

	Dic. 2023	Dic. 2024
Solvencia	BBB-py	BBB-py
Tendencia	Estable	Estable

\* Detalle de calificaciones en Anexo.

INDICADORES RELEVANTES			
	2022	2023	Sep. 24*
Ingresos	34.172	36.216	30.535
Ebitda	2.652	1.996	1.960
Deuda Financiera	8.127	11.254	15.364
Deuda Financiera Ajustada	8.585	11.254	15.364
Margen Operacional	6,9%	4,8%	5,7%
Margen Ebitda	7,8%	5,5%	6,4%
Endeudamiento total	0,5	0,9	1,1
Endeudamiento financiero	0,3	0,5	0,8
Endeudamiento financiero Aj. (1)	0,3	0,5	0,8
Ebitda / Gastos Financieros	10,1	1,4	1,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda	3,2	5,6	6,8
Deuda Financiera Neta Ajustada (1) / Ebitda	3,1	5,3	6,2
FCNOA / Deuda Financiera	-43,3%	64,8%	51,7%

\* Indicadores anualizados donde corresponda

(1) Deuda financiera ajustada corresponde a deuda financiera menos los intereses por pagar.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Diversificación de proveedores					
Buen posicionamiento de marcas representadas					
Diversificación de canales de venta					
Manejo de inventario y exposición a riesgos logísticos					
Industria competitiva y sensible al ciclo económico					

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Thyare Garín  
thyare.garin@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

La calificación “BBB-py” asignada a la solvencia de Music Hall S.A.E.C.A. (Music Hall) refleja un perfil de negocios calificado como “Adecuado” y una posición financiera calificada como “Intermedia”.

Music Hall fue fundada en 1958, operando en sus primeros años como casa de discos. En la actualidad, la compañía se dedica a la importación, distribución y venta *retail* de instrumentos musicales, accesorios, artículos de audio profesional y audio hogar, siendo el principal importador de instrumentos en el país. Dado lo anterior, la compañía representa a distintas marcas en el país, manteniendo la representación exclusiva de Yamaha, además de mantener contratos con marcas como Fender, Marantz y Audio Technica, entre otras.

La compañía cuenta con 6 sucursales en Paraguay, las cuales consisten en su casa matriz y 4 sucursales en Asunción, a lo cual se suma una sucursal ubicada en Ciudad del Este. Asimismo, a través de la filial Music Hall Chile S.p.A, manejan una filial en Santiago, Chile.

A septiembre de 2024, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs. 30.535 millones presentando una variación positiva de 22,2% respecto al mismo trimestre de 2023 tras una recuperación continua hasta niveles cercanos a los exhibidos pre-pandemia. Asimismo, los costos y gastos tuvieron un comportamiento similar con un aumento de 22,5% anual hasta situarse en los Gs. 28.781 millones.

Con todo, la generación de Ebitda alcanzó los Gs. 1.960 millones, siendo un 15,2% superior a septiembre de 2023. Así, el margen Ebitda fue de 6,4% al tercer cuarto de 2024 (5,5% a diciembre de 2023 y 6,8% a septiembre de 2023).

La generación de flujos de la compañía mantiene un comportamiento dispar debido a las necesidades de capital de trabajo que conlleva la operación inherente a la industria en la que participa la entidad, considerando los niveles de inventarios necesarios para mantener sus niveles de actividad. Para ello, es fundamental la estrategia utilizada por la entidad para el manejo de sus inversiones, inventarios y cuentas por cobrar.

Durante el horizonte de estudio, la generación de flujos de Music Hall ha evidenciado periodos con flujos negativos, como en 2015, 2018 y 2022. Al cierre de 2023, el indicador de flujo de caja neto operacional (FCNOA,) sobre deuda financiera, fue de 64,8%, en comparación con el -41,0% registrado en diciembre de 2022. A septiembre de 2024, este índice se situó en un 51,7% (46,1% al mismo cuarto de 2023).

