

# Esege S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Ajustada posición de liquidez:** El Grupo Álamo registró una deuda alrededor de USD 49,8 millones, que ubicó la ratio deuda EBITDA en 6,0x a septiembre 2024, según cálculos de FIX. La compañía muestra una acotada liquidez con disponibilidades en torno a USD 1,8 millones y un FCO negativo en USD 5 millones, mientras los vencimientos de deuda corrientes, la mayor parte deuda bancaria, se ubican en USD 16 millones. La calificación considera que los compromisos bancarios se renovarán en su totalidad y la compañía mantendrá parte de las líneas bancarias disponibles por USD 12 millones para afrontar cualquier imprevisto. FIX considera que el Grupo enfrenta una situación de baja liquidez.

**Márgenes y flujos:** El Grupo Álamo ha demostrado su capacidad de generación de márgenes en torno a un promedio de 22%-24% en los últimos años, así como un Flujo Generado por Operaciones (FGO) y Flujo de Caja Operativo (FCO) positivos en los últimos ejercicios fiscales, en un promedio de USD 6 millones y USD 1,5 millones, respectivamente. A septiembre 2024, los flujos están presionados por la financiación del capital de trabajo, principalmente, inventarios de lenta rotación, mientras la distribución de dividendos (promedio USD 1,3 millones) se traducen en Flujo de Fondos Libres (FFL) negativos.

**Elevadas necesidades de capital de trabajo:** El Grupo opera con elevados niveles de inventarios. A septiembre 2024, Esege S.A. se ubicaban en USD 9,3 millones, mientras que considerando el Grupo se ubican en torno a USD 48,3 millones. Los costos logísticos, descuentos por pago de contado, el aumento en los plazos de reposición y los plazos de pago de clientes gubernamentales incrementaron las necesidades de financiar capital de trabajo.

**Concentración en un proveedor principal:** El Grupo se encuentra expuesto a una elevada concentración de proveedores del exterior que a junio 2024 totalizó el 81% de las compras. La elevada dependencia de las compras de papel de la compañía Suzano de Brasil (calificación confirmada por Fitch Ratings a escala internacional en BBB-/Estable) que representa el 41% de las compras del Grupo en el exterior expone a la compañía a las fluctuaciones del Real brasileño que pueden impactar los costos erosionando los márgenes.

**Regularización operaciones intercompañías:** La reducción de las cuentas por cobrar de Álamo S.A. con su relacionada Librería y Papelería Nova S.A (Nova) hasta USD 3 millones a septiembre 2024, con respecto a los USD 7,6 millones de 2022, constituye un elemento que contribuye a la normalización de las transacciones intercompañía. Álamo S.A. continuará siendo el principal proveedor local de sus relacionadas Esege S.A. (Esege) y Nova.

## Sensibilidad de la Calificación

La calificación del Grupo Álamo contempla la capacidad de generar márgenes y flujos positivos, así como elevados niveles de capital de trabajo y la flexibilidad financiera para atender los vencimientos de su deuda. Un continuo deterioro sostenido en los márgenes, un aumento del endeudamiento estructural (no relacionado con el capital de trabajo) y bajos niveles de liquidez pueden derivar en una baja en la calificación.

Un nivel de márgenes sostenidos en el rango superior del promedio de los últimos años 22%-24% que se traduzcan en sólidos flujos positivos recurrentes, niveles de endeudamiento acorde con los requerimientos de capital de trabajo (baja deuda estructural) y niveles de liquidez que guarden relación con los vencimientos corrientes pueden derivar en una suba de calificación.

## Informe Integral

### Calificaciones

| Emisor                                                                       | BBB+py |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos G1 por Gs 30.000 millones* | pyBBB+ |
| G1 Serie 1 por Gs 3.000 millones*                                            | pyBBB+ |
| G1 Serie 2por Gs 5.000 millones*                                             | pyBBB+ |
| G1 Serie 3 por Gs 5.000 millones*                                            | pyBBB+ |
| G1 Serie 4 por Gs 5.000 millones*                                            | pyBBB+ |
| G1 Serie 5 por Gs 6.500 millones*                                            | pyBBB+ |
| *ver Anexo III                                                               |        |

|           |         |
|-----------|---------|
| Tendencia | Estable |
|-----------|---------|

### Resumen Financiero

| Esege S.A.                   |             |             |
|------------------------------|-------------|-------------|
| Cifras No Consolidadas       | 30/09/2024  | 31/12/2023  |
| (Gs miles)                   | Año Móvil   | 12 meses    |
| Total Activos                | 130.803.850 | 104.426,294 |
| Deuda Financiera             | 67.084.812  | 44.459.803  |
| Ingresos                     | 53.256.684  | 50.351.638  |
| EBITDA                       | 11.611.291  | 8.515.682   |
| EBITDA (%)                   | 21,8        | 16,9        |
| Deuda Total / EBITDA(x)      | 5,8         | 5,2         |
| Deuda Neta Total / EBITDA(x) | 5,7         | 5,0         |
| EBITDA / Intereses(x)        | 2,7         | 3,6         |

### Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante la Comisión Nacional de Valores, Paraguay.

### Analistas

Analista Principal  
Lisandro Sabarino  
Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

Analista Secuandario  
Leticia Inés Wiesztort  
Asociada  
[leticia.wiesztort@fixscr.com](mailto:leticia.wiesztort@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

## Liquidez y Estructura de Capital

**Muy ajustada Liquidez:** La liquidez del Grupo Álamo muestra niveles muy ajustados con respecto a los vencimientos corrientes y la generación de flujos de fondos libres, lo que se traducirá en un mayor nivel de deuda estructural. A septiembre 2024, la cobertura de la deuda de corto plazo por caja y equivalentes se ubicó en 0,6x con respecto al 0.3x de junio 2024. La deuda total se elevó a USD 49,9 millones al 30 de septiembre de 2024, lo que representó el 55% del capital ajustado. El Grupo cuenta con flexibilidad financiera derivada de líneas bancarias disponibles con diversos bancos del Paraguay por USD 10 millones y espacio que le brinda el programa de bonos por USD 3,6 millones.

