, en línea con la maduración de los proyectos recientemente colocados, la mantención de una alta ocupación promedio y la indexación de las tarifas al dólar de los Estados Unidos.

El plan de expansión llevado a cabo por Almasol ha sido sustentado con un mix que ha considerado principalmente créditos bancarios y, en menor medida, flujos de la operación y préstamos desde accionistas. Ello, ha resultado en un *stock* de deuda financiera que ha evidenciado una tendencia relativamente al alza, pasando desde los Gs. 96.783 millones en 2018 hasta los Gs. 128.732 millones en 2022.

Respecto de lo anterior, la mayor carga financiera ha sido compensada por el incremento en el capital patrimonial, reflejado en un *leverage* financiero que ha presentado una constante disminución, desde las 1,8 veces alcanzadas en el año 2019 hasta las 1,2 veces a diciembre de 2022.

En términos de indicadores de cobertura, el mayor nivel de deuda financiera ha sido compensado por una mayor generación de Ebitda, resultando en un índice de deuda financiera neta sobre Ebitda que ha registrado una tendencia a la baja. En particular, a diciembre de 2022, alcanzaba las 3,4 veces (5,0 veces promedio entre 2018 y 2021). Asimismo, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros pasó desde las 2,7 veces a diciembre de 2019 hasta las 4,1 veces al cierre del año 2022.

A diciembre de 2022, la compañía contaba con una liquidez calificada en "Robusta" por Feller Rate. Ello, considerando un nivel de caja y equivalente por Gs. 3.817 millones y una generación de flujos de la operación que, considerando 12 meses, alcanzaba los Gs. 50.618 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el

Analista: Esteban Sánchez  
esteban.sanchez@feller-rate.com

corto plazo por Gs. 21.669 millones. Además, incorpora un CAPEX de crecimiento por cerca de USD 5 millones y una política de reparto de dividendos que, en términos efectivos, se ha mantenido en torno a un 15%.

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de inscripción del Programa de Emisión Global USD1 con un plazo máximo de 3.650 días (10 años) y por un monto máximo de USD 10 millones. Los fondos por recaudar serán destinados al refinanciamiento de pasivos financieros y a solventar el plan estratégico en curso.

## TENDENCIA: ESTABLE

**ESENCARIO BASE:** Considera la expectativa del mantenimiento de su perfil de negocios de alta estabilidad y el desarrollo de su plan de inversiones asociado a renta inmobiliaria, el que incorporará una adecuada política de financiamiento y de gestión, precolocando una parte importante de la nueva superficie alquilable de tal forma de mantener, de forma estructural, indicadores crediticios en línea con la calificación de riesgo asignada.

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

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

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Conservadora estrategia de crecimiento ha permitido incrementar el nivel de actividad manteniendo plena ocupación al cierre de cada año.
- Alta concentración de activos, con buena ubicación.
- Concentración de ingresos en términos de clientes.
- Riesgo de crédito acotado, con contrapartes que han evidenciado una buena calidad crediticia. Esto, reflejado en nulos niveles de morosidad.
- Contratos con clientes estructurados principalmente en el mediano y largo plazo, indexados al dólar de los Estados Unidos y con configuración íntegramente fija.
- Industria incipiente, relativamente expuesta a los ciclos económicos e intensiva en capital.
- Exposición a riesgo de construcción.

#### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

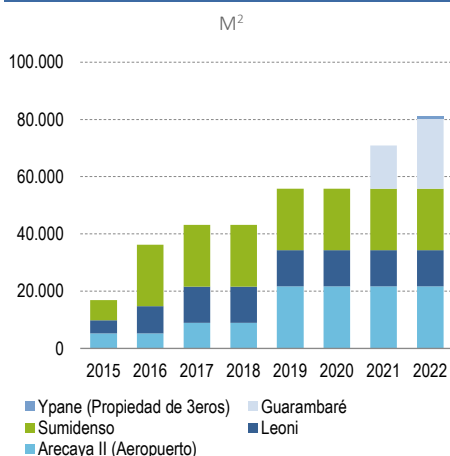
- Relevante crecimiento de los ingresos operacionales en los últimos años, manteniendo una alta estabilidad en márgenes operacionales.
- Creciente y estable capacidad de generación de flujos de la operación.
- Endeudamiento financiero ha presentado una tendencia a la baja, aunque se mantiene alto para el rango de calificación actual.
- Indicadores de cobertura han presentado una gradual mejora, en línea con la mayor capacidad de generación de la operación.
- Robusta posición de liquidez.
- Financiamiento del plan de inversiones incorpora un alto componente de endeudamiento financiero.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Almasol S.A.E. pertenece a un grupo familiar que cuenta con una amplia trayectoria comercial.

Respecto de lo anterior, los principales propietarios corresponden a Francisco Gimenez Calvo (44,65%) y Marta García (25%). El porcentaje restante se reparte en parte iguales por los integrantes de la familia Gimenez García.