Los niveles de deuda financiera ajustada (la cual descuenta del monto los intereses por pagar capitalizados) han evidenciado un fuerte crecimiento a partir de 2022 producto del plan de inversiones realizado por la entidad. A raíz de lo anterior, en febrero de 2024, Music Hall emitió el PEG G1 por un monto total de Gs. 8.500 millones, con un plazo de hasta 7 años, cuyo uso de fondos fue destinado entre un 20% y 25% para el financiamiento de capital operativo y hasta un 75% para la reestructuración de pasivos financieros al largo plazo. Hasta junio de 2024 se realizó la colocación total del PEG a través de seis series de bonos.

De esta manera, durante los primeros nueve meses, la deuda financiera ajustada alcanzó los Gs. 15.364 millones, registrando un crecimiento del 36,5% en comparación al cierre del año anterior.

En 2023 y 2024, la compañía realizó importantes repartos de dividendos, generando una contracción del patrimonio hasta los Gs. 19.740 millones a septiembre de 2024, lo que, sumado al incremento de las obligaciones financieras, gatilló una subida del *leverage* financiero alcanzando las 0,5 veces a diciembre de 2023 y 0,8 veces al tercer trimestre de 2024.

En cuanto a los indicadores de cobertura de Music Hall, con la incorporación de nueva deuda financiera, se han observado indicadores por sobre los parámetros históricos. Ello, queda reflejado con un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda que se situó en las 6,2 veces a

septiembre de 2024 (3,3 veces al mismo trimestre anterior) y una cobertura de Ebitda sobre gastos financieros en las 1,1 veces (2,3 veces al tercer trimestre de 2023).

La compañía cuenta con una liquidez “Satisfactoria”, la cual contempla, a septiembre de 2024, un nivel de caja por Gs. 1.414 millones, con una generación de Ebitda y FCNOA anualizados por Gs. 2.254 millones y Gs. 7.937 millones, respectivamente. Ello, en comparación con vencimientos de deuda de corto plazo por Gs. 5.491 millones.

## TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Incorpora que la entidad continuará realizando su plan estratégico y financiero, lo que, sumado a niveles de actividad similares a los esperados, permitiría mantener la rentabilización del negocio, a pesar de un escenario desafiante en términos de consumo. Ello considera que la compañía mantendrá un adecuado manejo de inventario y las necesidades de financiar el capital de trabajo.

ESCENARIO DE BAJA: Se generaría ante condiciones del mercado más desafiantes, por sobre lo esperado en el escenario base, y/o ante políticas financieras menos conservadoras que deterioren los indicadores crediticios por sobre lo observado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo, sin embargo, se podría gatillar ante un mayor conservadurismo financiero que mejore estructuralmente los indicadores crediticios por sobre el escenario base.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Líder de mercado en su segmento, aunque su posición está limitada por participación en un nicho dentro de la industria del *retail*.
- Representación de marcas con buen posicionamiento a nivel global y local.
- Exposición a variaciones del tipo de cambio mitigada por venta en dólares a mayoristas.
- Adecuada diversificación en canales de venta.
- Participación en industria altamente competitiva y sensible al ciclo económico.

#### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

- Recuperación en la generación Ebitda, con márgenes expuestos a los ciclos económicos.
- Nivel de endeudamiento presionado por el fuerte reparto de dividendos.
- Capacidad de generación de flujos de la operación evidencia volatilidades inherentes a la industria en la que participa.
- Menor holgura en los indicadores de cobertura tras el financiamiento del plan de inversiones y mayores requerimientos de capital de trabajo.
- Posición de liquidez calificada como “Satisfactoria”.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Music Hall S.A.I.C es controlado en un 50% por Genaro Ojeda Cantero y en un 50% por María Cantero de Ojeda.

## PERFIL DE NEGOCIOS

## | ADECUADO

Music Hall S.A.E.C.A. fue fundada en 1958 por Juan M. Ojeda Saldivar y por Carlos Ojeda Saldivar, operando en sus primeros años como casa de discos. En la actualidad, la compañía se dedica a la importación, distribución y venta *retail* de instrumentos musicales, accesorios, artículos de audio profesional y audio hogar, siendo el principal importador de instrumentos en el país.