## Perfil del Negocio

Esege S.A. forma parte de un conjunto de empresas que participan de la cadena de valor del papel, papelería y librería y servicios de impresión, pertenecientes a la familia Maldonado Troxler, que cuenta con 60 años de experiencia en el rubro papelerero (conversión de bobinas y rollos de papel en cuadernos, resmas, sobres y otros formatos). No existe un holding que controle las tres empresas, ya que las tenencias accionarias son a nivel unipersonal de cada uno de los accionistas sobre cada compañía, cuyas operaciones se desarrollan en forma independiente entre las tres compañías sin consolidar sus estados contables, a pesar que interactúan entre ellas y existen operaciones inter-company de niveles importantes además de garantías cruzadas sobre el financiamiento bancario.

La operación está supervisada por una Gerente de Administración y Finanzas que reporta al Presidente del Directorio.

**Alamo S.A.:** Importa materia prima (rollos y bobinas de papel) que se convierten en cuadernos, resmas, adicionalmente importa y distribuye útiles escolares, de oficina, bazar, juguetería y otros a través de la red de Librería y Papelería Nova S.A.

**Esege S.A.:** Distribuidora de papel, dedicada en menor medida a la importación, ventas de papel, cartones e insumos gráficos, adicionalmente presta servicios a la industria gráfica. (Impresión de tarjetería, etiquetas, brochures.) Cuentan con la marca IMPAR.

**Librería y Papelería Nova S.A.:** Red de tiendas de Librería y Papelería (minorista, mayorista, e-commerce) dedicada a la venta y distribución de artículos escolares, de oficina, bazar, juguetería, regalería y otros. Los artículos son importados por Alamo.

FIX considera que las compañías poseen un fuerte vínculo operacional y estratégico y reputacional con significativa participación de Alamo, que opera como principal centro de costos de las tres compañías canalizando mayoritariamente las importaciones de papel, y de los artículos de librería artística, comercial, bazar, y regalaría. Alamo es el mayor generador de ingresos y EBITDA del grupo. Adicionalmente cuentan con estrategias comerciales conjuntas. Todas las empresas son codeudoras solidarias de los bonos emitidos por los otros miembros del grupo.

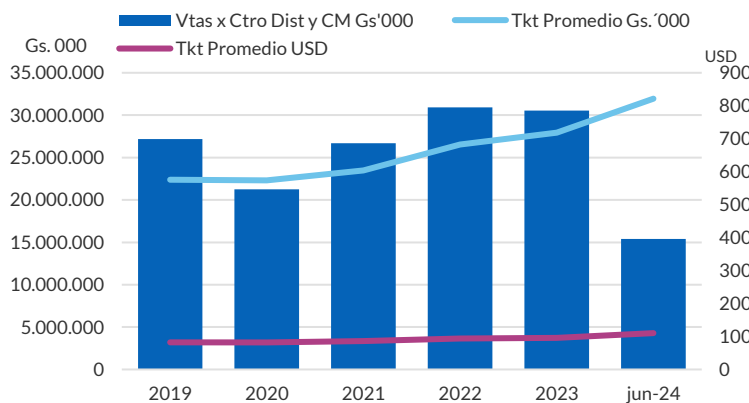
Esege S.A. se incorpora al grupo en 2009. Su principal actividad es la importación y comercialización de papeles, cartones, cartulinas especiales, resmas e insumos gráficos. En las sucursales cuentan con área dedicado a servicios gráficos, cortes, plastificado y troquelado. Al 31.12.2023, registró ventas totales por el equivalente de USD 6,9 millones. Los inmuebles propios totalizan 6722m2 comprendiendo la casa matriz, depósito y CD Lambaré. Las tiendas y un depósito son alquilados erogando alquileres mensuales en el orden de USD 7mil.

Durante el año fiscal finalizado diciembre 2023, Esege efectuó compras de papel, carton, e insumos gráficos por un equivalente de USD 3,4 millones, de los cuales, el 84% correspondió a materia prima, mercaderías e insumos importados. El principal origen es Brasil, que concentra el 76% de esas compras. A nivel local Alamo (cia. relacionada) provee el 90% de las compras locales. El papel representa el 61% de las compras, seguido de resmas (13%) y el resto son insumos gráficos, escolar/escritorio.

Las ventas de ESEGE se concentran mayoritariamente en la casa matriz y el centro de distribución (60%) y el 40% en las tiendas que son 4. A junio 2024, en los centros de

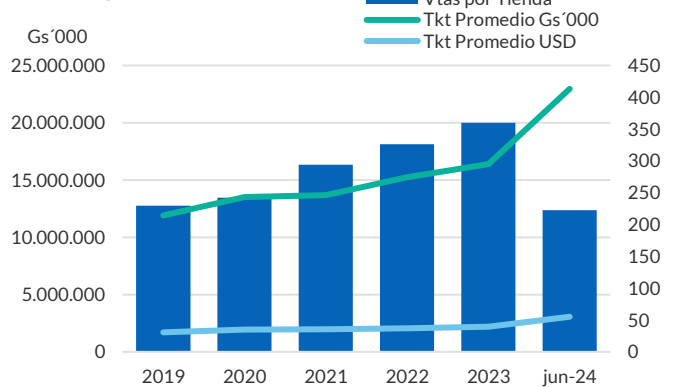
distribución el ticket promedio asciende a USD 110 vs. USD 96 para el cierre diciembre 2023. El ticket promedio por tienda a junio 2024 ronda los USD 55 vs. USD 39 del cierre diciembre 2023.