## EVOLUCIÓN DE LA SUPERFICIE ALQUILABLE



(\*) Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

Almasol S.A.E., fundada en el año 1995 y domiciliada en Asunción, está dedicada desde el año 2014 íntegramente al desarrollo y posterior arrendamiento de complejos industriales, logísticos y comerciales. Ello, considera el diseño de espacios a la medida según los requerimientos específicos de sus clientes.

Respecto de esto último, para la realización de sus proyectos la entidad cuenta con un estudio de arquitectos (Arquetipo S.R.L.) que le permite desarrollar y administrar la ejecución de las obras de construcción.

Actualmente la entidad mantiene cinco activos, los que cuentan con contratos que cubren los riesgos de incendio y sus adicionales, daños, y destrucción total o parcial que afecten a los depósitos industriales y/o a sus colindantes.

## CONSERVADORA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN LE HA PERMITIDO INCREMENTAR SU TAMAÑO MANTENIENDO BAJOS NIVELES DE VACANCIA

En los últimos siete años, la compañía ha evidenciado un crecimiento relativamente sostenido, lo que le ha permitido incrementar su nivel de actividad de forma relevante, pasando desde los 16.921 m<sup>2</sup> de superficie alquilable en el año 2015 a los 81.176 m<sup>2</sup> de superficie alquilable al cierre del año 2022. Lo anterior, representando un crecimiento anual compuesto del 21,7%.

La política de inversiones de Almasol ha contemplado, históricamente, una conservadora estrategia de expansión, con una parte importante de participación de proyectos desarrollados bajo el modelo a pedido o *built to suit*, lo que ha beneficiado los niveles de ocupación consolidados, dado que la nueva superficie se encuentra precolocada.

Adicionalmente, en los periodos que no han desarrollado bajo dicho modelo, la entidad ha incorporado un promedio cercano a los 10.000 m<sup>2</sup> de nueva superficie alquilable, lo que le ha permitido poder surtir la demanda de grandes y medianos clientes sin afectar de forma significativa sus principales indicadores operacionales.

Respecto de esto último, la entidad ha logrado cerrar cada año con niveles plenos de ocupación.

## ALTA CONCENTRACIÓN DE LA CARTERA EN TÉRMINOS DE ACTIVOS Y DE CLIENTES

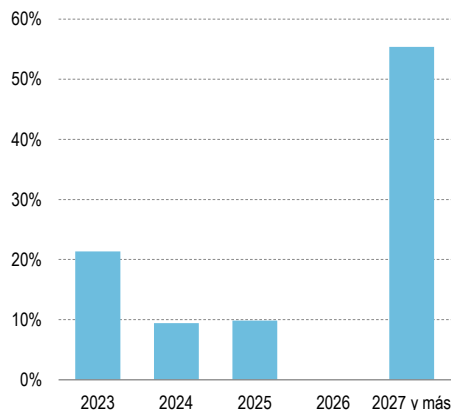
El portafolio inmobiliario que mantiene la compañía se encuentra concentrado en términos de tipo de activos y de clientes, no obstante, manteniendo una adecuada diversificación geográfica.

Al respecto, a diciembre de 2022, la entidad mantenía cinco activos industriales en operación, los que totalizaban 81.176 m<sup>2</sup> de superficie arrendable. De ellos, un 1,2% estaba emplazado en un terreno arrendado, mientras que el porcentaje restante está asociado a terrenos propios.

En términos de clientes, la entidad cuenta con una alta concentración en términos de facturación. En consideración a lo anterior, los mayores cinco clientes representaban, a diciembre de 2022, un 84,5% de los ingresos operacionales totales por año.

**PERFIL DE VENCIMIENTO DE CONTRATOS DE ALQUILER**

En términos de facturación por año



(\*) Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

Cabe destacar que, pese a la concentración en términos de facturación, los clientes de Almasol han mantenido un buen historial de pago, lo que se ha traducido en casi nulos niveles de morosidad para todo el periodo evaluado.

Por otro lado, desde el punto de vista geográfico, la entidad mantiene una adecuada diversificación. En particular, los activos de Almasol se ubican en diferentes distritos del Departamento Central, en línea con la densidad de la población del país, considerando que dicho departamento concentra, según cifras del Instituto Nacional de Estadística, sobre un 30% de la población total estimada a 2022 y cuenta con buena accesibilidad hacia Asunción (7% de la población estimada).

En términos distritos, los activos se ubican en Guarambaré (30% de la superficie alquilable total actual), Mariano R. Alonso (26,7%), Capiatá (26,5%), San Lorenzo (15,6%) e Ypané (1,2%).