### DESTACADA PARTICIPACIÓN DE MERCADO IMPULSADA POR MARCAS DE BUEN POSICIONAMIENTO, AUNQUE LIMITADA POR ALCANCE DEL MERCADO OBJETIVO

Music Hall se ha posicionado en el país como un actor relevante en la venta de instrumentos musicales, con participaciones destacadas en el caso de los segmentos de audio hogar y profesional.

La compañía cuenta con 6 sucursales, con presencia en Asunción y en Ciudad del Este, a lo cual se suma su canal *online* y la venta a mayoristas como canales de ventas. Adicionalmente, la compañía mantiene operaciones fuera de Paraguay, con una sucursal abierta en Santiago, Chile, la cual es administrada por su filial Music Hall Chile SpA.

Parte de la estrategia de la compañía para mantener su posición de mercado contempla una amplia variedad de productos mediante su destacada relación comercial con sus principales proveedores, que le han permitido ampliar su catálogo en los últimos años.

Al respecto, dicho catálogo se encuentra repartido entre instrumentos musicales, accesorios, productos de audio hogar y productos de audio profesional.

Adicionalmente, como parte de los servicios complementarios que desarrolla la compañía se encuentra el foco en la atención al cliente, mediante diversos servicios tanto de financiamiento como de post-venta.

Respecto de los servicios a clientes, cabe destacar que la compañía mantiene un servicio técnico interno, con personal especializado en guitarras y equipos electrónicos, además de un club de fidelización a sus clientes, denominado "Music Club".

Asimismo, ofrece la opción de financiamiento a diversos clientes, con opción de pago hasta 15 cuotas. Cabe destacar que esto se ofrece en alianza con la Financiera Paraguayo Japonesa, y son estos últimos quienes asumen el riesgo de financiamiento, mientras que Music Hall recibe la totalidad del monto al momento de la venta.

### RELACIONES ROBUSTAS Y DE LARGA DATA CON MAYORÍA DE SUS PROVEEDORES

En la industria de venta de artículos musicales y de audio, contar con un catálogo amplio de productos de los distintos fabricantes es clave para poder llegar a diversos tipos de clientes, desde usuarios aficionados hasta profesionales. La existencia de contratos que permitan una representación exclusiva, en tanto, se transforma en una ventaja competitiva en este mercado.

Por lo anterior, la compañía se ha enfocado en construir una robusta red de proveedores a lo largo de los años, manteniendo incluso representaciones exclusivas tanto en Paraguay como en Chile, como la representación de Yamaha. También es representante de otras marcas como Fender, Marshall y Audio Technica, entre otras.

A esto se suma la academia musical que mantiene en su casa matriz en alianza con Yamaha, en la cual ofrece clases de distintos instrumentos y de vocalización.

Los contratos con proveedores son, en general, por un periodo de un año con renovación automática. Music Hall también tiene acceso a líneas de crédito con algunos proveedores, lo cual ayuda con su manejo de inventario y de liquidez.

Cabe mencionar que los principales cinco proveedores representan por sobre el 50% de las importaciones de la compañía, lo cual considera que su principal proveedor, Yamaha, concentra más del 30% por sí solo.

La relevante concentración mencionada anteriormente, se ve en parte mitigada por la alta diversificación de productos que reciben de este proveedor.

## ADECUADA DIVERSIFICACIÓN POR CANALES DE VENTA

El principal canal de venta de la entidad es por medio de mayoristas, es decir, ventas a distribuidores en las zonas interiores y fronterizas del Paraguay, mientras que el segundo canal más relevante son las sucursales de la compañía. Sin embargo, a raíz de los efectos de la pandemia, para el caso de distribuidores, se registró una fuerte caída en sus niveles de actividad (2020 y 2021), con un posterior crecimiento acorde con los mayores niveles de actividad.

Adicionalmente, la entidad cuenta con un canal de venta *online*, que le permitió mantener su continuidad operacional durante la pandemia. En este caso, para el transporte en la última milla se aprecia que la compañía maneja dos modalidades: una flota propia, la cual está destinada a realizar despachos para pedidos urgentes, y el uso de terceros, con los cuales cubre despachos normales y despachos fuera de las zonas cubiertas por las sucursales.