### Vtas. Por Centro Dist y C Matriz



Fuente: Información de la empresa, Fix SCR

### Ventas por Tiendas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Si bien, el Grupo Alamo posee un esquema de integración vertical y alcance geográfico dentro de Paraguay, el mismo excluye sus principales insumos estratégicos lo que expone a la compañía a variaciones en los precios de la materia prima y a una posible mayor volatilidad en los flujos. Las compras de materia prima (papel y cartón) y mercaderías a proveedores del exterior representan el 81% de las compras totales. Las compras de materia prima importada representan el 81% de las importaciones, habiendo en este rubro concentración con un proveedor que representa el 41% de las compras (compañía Suzano) Alamo y Esege intentan mitigar el riesgo de variación de precios realizando compras anticipadas en grandes cantidades a Compañía Suzano (calificación confirmada por Fitch Ratings a marzo 2024 en BBB- a escala internacional y AAA (bra) a escala local)

### Posición competitiva

Alamo cuenta con certificación de origen de producción nacional en resmas de papel bajo 5 marcas comerciales, y compite con otras tres marcas de resmas importadas por sus competidores "Chamex" y "Report" provenientes de Brasil (comercializadas por dos empresas diferentes) y "Executive" (producida por Ledesma, Argentina) comercializada por Industrias Graficas Nobel. En el mercado de Resmas, Alamo tiene una participación superior al 45%, ya que el mismo luego de la pandemia quedaron, tan solo, 3 compañías locales.

En el mercado de cuadernos, existen 8 productos nacionales y uno importado, Alamo con marca propia lidera con 60% del mercado total.

### Estrategia del management

La estrategia del grupo es incrementar su participación en el mercado a partir del crecimiento en centros de distribución y tiendas de ventas minoristas. Con una inversión estimada en USD 15 millones, el Grupo Alamo planea incorporar 12 nuevas tiendas (3 Alamo, y 9 Nova), construir y/o ampliar 4 centros de distribución (3 Alamo, y 1 Esege) en el período 2023-2032, lo cual se sumaran a las 16 tiendas operativas (5 Alamo, 4 Esege y 7 Nova) y 8 centros de distribución (4 Alamo, 2 Esege y 2 Nova) y a la planta productiva de Alamo, lo cual se sumaran a las 16 tiendas operativas (5 Alamo, 4 Esege y 7 Nova) y 8 centros de distribución (4 Alamo, 2 Esege y 2 Nova) y planta productiva de Alamo. El crecimiento le permitirá incrementar en un 35% el volumen de venta del grupo consolidado (pasando de un estimado USD 40 millones en 2024 a 54 millones en 2027) y obtener EBITDA para 2027 cercano a los USD 12 millones con un margen del 22%, versus USD 8 millones y 20% respectivamente estimado para 2024. Las inversiones totales serán financiadas parcialmente con la emisión de deuda incremental en el mercado de capitales.

### Administración y calidad de los accionistas

Los principales accionistas de las tres compañías son los Señores Ricardo Maldonado Troxler y Daniel Maldonado Troxler, en los casos de Alamo y Esege con 50% de tenencia accionaria cada uno, y en el caso de Librería y Papelería Nova 34% y 33% respectivamente, siendo el tercer accionista el Señor Santiago Maldonado Troxler 33%.

Todos los socios tienen formación profesional, su vasta experiencia y know-how del sector imprenta, distribución de papel y gráfica adquirida desde su juventud, en empresas que pertenecieron al socio fundador Santiago Maldonado y en las que se formaron sus hijos, quienes luego se independizaron fundando las empresas del grupo.

Adicionalmente, el grupo se complementa con BR Champion S.A. compañía controlada en partes iguales por Ricardo Maldonado Troxler y Daniel Maldonado Troxler y que está dedicada a convertir y maquila de papel, dedicada a la fabricación de cuadernos escolares, universitarios, resmas y otros tipos de artículos de papelería, ubicada en Ciudad del Este. Hasta el año anterior contaban con una empresa relacionada cuyo nombre comercial era Papel&Cia, de la que Daniel Maldonado Troxler era accionista desde 2019 del 50% del paquete accionario durante el curso del año 2023 esas acciones fueron transferidas a la cónyuge de Daniel Maldonado Troxler.

### Riesgos del sector

El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Debido a esto, las expectativas de demanda deprimida tienden a que el consumo se retraiga. No obstante, el sector de conversión de papel, no se encuentra directamente afectado por estas dinámicas ya que su demanda se encuentra más asociada a la matrícula escolar y crecimiento de la población.

De todos modos, si bien la demanda es relativamente estable, los niveles de producción y los costos de la industria pueden verse afectados por la disponibilidad y precios internacionales de las materias primas. Hasta la fecha, en Paraguay no existen empresas que produzcan papel de impresión y copiado desde la pulpa o celulosa, por lo que las empresas de papelería e impresión importan grandes formatos de papel (en rollos y bobinas), principalmente desde Brasil, para posteriormente hacer el corte y producción del papel final (conversión). De esta forma, las variaciones en el tipo de cambio real afectan la rentabilidad de la compañía. Los productos finales incluyen papel de impresión y copiado de varios formatos, cuadernos, packaging, artículos escolares y oficina, entre otros, cuyos costos de producción dependen mayormente de mano de obra y energía.

Adicionalmente, los productores de papel local cuentan con ciertas ventajas a la hora de presentarse a licitaciones para suministrar de resmas, cuadernos, útiles escolares y de oficinas para compras del sector público, lo que dificulta el acceso de los conversores de papel a materias primas extranjeras a dichos procesos.

La compañía intenta mitigar el riesgo de variación de precios realizando compras anticipadas en grandes cantidades a sus principales proveedores que permiten acordar precios con fuertes descuentos, aunque tiende a incrementar las necesidades de financiar capital de trabajo.