**MODELO DE NEGOCIOS PERMITE MITIGAR, EN PARTE, LA EXPOSICIÓN AL CICLO ECONÓMICO**

Las operaciones de rentas inmobiliarias, entre ellas la de alquiler de naves industriales, están influenciadas por el desempeño de la economía nacional. En particular, en periodos adversos del ciclo la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los clientes.

Para mitigar lo anterior, las entidades suelen estructurar los contratos de alquiler en el mediano y largo plazo, lo que genera una mayor capacidad de predicción para los flujos de la operación.

En el caso particular de Almasol, los contratos de arriendo cuentan con diversas duraciones, situándose entre los 2 años y los 15 años, con una estrategia focaliza en mantener contratos de mayor plazo. Esto último, reflejado en un plazo promedio remanente de 5 años en términos de facturación y de 5,2 años en términos de superficie arrendable.

Otro aspecto que entrega una relativa mayor predictibilidad a los flujos de la compañía, son las cláusulas a la salida de los clientes, estipuladas en los diferentes contratos, las que consideran una compensación económica por términos anticipado.

Adicionalmente, un factor relevante a considerar en la industria es la cobertura del riesgo inflacionario, ante lo cual la entidad mantiene contratos estipulados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, ajustándose periódicamente por la inflación del mencionado país. Ello, les permite mitigar, parcialmente, las presiones inflacionarias internas.

Por otro lado, la entidad mitiga la exposición a las variaciones en la demanda mediante una estrategia que contempla el desarrollo de proyectos a pedidos, diseñando y operando espacios a la medida, centrándose en resolver las necesidades específicas de los clientes.

Respecto de lo anterior, la entidad desarrolla obras desde la concepción del negocio, escogiendo estratégicamente la ubicación y siguiendo con la compra del terreno, elaboración del proyecto y las obras de construcción hasta la entrega efectiva y posterior administración. Ello, con participación activa de los clientes en la definición y diseño del proyecto.

## — BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY PROYECTA UNA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD NACIONAL PARA EL AÑO 2023

En el contexto nacional, según cifras del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2022, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), las proyecciones de crecimiento estimadas para el año 2022 se mantuvieron relativamente estables. Respecto de lo anterior, el PIB nacional registró un crecimiento interanual del 1,7% en el cuarto trimestre del año, reflejando el positivo desempeño registrado en la agricultura, la generación de energía eléctrica, la ganadería y los servicios. Esto, fue atenuado por las presiones sobre la manufactura y la construcción.

La misma institución prevé, para el año 2023, un crecimiento de la actividad económica del 4,5%. Esto, viene dado principalmente de la recuperación esperada en la actividad agrícola, la que se estima exhiba un crecimiento anual del 30% (-13% en 2022). Además, se proyectan incrementos en las actividades de los sectores de manufactura (2,0%), electricidad y agua (4,8%), y en los servicios en general, aunque menores que los esperados para la actividad agrícola.

Por el lado del gasto, se estima un mayor dinamismo en la demanda externa neta y, en menor medida, en la demanda interna.

Por su parte, las proyecciones de inflación se sitúan en el 4,1% para el año en curso, en línea con las menores presiones de los precios externos observadas desde el tercer trimestre de 2022, la moderada dinámica de la actividad interna y la transmisión de los ajustes de la tasa de política monetaria a variables macroeconómicas.

Cabe destacar que las proyecciones de crecimiento del BCP para el año 2023 se enmarcan en un escenario internacional aún complejo, con múltiples fuentes de incertidumbre, entre las que se cuentan el desarrollo del conflicto entre Rusia y Ucrania, la crisis energética en Europa y las presiones inflacionarias a nivel global. Asimismo, a nivel regional persiste la incertidumbre sobre el panorama político de diferentes países, mientras que, en el plano local, los riesgos para el crecimiento esperado derivan principalmente de la situación climática.

Ante lo anterior, Feller Rate se mantendrá monitoreando el nivel de actividad de la compañía y su efecto sobre el perfil de negocios y sobre la posición financiera de la entidad.

## INDUSTRIA AÚN INCIPIENTE, SIN EMBARGO, SE ESPERA COTINÚE CRECIENDO EN LOS PRÓXIMOS AÑOS

La compañía participa en una industria que a nivel nacional es aún incipiente, no obstante, se espera que mantenga una tendencia creciente en los próximos periodos, lo que estaría influenciado por el rubro industrial y logístico, los que se ven beneficiados por las características particulares del país.