## BUSQUEDA DE EFICIENCIAS OPERACIONALES ES EL EJE DEL PLAN DE INVERSIONES PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Uno de los ejes centrales del plan estratégico de Music Hall para los próximos años es la consolidación de sus tiendas, teniendo menos sucursales pero que estas sean de mayor tamaño y con mejor oferta de productos.

El objetivo de esto es buscar la disminución de los costos operacionales relacionados con la reposición y transporte de inventarios entre el centro de distribución de la compañía y sus diversos locales. Asimismo, se busca evitar la canibalización entre los locales de Asunción.

Aunque lo anterior puede implicar que haya zonas que queden sin un local físico, la compañía busca mitigar el riesgo de perder esos clientes incentivando el uso del canal *online* y de los despachos a domicilio.

## NIVELES DE INVENTARIO AUMENTAN EN RELACIÓN CON AÑOS ANTERIORES, EN LÍNEA CON LAS VENTAS OBSERVADAS

Parte importante de la estrategia de negocio de la compañía considera el manejo y control adecuado de los niveles de inventarios, considerando la demanda por productos y su respectiva oferta, además de los días de rotación de este, producto que cambios desfavorables en algunos de estos factores puede afectar las necesidades de capital de trabajo por sobre los rangos estructurales.

Frente a esto, la entidad mantiene una política interna sobre el manejo de inventarios que considera, entre otros factores, proyecciones de forma mensual para evaluar cuánto nuevo inventario necesita adquirir para mantener sus niveles de operación.

Ante ello, los niveles de inventario durante el periodo evaluado han fluctuado entre los Gs. 7.000 millones y Gs. 17.931 millones, alcanzando su mayor nivel a septiembre 2024, acorde con un mayor nivel de actividad.

Cabe destacar, adicionalmente, que la compañía está expuesta a riesgos logísticos, los cuales se vieron aumentados frente a las dificultades en las cadenas logísticas a nivel mundial. Sin embargo, la compañía ha evaluado estos riesgos, contando con alternativas de transporte en caso de que su canal principal tenga dificultades.

Los días de inventario evidenciaron un constante crecimiento desde 2019 hasta fines de 2022 pasando desde los 208,6 días hasta los 306,3 días, respectivamente. No obstante, en 2023 dicho indicador mostró una mejoría, disminuyendo a los 243,6 días y hasta los 230,9 días a septiembre de 2024 (253,4 días al mismo trimestre de 2023).

## PARTICIPACIÓN EN INDUSTRIA SENSIBLE A LOS CICLOS ECONÓMICOS

La industria del *retail* es altamente sensible al ciclo económico, en particular aquella especializada en comercio no alimenticio (bienes durables), debido al efecto directo que tienen las fluctuaciones económicas sobre factores como el poder adquisitivo del consumidor, el volumen de ventas, el acceso al crédito y su capacidad de pago.

Esto se observa en el segmento de representación y venta de instrumentos musicales y artículos de audio, dado que, al no ser bienes de consumo básico, su demanda está más expuesta en periodos adversos.

A nivel mundial, la venta de instrumentos musicales presenta un alto nivel de competencia, muchas veces con fabricantes que están integrados verticalmente hacia adelante y los cuales abarcan múltiples segmentos de clientes, desde aficionados hasta profesionales.

En mercados donde los fabricantes no están presentes directamente, la venta a través de representantes y agentes es una práctica normal, manteniendo un alto nivel de competencia por los contratos con los fabricantes. Se ven bajas barreras de entrada al negocio, a lo cual se suma que los fabricantes pueden contar con más de un representante local. Así, la obtención de contratos exclusivos se puede transformar en una ventaja competitiva.

Al analizar el mercado paraguayo en particular, se observa que este mantiene una exposición a las variaciones del tipo de cambio, lo cual impacta en los márgenes de las empresas en periodos de depreciación del guaraní. Así, las medidas que tomen los competidores para mitigar esta exposición son claves para mantener su posición financiera.