### Factores de riesgo de la compañía

- Estacionalidad de ventas: Las compañías del Grupo Alamo concentra el gran parte de sus ventas de cuadernos y papelería y artículos escolares y de oficina entre enero y abril (*Back to School*) en relación con el ciclo escolar, generando necesidades de capital de trabajo y financiamiento estacionales, con el consecuente impacto en la generación de fondos. De igual forma, las ventas de juguetes y piscinas se concentran entre noviembre y enero debido al verano y las fiestas.
- Exposición a precios de materias primas: La actividad se encuentra expuesta a las variaciones en los precios de su materia prima principal, el papel. La compañía intenta mitigar el riesgo de variación de precios realizando compras anticipadas en grandes

cantidades a sus principales proveedores que permiten acordar precios con fuertes descuentos y por otro lado con un esquema de integración vertical, lo que le permite contar con certificación de productos locales.

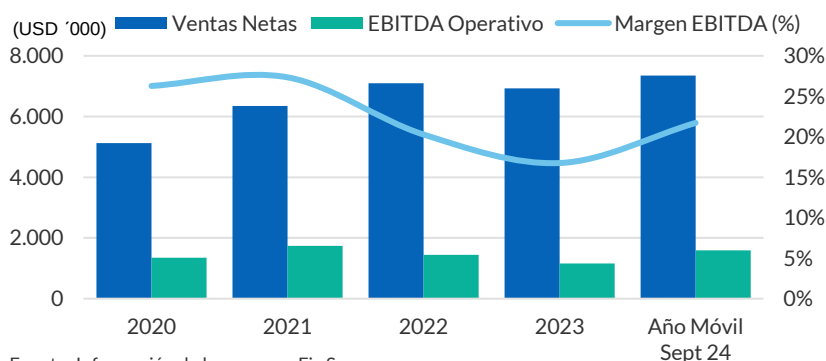
- Concentración de Proveedores de papel: el sector y, en particular Alamo y Esege, se encuentran expuestos a una elevada concentración de proveedores ya que, en promedio, los primeros 5 proveedores representan alrededor del 80% de la materia prima.
- Flujo de Fondos volátil presionado por las necesidades de capital de trabajo
- Ajustada liquidez y elevado endeudamiento de corto plazo.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Al cierre anual a diciembre 2023 se observaba una reducción del EBITDA a USD 1,1 millones, el margen cayendo a 16,9% como producto de mayor presión en costos y ventas casi planas respecto del ciclo anterior. Al cierre del año móvil, (sept. 2024) Esege mantiene un nivel de ingresos promedio en torno a los USD 7 millones con márgenes de EBITDA en promedio del 22% y un nivel de EBITDA promedio en torno a los USD 1,5 millones.

### Evolución Ventas - EBITDA



FIX estima que la compañía aumente los niveles de venta en la medida que concrete el plan de expansión planteado y que mantenga niveles de EBITDA similares a los niveles registrados históricamente.

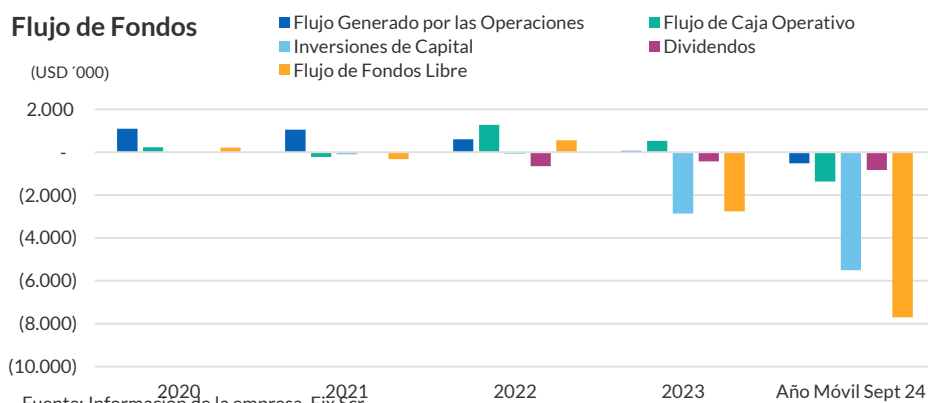
A nivel pro-forma, el Grupo Alamo, con la ejecución del plan de expansión provisto con un crecimiento orgánico que le permitirá incrementar en un 35% el volumen de venta del grupo (pasando de un estimado USD 40 millones en 2024 a 54 millones en 2027) y obtener un nivel de EBITDA para 2027 en torno a USD 12 millones con un margen del 22%, versus USD 8 millones y 20% respectivamente estimado para 2024. Las inversiones totales serán financiadas parcialmente con la emisión de deuda incremental en el mercado de capitales, llegando a un pico de apalancamiento de 4,2x en 2024, dado el timing de 10 años de ejecución de las inversiones.

### Flujo de fondos

Si bien históricamente, ESEGE ha presentado flujos generados por las operaciones (FGO) positivos, al cierre anual diciembre 2023, con ingresos por ventas amesetados, y resultados reducidos el FGO es apenas positivo, con variaciones negativas en activos y pasivos corrientes. La evolución positiva del capital de trabajo resultó en un FCO (flujo de caja operativo) equivalente a USD 500 mil. Las inversiones en expansión de activos fijos y la distribución de dividendos por el equivalente de USD 2,7 millones y USD 403 mil, respectivamente, resultaron en un Flujo de Fondos libre (FFL) negativo en el orden de USD 2,6 millones.

Al cierre del año móvil (septiembre 2024) tanto el FGO como FCO resultaron negativos. Las inversiones de capital por USD 5,5 millones y la distribución de dividendos influyeron en que el FFL final fuese negativo en el equivalente de USD 7,7 millones.