## — FAVORABLES CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN EN PARAGUAY

Paraguay cuenta con diversas leyes y regímenes que otorgan múltiples beneficios a inversionistas. Estos consideran, entre otros: la aceleración de procesos para la apertura de empresas, exoneración o suspensión temporal de los aranceles aduaneros afectados a la importación de materias primas y maquinarias, la exoneración o suspensión temporal del pago de Impuesto al Valor Agregado (IVA) aplicado a la importación de las maquinarias y materias primas para las industrias, la exoneración de todo tributo nacional a cambio de un tributo único en los casos de la Ley de Zonas Francas y la Ley de Maquila, la exoneración del IVA en las exportaciones, el recupero del crédito fiscal por los pagos

## PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA DE CUENTAS POR COBRAR

	2021	2022
Cartera bruta (MM Gs.)	1.753	1.682
Cartera bruta / Ingresos LTM	5,8%	4,2%
Mora mayor a 60 días	0,0%	0,0%
Cobertura mora mayor a 60 días	-	-
Mora mayor a 60 días / Ingresos LTM	0,0%	0,0%

(\*) Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables de la compañía.

de IVA efectuados en el mercado nacional a proveedores locales, la reducción o exoneración de impuestos, tasas y contribuciones nacionales, y la reducción de impuestos inmobiliarios, patentes industriales y exoneración del IVA en el desarrollo de Parques Industriales que permite estimular el establecimiento de empresas industriales en áreas que requieren generar desarrollo.

Adicionalmente, ha firmado convenios con varios países para evitar la doble imposición en diferentes situaciones.

Respecto de lo anterior, destacan la Ley 60/90 que establece el régimen de incentivos fiscales a la inversión de capital de origen nacional y extranjero; la Ley 1.064/9 de la industria maquiladora de exportación; la Ley 523/95 que autoriza y establece el régimen de zonas francas; el Régimen de Materia Prima; la Ley 4.427/2012 de ensamblaje de productos de alta tecnología; y la Ley 4.903/2013 de parques industriales, entre otras.

Por otro lado, Paraguay ha evidenciado una relativa estabilidad macroeconómica y cuenta con costos laborales y energéticos competitivos.

### — POSICIÓN GEOGRÁFICA ESTRATÉGICA DESDE EL PUNTO DE VISTA LOGÍSTICO

Paraguay cuenta con una posición geográfica estratégica desde el punto de vista de la logística y el transporte en América Latina, ubicándose en el centro de la región. A lo anterior, se suman obras como el Corredor Bioceánico de exportación que atraviesa por el territorio nacional y que conectará a los puertos marítimos más importantes del océano Pacífico como del Atlántico.

Respecto de lo anterior, destaca que Paraguay cuenta con la mayor flota fluvial de Sudamérica y la tercera a nivel global, solo detrás de Estados Unidos y China, facilitando el comercio exterior y la inversión extranjera.

### MANTENCIÓN DE UNA BUENA CALIDAD DE CARTERA, DADAS LAS CONDICIONES CONTRACTUALES

Almasol ha mantenido históricamente una baja exposición al riesgo crédito, dadas las condiciones estipuladas en sus respectivos contratos. Al respecto, la entidad mitiga el riesgo de no pago de sus clientes con los requisitos solicitados por la administración, los que incorporan el pago anticipado de dos meses de alquiler y la entrega de cheques diferidos por los pagos correspondientes a los seis meses posteriores.

Adicionalmente, la sociedad emite mensualmente una factura por mes adelantado, de acuerdo con el valor pactado en el respectivo contrato de alquiler. Por otro lado, en casos de morosidad, la entidad puede iniciar la acción de desalojo por falta de pago. Además, los contratos estipulan un recargo sobre el alquiler adeudado en casos de demora.

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 un día para el pago de la factura. A partir de ese momento se realiza un seguimiento interno centralizado en el área de ventas.

Durante el año 2022, la cartera bruta de la compañía, que considera cartera al día, vencida, en gestión de cobro y en gestión de cobro judicial, evidenció una disminución del 4,0%, alcanzando los Gs. 1.682 millones. Esta, estaba compuesta principalmente por cuentas por cobrar en dólares de los Estados Unidos (92,5%) y, en menor medida, guaraníes (7,5%).

A igual periodo, la totalidad de la cartera bruta de la entidad se encontraba al día, sin presentar morosidad. En línea con lo anterior, a diciembre de 2022, Almasol no presentaba *stock* de provisiones, dado que su política considera cubrir en un 1%, 5% y 20% la cartera en mora normal, en gestión de cobro y en gestión de cobro judicial, respectivamente.

Por otro lado, en línea con las políticas comerciales de la entidad, la cartera bruta representaba, al cierre de 2022, un porcentaje acotado de la facturación total, con un valor de 4,2%.

## ESTRATEGIA DE DESARROLLO DE NAVES INDUSTRIALES EXPONE A LA COMPAÑÍA AL RIESGO DE CONSTRUCCIÓN

Dentro de la política de inversiones, Almasol ha contemplado el desarrollo de sus proyectos a través de terceros, bajo la modalidad "llave en mano" y sobre la base de precio fijo, entregando flujos de pago según su grado de avance y cumplimiento alcanzado en las obras.