Respecto del nivel de competencia, se observa que este es mayor en la zona fronteriza del Paraguay, dado que hay posibilidades de atender clientes de otros mercados, como el brasileño. Una amenaza latente es la importación directa de productos por parte de los clientes desde el extranjero, frente a lo cual la existencia de catálogos variados y alternativas de financiamiento se transforman en elementos clave para atraer y retener a los clientes.

## — RECUPERACIÓN EN LOS NIVELES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LOS ÚLTIMOS PERIODOS

La venta de instrumentos musicales es altamente sensible a la evolución de la economía que, en el caso paraguayo, es muy dependiente de la actividad de su sector agropecuario, pese a que en el último tiempo se ha mostrado una mayor diversificación de la capacidad productiva del país.

La demanda por instrumentos musicales es particularmente sensible a los periodos recesivos del ciclo económico tanto por su efecto en las expectativas como en el poder adquisitivo de los consumidores.

En el contexto nacional, según cifras preliminares publicadas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre de 2024, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), durante 2023 la actividad nacional evidenció un crecimiento del 4,7% respecto del año anterior. Ello, considera una evolución favorable tanto en el sector primario como en el secundario y de servicios, con una mayor aportación al crecimiento de las industrias de agricultura, electricidad y agua, manufactura y comercio, las que presentaron avances anuales del 23,3%, 16%, 3,1% y 4,4%, respectivamente.

La misma institución prevé para el año 2024 una expansión de la actividad nacional del 4,0% anual, cifra mayor a la proyectada en el informe anterior (3,8% anual). Al respecto, la estimación al alza considera un mejor resultado esperado para el sector comercio y para el sector ganadero, los que presentarían avances del 5,1% y 5,4%, respectivamente (4,9% y 1,6%, en el orden dado, en el informe anterior). En contrapartida, la proyección para el sector de electricidad y agua se revisó a la baja, dadas las condiciones climáticas adversas que afectaron el caudal hídrico del Río Paraná, mientras que la proyección para la actividad de agricultura se mantuvo constante (1,8% anual).

Al excluir la producción agrícola y de binacionales, el PIB evidenció un ajuste al alza hasta un 4,9% desde el 4,5% del informe de junio de 2024.

Por el lado del gasto, se estima un mayor dinamismo en la demanda interna, lo que estaría asociado a un mayor consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, cuyas estimaciones de crecimiento con respecto al informe anterior pasaron de un 4,3% a un 4,7% y de un 5,0% a un 5,8%, respectivamente. Por su parte, las proyecciones de inflación para igual periodo se mantienen en torno a la meta.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando relevantes fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran las tensiones geopolíticas (sobre todo en Medio Oriente) y su potencial efecto sobre la inflación (en particular en la evolución de los precios del petróleo); las condiciones climáticas en las principales regiones que podrían afectar los niveles de producción y precios de los commodities alimenticios; y la posibilidad de una moderación en el crecimiento de la actividad global resultante de la situación en China y Estados Unidos y de una profundización de las políticas proteccionistas.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva 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.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

La sociedad, en general, no se ve afectada por conceptos relacionados con el mejoramiento o inversión de procesos, verificación y control de cumplimiento de ordenanzas y leyes relativas a procesos industriales que pudieran afectar en forma a la protección del medioambiente.

### — SOCIALES

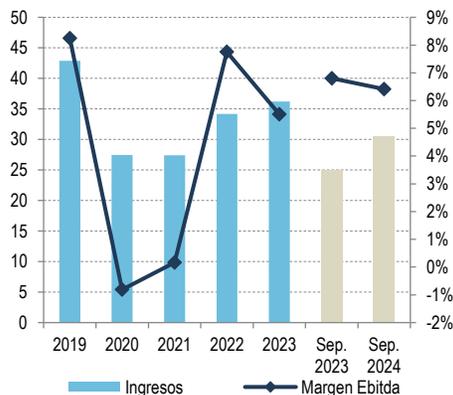
Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica en consideración al vínculo o relación laboral con sus empleados.

### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

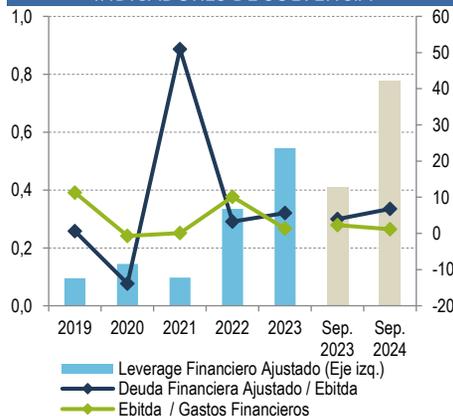
Considera como suficientes aspectos de sus gobiernos corporativos, con la empresa siendo controlada en un 50% por Genaro Ojeda y en un 50% por la familia Ojeda Cantero.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en miles de millones de Gs.

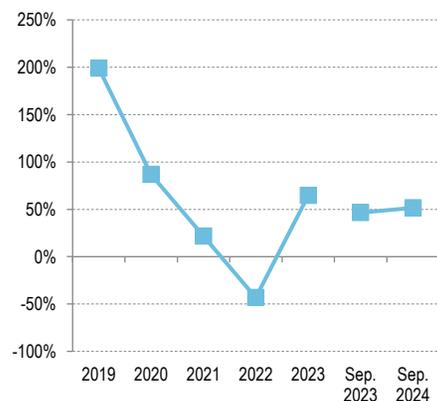


### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



(\*) Cifras trimestrales anualizadas

### INDICADOR DE COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



(\*) Cifras trimestrales anualizadas

## POSICIÓN FINANCIERA

### INTERMEDIA

**Aclaración:** El Estado de Flujo de Efectivo de Music Hall S.A.E.C.A. se confecciona acorde a la normativa paraguaya. Feller Rate utiliza como *input* los Estados Financieros públicos de la compañía, mientras que se reserva su análisis interno bajo interpretaciones subjetivas de estos.

## RESULTADOS Y MÁRGENES

### Recuperación paulatina en la generación de Ebitda tras los efectos de la pandemia

Los resultados obtenidos por Music Hall están expuestos a un grado de volatilidad, dado que la demanda de los productos comercializados puede verse resentida ante un escenario de menor actividad económica dado su carácter no esencial, como fue posible apreciar durante 2020 y 2021 por impacto de la pandemia Covid-19.

Asimismo, la compañía mantiene una exposición en sus costos al tipo de cambio, dado que la compra de los productos a sus proveedores se realiza en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica. Para mitigar este riesgo, la compañía vende sus productos a mayoristas y distribuidores en dólares, mientras que a clientes finales se les vende en guaraníes usando el tipo de cambio al día.

Considerando lo anterior, la obtención de eficiencias operacionales junto con iniciativas de reducción de costos se transforman en elementos claves para la mantención de los márgenes en el mediano plazo.

A fines de 2023, los ingresos de Music Hall se situaron en los Gs. 36.216 millones, evidenciando un incremento anual del 6,0%, lo que se explica por una gradual reactivación de la comercialización de productos. A igual fecha, los costos operacionales crecieron un 10,1%, debido a los mayores niveles de actividad, situándose en los Gs. 22.957 millones, mientras que los gastos de administración registraron un alza anual del 5,2% alcanzando los Gs. 11.531 millones.

El mayor crecimiento de los costos y gastos operaciones en comparación a los ingresos gatilló que la generación de Ebitda se situara en los Gs. 1.996 millones, cifra 24,7% menor a lo exhibido en 2022. Así, el margen Ebitda alcanzó un 5,5% a diciembre de 2023 por debajo del 7,8% en 2022.

A septiembre de 2024, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs. 30.535 millones presentando una variación positiva de 22,2% respecto al mismo trimestre de 2023 tras una recuperación continua hasta niveles cercanos a los exhibidos pre-pandemia. Asimismo, los costos y gastos tuvieron un comportamiento similar con un aumento de 22,5% anual hasta situarse en los Gs. 28.781 millones.