### Flujo de Fondos



### Flujo de Fondos

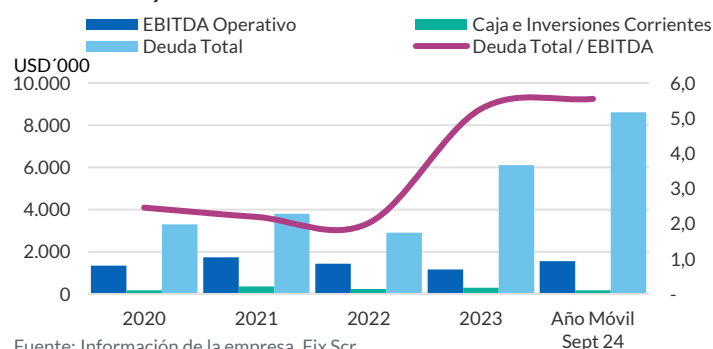
| USD '000                           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023    | Año Móvil Sept 24 |
|------------------------------------|-------|-------|-------|---------|-------------------|
| Ventas                             | 5.561 | 6.348 | 7.312 | 7.233   | 7.143             |
| Flujo Generado por las Operaciones | 1.089 | 1.056 | 602   | 59      | (511)             |
| Variación del Capital de Trabajo   | (853) | 1.271 | 677   | 466     | (855)             |
| Flujo de Caja Operativo            | 236   | (215) | 1.279 | 525     | (1.366)           |
| Inversiones de Capital             | (17)  | (106) | (71)  | (2.868) | (5.499)           |
| Dividendos                         | -     | -     | (655) | (421)   | (832)             |
| Flujo de Fondos Libre              | 219   | 321   | 554   | (2.763) | (7.697)           |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

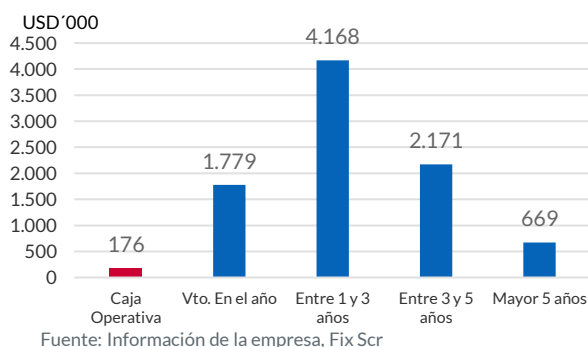
### Estructura de capital

Al cierre 12/2023, ESEGE incrementó su nivel de endeudamiento total, bancario y bursátil al equivalente de USD 6 millones vs. USD 2,9 millones al cierre 2022. La deuda esta denominada en guaraníes e incluye la emisión de bonos por USD 1,2 millones con vencimientos hasta 2027. Tanto la deuda bancaria como la deuda bursátil están totalmente cubiertas con codeudoria de Alamo y de Alamo y Librería y Papelería Nova respectivamente. A septiembre 2024 (año móvil) la deuda total asciende a USD 8,6 millones concentrada en largo plazo (79%) y el financiamiento de largo plazo incluye financiamiento bancario por USD 2,2 millones con codeudoria solidaria de Alamo y codeudoria hipotecaria de Alamo) y la deuda de bonos por el equivalente de USD 4,6 millones con vencimientos hasta 2030. Estos últimos con codeudoria de Alamo y Librería y Papelería Nova.

### Deuda total y Endeudamiento



### Vencimientos ESEGE



## Liquidez

Esege opera históricamente con un nivel de liquidez acotada, al cierre fiscal diciembre 2023, el ratio de EBITDA + disponibilidades cubre 0.3x de su deuda corriente. La deuda total a EBITDA arroja en el cierre 2023 un ratio 5,3x. Al año móvil (septiembre 2024), el ratio deuda total/ebitda se ha incrementado a 5,5x si bien mejoro el ratio de cobertura de deuda de corto plazo por disponibilidades + EBITDA en 1x, mérito de haber reducido la deuda de corto plazo, siendo esta reemplazada por emisión en el mercado bursátil a largo plazo con emisiones de bonos por USD 4,5 millones y vencimientos hasta 2030, utilizados para reestructuración de deuda con Alamo, y requerimiento de capital de trabajo. Las emisiones de bonos cuentan con codeudoria solidaria de Alamo y Librería y Papelería Nova.

### Liquidez - ESEGE S.A.

| USD '000                             | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | Año Móvil<br>Sept 24 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|----------------------|
| EBITDA Operativo                     | 1.347 | 1.742 | 1.446 | 1.168 | 1.557                |
| Caja e Inversiones Corrientes        | 171   | 355   | 242   | 299   | 176                  |
| Deuda Corto Plazo                    | 3.306 | 3.802 | 2.901 | 4.833 | 1.776                |
| Deuda Largo Plazo                    | 0     | 0     | 0     | 1.276 | 6.828                |
| Deuda Total                          | 3.306 | 3.802 | 2.901 | 6.108 | 8.604                |
| Deuda Total / EBITDA                 | 2,5   | 2,2   | 2,0   | 5,2   | 5,5                  |
| Indicadores Crediticios              |       |       |       |       |                      |
| EBITDA / Deuda CP                    | 0,4   | 0,5   | 0,5   | 0,2   | 0,9                  |
| EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP | 0,5   | 0,5   | 0,6   | 0,3   | 1,0                  |
| Deuda Total / EBITDA                 | 2,5   | 2,2   | 2,0   | 5,2   | 5,5                  |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Las proyecciones iniciales de Esege consideraban la emisión de deuda pública en el orden de USD 1.4millones, siendo el destino de los fondos 60% a reestructuración de pasivos y un 40% inversiones en proyectos de expansión, de forma de cancelar parte de sus vencimientos de corto plazo además de financiar sus necesidades de Capex que consisten en ampliar su actividad al rubro de gráfica i.e. serigrafía, sublimación y ploteo, además de ampliar su flota vehicular, las instalaciones de sus centros de distribución y tiendas, e incorporar una nueva sucursal en 2024. La emisión de deuda pública hasta noviembre 2024 se ubica en Gs. 24,500 millones (equivalentes de USD 3,14 millones). Las emisiones cuentan con codeudoría solidaria de Alamo y Librería y Papelería Nova.