Sin embargo, actualmente el desarrollo de las naves industriales se encuentra a cargo de un estudio de arquitectos (Arquetipo S.R.L.) que le permite desarrollar y administrar la ejecución de las obras de construcción de manera interna. Ello, le permite a la entidad mayores eficiencias en términos de costos de desarrollo y de ejecución, no obstante, aumenta las necesidades de financiamiento para capital de trabajo y la expone al riesgo de sobrecostos y posibles contingencias.

Lo anterior es mitigado, en parte, por el hecho de que el desarrollo de naves industriales tiene aparejado un bajo riesgo de construcción respecto de otros segmentos de renta inmobiliaria.

## INDUSTRIA CON ALTAS BARRERAS A LA ENTRADA Y A LA SALIDA FAVORECE NEGOCIO DE LOS ACTUALES PARTICIPANTES

La industria en la que participa Almasol presenta importantes barreras a la entrada, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. En particular, el elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación, en conjunto con la necesidad de mantener una adecuada gestión comercial dificultan la entrada de nuevos operadores.

Por otro lado, los contratos estructurados en el largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación de espacios también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

## PLAN ESTRATÉGICO FOCALIZADO EN CONTINUAR FORTALECIENDO LA POSICIÓN COMPETITIVA

El actual plan estratégico de la compañía tiene como foco seguir fortaleciendo su posición competitiva a nivel nacional. En particular, considera la ampliación del activo Guarambé por aproximadamente 11.500 m<sup>2</sup>. Esto, implicará un crecimiento anual de la superficie alquilable del 47,3% en dicho centro y del 14,2% a nivel consolidado.

Lo anterior representa un monto de inversión cercano a los USD 5 millones (aproximadamente Gs. 36.000 millones). Dicho monto sería financiado principalmente a través de endeudamiento financiero.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

En aspectos ambientales, Almasol cumple con todas las normas establecidas por la Secretaría del Ambiente (SEAM) del Paraguay, realizando procesos de tratamiento de residuos en instalaciones conforme a todas las reglamentaciones aprobadas y vigentes.

### — SOCIALES

En este apartado, la entidad está focalizada en la prevención de accidentes y en ofrecer adecuadas condiciones de salud para sus colaboradores.

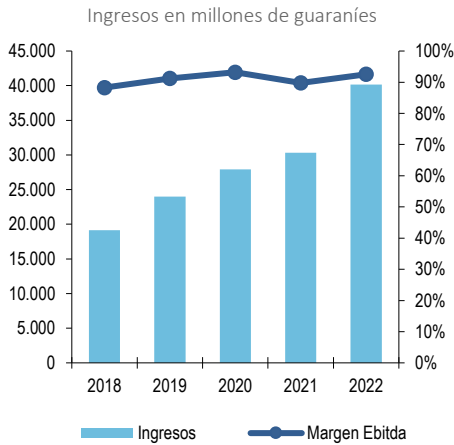
### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

La empresa es dirigida por un Directorio, el que se encuentra conformado por seis miembros (cuatro titulares y dos suplentes), los que son elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos de forma indefinida.

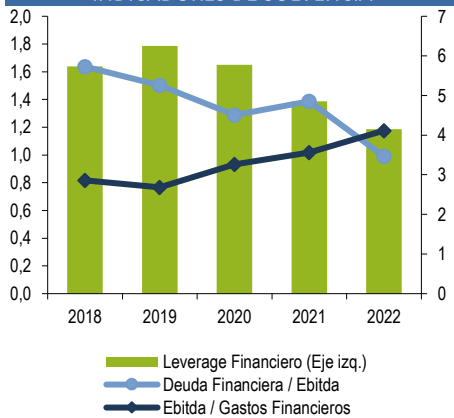
La entidad no cuenta con comités formalizados, no obstante, cuenta con reuniones periódicas en las cuales se planifican, dirigen y controlan las estratégicas y operaciones generales de Almasol.



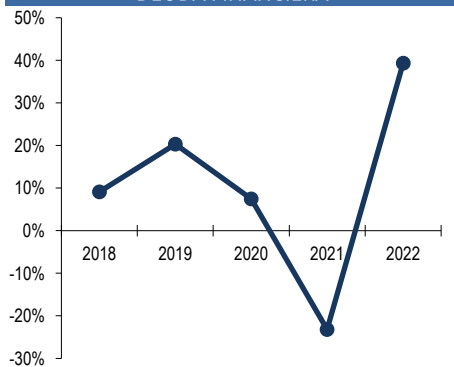
## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



## INDICADORES DE SOLVENCIA



## EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



## POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Mantenimiento de altos márgenes operacionales

La actividad de la empresa se ha caracterizado por la obtención de altos márgenes operacionales, lo que han exhibido una alta estabilidad, incluso en periodos de menor dinamismo económico. Lo anterior, se encuentra principalmente asociado a una estructura de contratos de alquiler con un componente netamente fijo, estructurados en el mediano y largo plazo, y a la mantención de elevados niveles de ocupación.