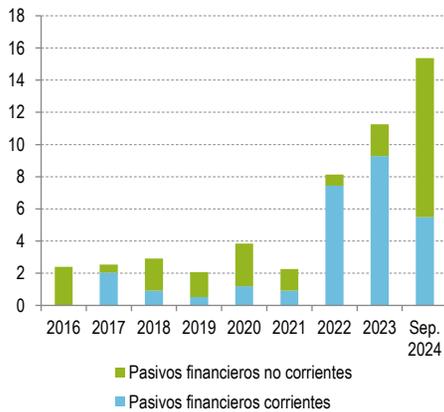
Con todo, la generación de Ebitda alcanzó los Gs. 1.960 millones, siendo un 15,2% superior a septiembre de 2023. Así, el margen Ebitda fue de 6,4% al tercer cuarto de 2024 (5,5% a diciembre de 2023 y 6,8% a septiembre de 2023).

La generación de flujos de la compañía mantiene un comportamiento dispar debido a las necesidades de capital de trabajo que conlleva la operación inherente a la industria en la que participa la entidad, considerando los niveles de inventarios necesarios para mantener sus niveles de actividad. Para ello, es fundamental la estrategia utilizada por la entidad para el manejo de sus inversiones, inventarios y cuentas por cobrar.

Durante el horizonte de estudio, la generación de flujos de Music Hall ha evidenciado periodos con flujos negativos, como en 2015, 2018 y 2022, alcanzando para este último año los Gs. -3.537

### STOCK DE DEUDA FINANCIERA

Cifras en miles de millones de Gs.



millones, ante un fuerte crecimiento en los pagos efectuados a proveedores y empleados, que no lograron ser compensado con el alza registrada en la cobranza.

Al cierre de 2023, el indicador de flujo de caja neto operacional (FCNOA,) sobre deuda financiera, fue de 64,8%, en comparación con el -41,0% registrado en diciembre de 2022. A septiembre de 2024, este índice se situó en un 51,7% (46,1% al mismo cuarto de 2023).

### ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS

Menor holgura en indicadores de cobertura ante el mayor stock de deuda financiera

Durante el periodo evaluado, la compañía ha mantenido una adecuada política financiera, considerando en el caso de sus inversiones un adecuado mix entre flujos provenientes de la generación como por financiamiento mediante deuda.

Los niveles de deuda financiera ajustada (la cual descuenta del monto los intereses por pagar capitalizados) han evidenciado un fuerte crecimiento a partir de 2022 producto del plan de inversiones realizado por la entidad, que contempló la compra de un terreno, la construcción de una nueva sede, sumado a las necesidades de financiamiento del capital de trabajo considerando mayores niveles de inventario.

A raíz de lo anterior, en febrero de 2024, Music Hall emitió el PEG G1 por un monto total de Gs. 8.500 millones, con un plazo de hasta 7 años, cuyo uso de fondos fue destinado entre un 20% y 25% para el financiamiento de capital operativo y hasta un 75% para la reestructuración de pasivos financieros al largo plazo. Hasta junio de 2024 se realizó la colocación total del PEG a través de seis series de bonos.

De esta manera, durante los primeros nueve meses, la deuda financiera ajustada alcanzó los Gs. 15.364 millones, registrando un crecimiento del 36,5% en comparación al cierre del año anterior. Esta se componía en un 44,6% de préstamos bancarios y un 55,4% de bonos corporativos, y se estructuraba en un 64,3% en el largo plazo.

Su base patrimonial presentó un constante crecimiento hasta 2022, exceptuando 2019 y 2020, pasando desde los Gs. 8.789 millones en 2015 hasta los Gs. 25.676 millones a fines de 2022, lo que permitió compensar los niveles de deuda financiera durante dichos periodos, ocasionando que el *leverage* financiero se mantuviera hasta las 0,3 veces.

Posteriormente, en 2023 y 2024, la compañía realizó importantes repartos de dividendos, generando una contracción del patrimonio hasta los Gs. 19.740 millones a septiembre de 2024, lo que, sumado al incremento de las obligaciones financieras, gatilló una subida del *leverage* financiero alcanzando las 0,5 veces a diciembre de 2023 y 0,8 veces al tercer trimestre de 2024.