## Fondeo y flexibilidad financiera

Todas las empresas del grupo cuentan con facilidades disponibles en varias instituciones financieras de Paraguay. En el caso particular de Esege opera con préstamos de corto plazo para financiar las necesidades de capital de trabajo garantizadas con codeudoria solidaria de socios. Al 30 de septiembre, contaba con límites ociosos por USD 1 millón entre líneas bancarias de corto plazo y emisiones de deuda en el mercado de capitales.



## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - ESEGE

(miles de Gs, año fiscal finalizado en diciembre)

#### Cifras no Consolidadas

| Normas Contables                              | NIF*       | NIF*      | NIF*      | NIF*       | NIF*       | NIF*      |
|-----------------------------------------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|
| Período                                       | Año Móvil  | sep-24    | 2023      | 2022       | 2021       | 2020      |
|                                               | 12 meses   | 9 meses   | 12 meses  | 12 meses   | 12 meses   | 12 meses  |
| <b>Rentabilidad</b>                           |            |           |           |            |            |           |
| EBITDA Operativo                              | 11.611.291 | 8.128.882 | 8.515.682 | 10.103.765 | 11.812.381 | 9.129.219 |
| EBITDAR Operativo                             | 11.611.291 | 8.128.882 | 8.515.682 | 10.103.765 | 11.812.381 | 9.129.219 |
| Margen de EBITDA                              | 21,8       | 20,7      | 16,9      | 20,4       | 27,5       | 26,3      |
| Margen de EBITDAR                             | 21,8       | 20,7      | 16,9      | 20,4       | 27,5       | 26,3      |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 0,4        | 3,5       | 2,9       | 9,0        | 13,5       | 15,6      |
| Margen del Flujo de Fondos Libre              | (107,8)    | (85,7)    | (38,2)    | 7,6        | (5,1)      | 3,9       |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio          | 8,9        | 10,1      | 8,1       | 12,0       | 32,2       | 26,1      |

#### Coberturas

|                                                           |       |       |       |      |       |      |
|-----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| FGO / Intereses Financieros Brutos                        | 0,1   | 0,9   | 1,2   | 2,7  | 3,7   | 3,5  |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos                     | 2,7   | 2,2   | 3,6   | 4,2  | 4,5   | 3,4  |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)   | 2,7   | 2,2   | 3,6   | 4,2  | 4,5   | 3,4  |
| EBITDA / Servicio de Deuda                                | 0,6   | 0,5   | 0,2   | 0,4  | 0,4   | 0,4  |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda                      | 0,6   | 0,5   | 0,2   | 0,4  | 0,4   | 0,4  |
| FGO / Cargos Fijos                                        | 0,1   | 0,9   | 1,2   | 2,7  | 3,7   | 3,5  |
| FFL / Servicio de Deuda                                   | (2,9) | (2,1) | (0,5) | 0,3  | 0,0   | 0,2  |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | (2,9) | (2,1) | (0,4) | 0,3  | 0,1   | 0,2  |
| FCO / Inversiones de Capital                              | (0,2) | (0,3) | 0,2   | 18,1 | (2,0) | 14,2 |

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

|                                                              |       |      |      |       |       |       |
|--------------------------------------------------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| Deuda Total Ajustada / FGO                                   | 145,4 | 16,3 | 15,9 | 3,3   | 2,7   | 2,4   |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA      | 5,8   | 6,2  | 5,2  | 2,1   | 2,2   | 2,5   |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 5,7   | 6,1  | 5,0  | 1,9   | 2,0   | 2,4   |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo                     | 5,8   | 6,2  | 5,2  | 2,1   | 2,2   | 2,5   |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo                 | 5,7   | 6,1  | 5,0  | 1,9   | 2,0   | 2,4   |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                        | 9,9   | 11,2 | 7,3  | 10,1  | 10,8  | 12,0  |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%)                          | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)                          | 20,6  | 20,6 | 79,1 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

#### Balance

|                                                         |             |             |             |            |            |            |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Total Activos                                           | 130.803.850 | 130.803.850 | 104.426.294 | 77.602.667 | 75.354.259 | 65.511.811 |
| Caja e Inversiones Corrientes                           | 1.371.022   | 1.371.022   | 2.172.812   | 1.777.295  | 2.444.884  | 1.180.385  |
| Deuda Corto Plazo                                       | 13.849.277  | 13.849.277  | 35.175.640  | 21.311.487 | 26.182.946 | 22.810.568 |
| Deuda Largo Plazo                                       | 53.235.535  | 53.235.535  | 9.284.163   | 0          | 0          | 0          |
| Deuda Total                                             | 67.084.812  | 67.084.812  | 44.459.803  | 21.311.487 | 26.182.946 | 22.810.568 |
| Deuda asimilable al Patrimonio                          | 0           | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio          | 67.084.812  | 67.084.812  | 44.459.803  | 21.311.487 | 26.182.946 | 22.810.568 |
| Deuda Fuera de Balance                                  | 0           | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 67.084.812  | 67.084.812  | 44.459.803  | 21.311.487 | 26.182.946 | 22.810.568 |
| Total Patrimonio                                        | 49.941.765  | 49.941.765  | 52.281.304  | 50.843.279 | 46.219.739 | 38.384.824 |
| Total Capital Ajustado                                  | 117.026.577 | 117.026.577 | 96.741.107  | 72.154.766 | 72.402.685 | 61.195.392 |