En los últimos años, los resultados de la entidad reflejan el incremento en la superficie arrendable y su rápido proceso de maduración, además de su conservadora política de inversión, lo que le ha permitido mantener elevados niveles de ocupación para todo el periodo evaluado. De esta forma, entre los años 2018 y 2022, se observa que los ingresos consolidados presentaron un crecimiento anual compuesto de un 16%, mientras que la superficie arrendable evidencian, entre igual periodo, un aumento anual compuesto del 13,5%.

A diciembre de 2022, los ingresos consolidados de la compañía alcanzaron los Gs. 40.142 millones, registrando un crecimiento del 32,4% respecto de diciembre de 2021. Esto, debido principalmente por la incorporación de 25.329 m<sup>2</sup> de superficie arrendable entre los años 2021 y 2022.

A igual periodo, la generación de Ebitda presentó un aumento anual del 36,6%, con un margen Ebitda del 92,6%, cifra que se encuentra ligeramente por sobre el promedio registrado en los últimos cuatro años (90,6% promedio). Esto, en línea con la maduración de los proyectos recientemente colocados, la mantención de una alta ocupación promedio y la indexación de las tarifas del periodo.

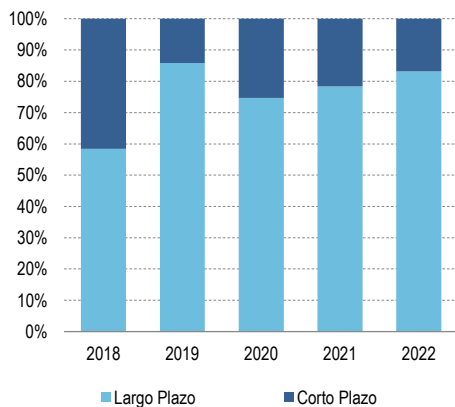
En los últimos periodos, el incremento en la recaudación de arriendos ha resultado en un flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) relativamente creciente, pasando desde los Gs 8.823 millones en 2018 hasta los Gs. 50.618 millones en 2022. Lo anterior, ha permitido compensar el mayor nivel de deuda financiera resultando, a diciembre de 2022, en una capacidad de pago (medida a través del indicador FCNOA sobre deuda financiera) del 39%, lo que se compara positivamente con lo registrado al cierre del año 2021 (-23%, lo que considera dentro del flujo las construcciones en la propiedad del distrito de Guarambaré) y con el promedio de los años 2018 y 2020 (12%).

### ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Mantenimiento de métricas crediticias en rangos consistentes con la calificación actual. No obstante, con eventuales presiones transitorias por nuevas inversiones

En los últimos años, la compañía ha llevado a cabo un plan de expansión que ha sido solventado mediante un mix de flujos de la operación, préstamos desde accionistas y créditos bancarios. Ello, ha resultado en un *stock* de deuda financiera que ha evidenciado una tendencia creciente, pasando desde los Gs. 96.783 millones en 2018 hasta los Gs. 128.732 millones en 2022, con un *peak* durante el año 2021 (Gs. 131.962 millones). La deuda financiera de diciembre de 2022 considera préstamos desde accionistas por Gs.

## ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA



## PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2022, por Gs. 3.817 millones.
- Generación de flujos consistente con la mantención de altos márgenes operacionales.

## PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.
- Dividendos según política de reparto.

6.611 millones; sin considerar dicho efecto, la deuda financiera ajustada alcanzaba los Gs. 122.121 millones.

Respecto de lo anterior, la mayor carga financiera ha sido compensada por el incremento en el capital patrimonial, reflejado en un *leverage* financiero que ha presentado una constante disminución, desde las 1,8 veces alcanzadas en el año 2019 hasta las 1,2 veces a diciembre de 2022.

A diciembre de 2022, la deuda financiera se encontraba estructurada en un 83,2% en el mediano plazo y estaba concentrada en un 94,9% en préstamos con instituciones bancarias (Banco Continental, Banco Sudameris y Banco Familiar), mientras que el porcentaje restante correspondía a préstamos de accionistas. A su vez, en términos de denominación, predominaba la deuda estipulada en dólares con un 93,1% (6,9% en guaraníes).

Además, al cierre de 2022, cerca del 82% se encontraba con vencimientos por sobre el año 2028, acorde con la estructura esperada para proyectos de renta inmobiliaria.

En términos de indicadores de cobertura, el mayor nivel de deuda financiera ha sido compensado por una mayor generación de Ebitda, resultando en un índice de deuda financiera neta sobre Ebitda que ha presentado una tendencia a la baja. En particular, a diciembre de 2022, alcanzaba las 3,4 veces (5,0 veces promedio entre 2018 y 2021).