|                                                         |              |              |              |             |             |             |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Flujo de Caja</b>                                    |              |              |              |             |             |             |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO)                | (3.806.973)  | (541.000)    | 412.063      | 4.082.030   | 7.157.558   | 6.804.286   |
| Variación del Capital de Trabajo                        | (6.375.279)  | (5.831.177)  | 3.256.979    | 4.589.369   | (8.616.716) | (5.329.175) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                           | (10.182.252) | (6.372.177)  | 3.669.043    | 8.671.399   | (1.459.157) | 1.475.111   |
| <b>Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total</b> |              |              |              |             |             |             |
| Inversiones de Capital                                  | (41.003.459) | (21.115.829) | (20.033.465) | (478.368)   | (715.224)   | (103.984)   |
| Dividendos                                              | (6.200.000)  | (6.200.000)  | (2.938.662)  | (4.438.662) | 0           | 0           |
| Flujo de Fondos Libre (FFL)                             | (57.385.710) | (33.688.004) | (19.303.083) | 3.754.370   | (2.174.378) | 1.371.135   |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto           | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           |
| Otras Inversiones, Neto                                 | (22.893)     | (132.350)    | (363.936)    | 0           | 0           | 0           |
| Variación Neta de Deuda                                 | 53.107.737   | 31.269.027   | 20.062.537   | (4.421.958) | 3.047.135   | (115.599)   |
| Variación Neta del Capital                              | 0            | 0            | 0            | 0           | 391.746     | (1.620.278) |
| Otros (Inversión y Financiación)                        | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           |
| Variación de Caja                                       | (4.300.866)  | (2.551.327)  | 395.518      | (667.588)   | 1.264.503   | (364.742)   |
| <b>Estado de Resultados</b>                             |              |              |              |             |             |             |
| Ventas Netas                                            | 53.256.684   | 39.325.503   | 50.531.638   | 49.579.621  | 43.023.093  | 34.738.637  |
| Variación de Ventas (%)                                 | 7,4          | 7,4          | 1,9          | 63,1        | 23,8        | (13,0)      |
| EBIT Operativo                                          | 11.069.188   | 8.128.882    | 7.973.579    | 9.642.763   | 11.371.487  | 8.672.511   |
| Intereses Financieros Brutos                            | 4.268.327    | 3.625.048    | 2.385.063    | 2.390.541   | 2.648.532   | 2.711.928   |
| Alquileres                                              | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           |
| Resultado Neto                                          | 4.421.461    | 3.860.460    | 4.157.853    | 5.817.363   | 7.443.169   | 5.015.938   |

\* Normas de Información Financiera emitidas por el Consejo de Contadores Públicos de Paraguay

## Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- USD: dólar estadounidense
- CAPEX: inversión de capital
- Inter-company: Entre compañías.
- Know-how: Conocimiento o experiencia previa.
- Timing: Tiempos.

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos G1 por Gs 30.000 Millones.

#### *Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 1:*

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 3.000 millones.

Tasa de interés: 13% p.a.

Plazo de vencimiento: 1272 días.

Pago de capital: 02/09/2026.

Pago de interés: Bimestral

Fechas de pagos de intereses: 11/05/2023; 10/07/2023; 08/09/2023; 09/11/2023; 08/01/2024; 09/05/2024; 08/07/2024; 06/09/2024; 07/11/2024; 08/01/2025; 11/3/2025; 12/05/2025; 11/07/2025; 11/09/2025; 10/11/2025; 09/01/2025; 12/03/2026; 13/05/2026; 14/07/2026, y 02/09/2026.

Destino de los fondos: Los fondos serán destinado en un 60% reestructuración de pasivos y 40% inversiones en proyectos de expansión.

Garantía: Común.

Co-deudoría cruzada de las empresas del Grupo Álamo: Nova S.A. y Alamo S.A.

#### *Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 2:*

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 5.000 millones.

Tasa de interés: 11,40% p.a.

Plazo de vencimiento: 730 días.

Pago de capital: 26/12/2025.

Pago de interés: Bimestral

Fechas de pagos de intereses: 26/02/2024; 26/04/2024; 26/06/2024; 26/08/2024; 25/10/2024; 23/12/24; 24/02/2025; 25/04/2025; 24/06/2025; 25/08/2025; 24/10/2025 y 26/12/2025.

Destino de los fondos: Los fondos serán destinado en un 60% reestructuración de pasivos y 40% inversiones en proyectos de expansión.

Garantía: Común.

Co-deudoría cruzada de las empresas del Grupo Álamo: Nova S.A. y Alamo S.A.

#### *Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 3:*

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 5.000 millones.

Tasa de interés: 12,75% p.a.

Plazo de vencimiento: 1826 días.

Pago de capital: 17/04/29.

Pago de interés: Bimestral

Fechas de pagos de intereses: 20/06/2024; 19/08/2024; 18/10/2024; 26/08/2024; 25/10/2024; 19/12/2024; 17/02/2025; 16/04/2025; 16/06/2025; 14/08/2025; 14/10/2025; 15/12/2025; 13/02/2026; 14/04/2026; 11/06/2026; 13/08/2026; 13/10/2026; 14/12/2026; 12/02/2027; 13/04/2027; 14/06/2027; 13/08/2027; 12/10/2027; 13/12/2027; 11/02/2028; 11/04/2028; 13/06/2028; 14/08/2028; 12/10/2028; 14/12/2028; 12/02/2029 y 17/04/2029

Destino de los fondos: Los fondos serán destinado en un 60% reestructuración de pasivos y 40% inversiones en proyectos de expansión.

Garantía: Común.

Co-deudoría cruzada de las empresas del Grupo Álamo: Nova S.A. y Alamo S.A.

**Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 4:**

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 5.000 millones.

Tasa de interés: 12,50% p.a.

Plazo de vencimiento: 2191 días.

Pago de capital: 17/04/2030.

Pago de interés: Bimestral

Fechas de pagos de intereses: 20/06/2024; 19/08/2024; 18/10/2024; 19/12/2024; 17/02/2025; 16/04/2025; 16/06/2025; 14/08/2025; 14/10/2025; 15/12/2025; 13/02/2026; 14/04/2026; 11/06/2026; 13/08/2026; 13/10/2026; 14/12/2026; 12/02/2027; 13/04/2027; 14/06/2027; 13/08/2027; 12/10/2027; 13/12/2027; 11/02/2028; 11/04/2028; 13/06/2028; 14/08/2028; 12/10/2028; 14/12/2028; 12/02/2029; 17/04/2029; 18/06/2029; 17/08/2029; 18/10/2029; 17/12/2029; 15/02/2030 y 17/04/2030

Destino de los fondos: Los fondos serán destinado en un 60% reestructuración de pasivos y 40% inversiones en proyectos de expansión.

Garantía: Común.

Co-deudoría cruzada de las empresas del Grupo Álamo: Nova S.A. y Alamo S.A.

**Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 5:**

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 6.500 millones.

Tasa de interés: 11,15% p.a.

Plazo de vencimiento: 1820 días.

Pago de capital: Al vencimiento 16/07/2029

Pago de interés: Bimestral

Fechas de pagos de intereses: 20/09/2024; 20/11/2024; 20/01/2025; 21/03/2025; 21/05/2025; 21/07/2025; 19/09/2025; 19/11/2025; 19/01/2026; 20/03/2026; 20/05/2026; 20/07/2026; 18/09/2026; 18/11/2026; 18/01/2027; 19/03/2027; 19/05/2027; 17/07/2027; 17/09/2027; 17/11/2027; 17/01/2028; 17/03/2028; 17/05/2028; 17/07/2028; 15/09/2028; 15/11/2028; 15/01/2029; 16/03/2029; 16/05/2029 y 16/07/2029

Destino de los fondos: Los fondos serán destinado en un 60% reestructuración de pasivos y 40% inversiones en proyectos de expansión.

Garantía: Común.

Co-deudoría cruzada de las empresas del Grupo Álamo: Nova S.A. y Alamo S.A.

## Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **27 de diciembre de 2024**, confirmó(\*) en Categoría **BBB+py** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Esege S.A.** En el mismo consejo, confirmó(\*) en la Categoría **pyBBB+**, la calificación de instrumentos del siguiente programa de emisión global de bonos a ser emitidas por la compañía:

- Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 30.000 millones.
- Serie 1 por Gs. 3.000 millones dentro del Programa de Emisión Global de Bonos G1.

Asimismo, en dicho consejo se asignó en Categoría **pyBBB+**, la calificación de las siguientes series emitidas bajo el PEG G1:

- Serie 2 por Gs.5.000 millones dentro del Programa de Emisión Global de Bonos G1.
- Serie 3 por Gs.5.000 millones dentro del Programa de Emisión Global de Bonos G1.
- Serie 4 por Gs.5.000 millones dentro del Programa de Emisión Global de Bonos G1.
- Serie 5 por Gs.6.500 millones dentro del Programa de Emisión Global de Bonos G1.

La **Tendencia** es **Estable**.

**Categoría BBB:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Tendencia de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. Las tendencias reflejan perspectivas financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicho comportamiento se mantiene. La Tendencia puede ser:

- Fuerte (+): Indica que la calificación podría subir.
- Estable: Indica que la calificación no se modificaría.
- Sensible (-): Indica que la calificación podría bajar.

Una tendencia sensible o fuerte no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con tendencia estable puede ser cambiada antes de que la tendencia se modifique a fuerte o sensible si existen elementos que lo justifiquen.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

## Anexo V

Conforme a la regulación vigente de rigor, se informa lo siguiente:

- Fecha de la calificación: 27 de diciembre de 2024.
- Tipo de reporte: Revisión Anual.
- Estados Financieros referidos al 30.09.2024 y 31.12.2023
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
  - [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)
  - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
  - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: [info@fixscr.com](mailto:info@fixscr.com)
  - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
  - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
  - (+595) 21 203 030 / [alejandro.piera@ghp.com.py](mailto:alejandro.piera@ghp.com.py)

| Entidad                                                                         | Calificación Local |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| Esege S.A. Emisor                                                               | BBB+py             |
| Esege S.A. Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 30.000 millones | pyBBB+             |
| Esege S.A. Serie 1 G1 por Gs. 3.000 millones                                    | pyBBB+             |
| Esege S.A. Serie 2 G1 por Gs. 5.000 millones                                    | pyBBB+             |
| Esege S.A. Serie 3 G1 por Gs. 5.000 millones                                    | pyBBB+             |
| Esege S.A. Serie 4 G1 por Gs. 5.000 millones                                    | pyBBB+             |
| Esege S.A. Serie 5 G1 por Gs. 6.500 millones                                    | pyBBB+             |
| Esege S.A. 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.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: [www.fixscr.com/metodologia](http://www.fixscr.com/metodologia).

El procedimiento de calificación se puede encontrar en: <https://www.fixscr.com>

### Nomenclatura

**Categoría BBBpy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyBBB:** 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.



Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, “py” para las calificaciones nacionales en Paraguay.

Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Descripción general

La evaluación practicada por FIX SCR S.A. se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la entidad y aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente en este caso, se consideró la siguiente información.

- Perfil del negocio.
- Posición competitiva.
- Administración y calidad de los accionistas.
- Riesgos del sector.
- Rentabilidad.
- Flujo de fondos.
- Liquidez y estructura de capital.
- Fondeo y flexibilidad financiera.

También se mantuvieron reuniones con la administración superior. Cabe señalar que no es responsabilidad de la firma calificadora la verificación de la autenticidad de la información.

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Balances intermedios hasta el 30/09/2024 (9 meses), suministrados por la compañía.
- Balances anuales hasta el 31/12/2023 (12 meses), suministrados por la compañía.
- Auditor Externo: Consultora Alemana Paraguaya.
- Prospecto provisional del Programa de Emisión Global de Bonos G1 por Gs. 30.000 millones provisto por el emisor.
- Prospecto de la SERIE 1 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta 3.000 millones
- Prospecto de la SERIE 2 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta 5.000 millones:
- Prospecto de la SERIE 3 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta 5.000 millones
- Prospecto de la SERIE 4 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta 5.000 millones
- Prospecto de la SERIE 5 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta 6.500 millones
- Información de gestión suministrada por la compañía.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.SR