Asimismo, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros pasó desde las veces a diciembre de 2019 hasta las 4,1 veces al cierre del año 2022.

Feller Rate espera que la entidad continúe evidenciando una conservadora estrategia de crecimiento, con una parte relevante de proyectos precolocados, lo que en conjunto con mantener buenos niveles de ocupación y una adecuada política en financiamiento, permitirían sostener indicadores crediticios en rangos acorde con la calificación de riesgo actual, sin descartar la posibilidad de presiones transitorias.

## LIQUIDEZ: ROBUSTA

A diciembre de 2022, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Robusta" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs. 3.817 millones y una generación de flujos de la operación que, considerando 12 meses, alcanzaba los Gs. 50.618 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 21.669 millones.

Adicionalmente, la calificación incorpora una conservadora política de reparto de dividendos, la que en la práctica se ha mantenido en torno a un 15%.

A su vez, considera los requerimientos adicionales 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

| Calificado en “A+py/Estables”

### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS

Actualmente, Almasol S.A.E. se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa global de bonos corporativos, cuyos fondos serán utilizados para la reestructuración de pasivos financieros y para solventar el plan estratégico en curso.

#### — PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD1

El monto total del programa es de USD 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 ampliación del negocio de Almasol, construcción de galpones hechos a medida, o todo lo relacionado a su giro comercial (hasta un 50%) y para reestructuración de pasivos financieros (hasta un 50%).

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

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

#### — PRINCIPALES RESGUARDOS

- Mantener un ratio Ebitda a Intereses mayor o igual a 2,0x.
- Mantener un ratio Deuda Financiera a Ebitda menor o igual a 5,0x.
- Mantener un ratio Pasivo Total a Patrimonio Neto menor o igual a 3,0x.
- Prohibición de emitir nuevos Bonos con mejores privilegios (salvo que sea para cancelar los Bonos que se emitan en esta oportunidad).
- Cumplimiento de obligaciones financieras. El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forman parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos y sus correspondientes consecuencias. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros establecidos en este título implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
- Deber de informar al representante de obligacionistas ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros. La Emisora deberá notificar inmediatamente a los tenedores de los bonos y al Representante de los Obligacionistas, la ocurrencia de cualquier supuesto de incumplimiento, salvo en el caso que el supuesto de incumplimiento en cuestión sea remediado o dispensado dentro del plazo previsto para ello. Dicha notificación indicará que es una “notificación de incumplimiento”, y especificará el supuesto de incumplimiento y/o el supuesto en cuestión y las medidas que la Emisora se proponga adoptar en relación con el mismo.

	Abril 2023
Solvencia	A+py
Tendencia	Estable
Bonos	A+py

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Ordinarios	19.140	24.001	27.942	30.308	40.142
Ebitda <sup>(1)</sup>	16.894	21.875	26.040	27.197	37.162
Resultado Operacional	15.604	18.596	22.230	23.503	33.200
Ingresos Financieros	1	0	0	25	15
Gastos Financieros	-5.906	-8.154	-7.975	-7.636	-9.032
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.123	2.558	7.046	15.167	15.977
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO) <sup>(2)</sup>	8.823	23.382	8.742	-30.577	50.618
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(2)(3)</sup>	8.823	23.382	8.742	-30.577	50.618
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	8.093	15.228	767	-38.214	41.587
Inversiones en Activos Fijos Netas	-9.264	-17.465	-734	-157	-34.684
Flujo de Caja Libre Operacional	-1.172	-2.237	33	-38.370	6.903
Dividendos Pagados	-500	-500	-400	-1.000	-2.500
Flujo de Caja Disponible	-1.672	-2.737	-367	-39.370	4.403
Otros Movimientos de Inversiones	-550		2.543	526	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-2.222	-2.737	2.176	-38.845	4.403
Variación de Deudas Financieras	6.933	11.674	2.261	30.705	-3.229
Otros Movimientos de Financiamiento	-5.083	-7.569	-6.426		
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-371	1.368	-1.988	1.755	1.174
Caja Inicial	1.879	1.507	2.875	888	2.643
Caja Final	1.507	2.875	888	2.643	3.817
Caja y equivalentes <sup>(4)</sup>	1.507	2.875	888	2.643	3.817
Cuentas por Cobrar Clientes	557	150	2.532	1.753	2.658
Deuda Financiera <sup>(5)</sup>	96.783	115.027	117.289	131.962	128.732
Activos Totales	175.501	203.487	214.147	248.976	258.149
Pasivos Totales	116.395	139.068	143.084	153.852	149.548
Patrimonio + Interés Minoritario	59.106	64.418	71.064	95.125	108.601

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

(2) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.

(3) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(4) Caja y equivalentes: incorpora la cuenta efectivo y equivalentes al efectivo.

(5) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	93,3%	86,3%	86,4%	87,8%	90,1%
Margen Operacional (%)	81,5%	77,5%	79,6%	77,5%	82,7%
Margen Ebitda (%)	88,3%	91,1%	93,2%	89,7%	92,6%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,0%	4,0%	9,9%	15,9%	14,7%
Costo/Ventas	6,7%	13,7%	13,6%	12,2%	9,9%
Gav/Ventas	11,7%	8,9%	6,8%	10,3%	7,4%
Días de Cobro	10,5	2,3	32,6	20,8	23,8
Días de Pago	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento Total	2,0	2,2	2,0	1,6	1,4
Endeudamiento Financiero	1,6	1,8	1,7	1,4	1,2
Endeudamiento Financiero Neto	1,6	1,7	1,6	1,4	1,2
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	5,7	5,3	4,5	4,9	3,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	5,6	5,1	4,5	4,8	3,4
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	2,9	2,7	3,3	3,6	4,1
FCNO / Deuda Financiera (%)	9,1%	20,3%	7,5%	-23,2%	39,3%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	9,3%	20,8%	7,5%	-23,6%	40,5%
Liquidez Corriente (vc)	2,2	2,8	2,2	4,1	4,0

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

## CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

## Emisión de Bonos Corporativos

## Programa USD1

Valor total de la emisión	10.000.000 de dólares
Fecha de registro	-
Covenants	Ebitda/Intereses >= 2x Deuda Financiera/Ebitda <= 5x Pasivo Total/Patrimonio Neto <= 3x
Plazo de vencimiento	Desde 365 días a 3.650 días
Conversión	No Contempla
Resguardos	No Contempla
Garantía	Quirográfica
Codeudoría solidaria	No Contempla

## NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

## CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

## ACCIONES

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

## TENDENCIA

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

## CREDITWATCH

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

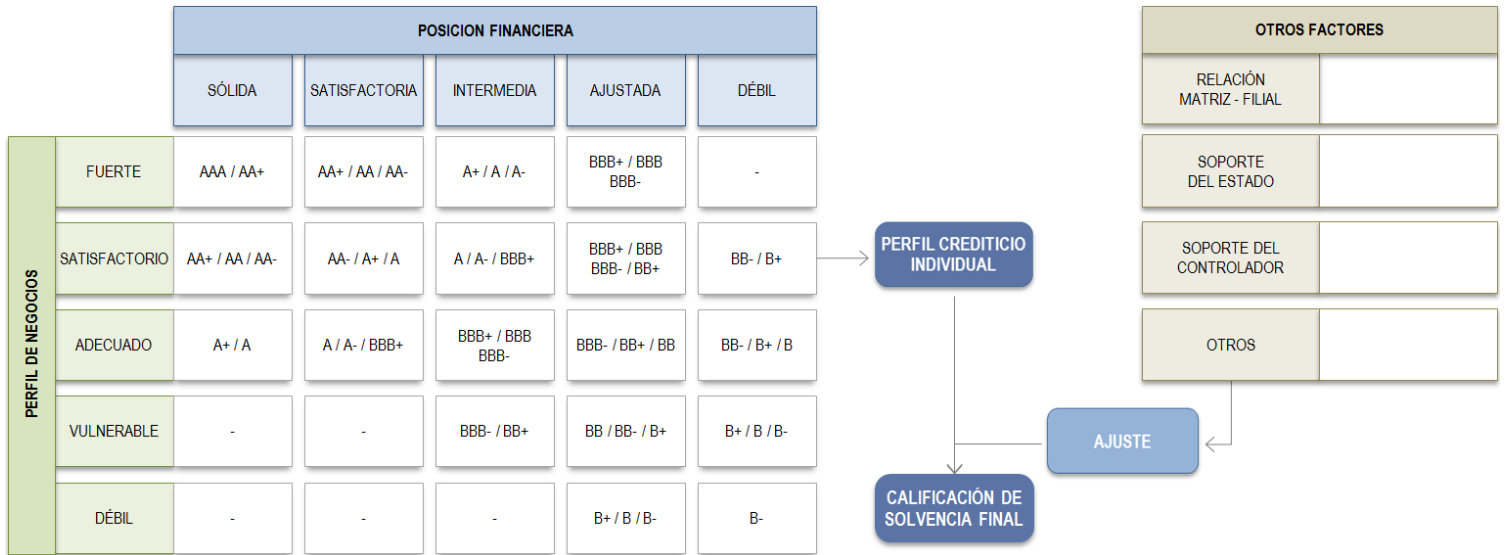
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

## MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.





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

Fecha de calificación: 19 de abril de 2023.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 31.12.2022

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](mailto:info@feller-rate.com.py)

Entidad	Calificación Local	
Almasol S.A.E.	Solvencia	A+py
	Bonos USD1	A+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

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

## DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN

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

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- 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.

ALVARO FELLER  
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL  
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILLO  
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.

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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.