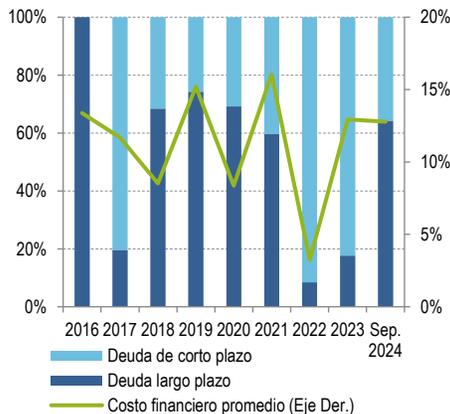
En cuanto a los indicadores de cobertura de Music Hall, evidenciaron un deterioro durante 2020 y 2021 ante los efectos de la pandemia que ocasionaron caídas en la generación de Ebitda. Posteriormente, con la incorporación de nueva deuda financiera, se han observado indicadores por sobre los parámetros históricos.

Ello, queda reflejado con un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda que se situó en las 6,2 veces a septiembre de 2024 (3,3 veces al mismo trimestre anterior) y una cobertura de Ebitda sobre gastos financieros en las 1,1 veces (2,3 veces al tercer trimestre de 2023).

### LIQUIDEZ: SATISFACTORIA

La liquidez de Music Hall actualmente está calificada como "Satisfactoria", considerando los usos y fuentes de fondos de los flujos operacionales de la entidad para determinar su flexibilidad

### ESTRUCTURACIÓN DEUDA FINANCIERA



financiera. Al respecto, dentro de las fuentes de fondos se considera: la caja y equivalente, la generación de Ebitda, Flujo de caja neto operacional (FCNOA), líneas de créditos disponibles, refinanciamiento de pasivos, acceso al mercado, entre otros factores.

Por su parte, para los usos de dichos fondos se consideran: los vencimientos de pasivos financieros en el corto plazo, las necesidades de inversión, los pagos de dividendos, los requerimientos de capital de trabajo, entre otros elementos.

A septiembre de 2024, la calificación contempla un nivel de caja por Gs. 1.414 millones, con una generación de Ebitda y FCNOA anualizados por Gs. 2.254 millones y Gs. 7.937 millones, respectivamente, en comparación con vencimientos de deuda financiera de corto plazo por Gs. 5.491 millones, los cuales se encuentran concentrados entre capital de trabajo y deuda. Además, se considera un Capex de mantenimiento e inversiones acorde a los rangos esperados en conjunto con la mantención de su política de dividendos y un adecuado acceso al mercado financiero.

	Dic. 2023	Dic. 2024
Solvencia	BBB-py	BBB-py
Tendencia	Estable	Estable
Programa G1	BBB-py	BBB-py

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Valores en millones de Gs.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sep. 2023	Sep. 2024
Ingresos Operacionales	37.506	46.710	46.860	42.894	27.446	27.420	34.172	36.216	24.995	30.535
Ebitda <sup>(1)</sup>	3.122	5.716	5.157	3.540	-223	45	2.652	1.996	1.702	1.960
Resultado Operacional	2.823	5.419	4.851	3.210	-501	-281	2.362	1.728	1.496	1.753
Ingresos Financieros						5	25	9	6	67
Gastos Financieros	-320	-297	-249	-313	-322	-364	-263	-1.457	-1.092	-1.600
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.674	4.288	4.055	2.869	-223	563	2.401	1.304	99	380
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	2.858	1.159	-321	4.097	3.336	125	-3.779	5.834	215	352
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	2.858	1.159	-321	4.097	3.336	488	-3.517	7.291	1.307	1.952
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	2.538	791	-321	4.097	3.014	125	-3.779	5.834	215	352
Inversiones en Activos Fijos Netas	-307	719	-1.835	-70	-337	-753	-5.068	-3.161	-3.058	-514
Inversiones en Acciones										
Flujo de Caja Libre Operacional	2.231	1.510	-2.155	4.026	2.677	-628	-8.847	2.673	-2.843	-162
Dividendos Pagados	-436		-2.263	-2.525	-739	-365		-4.182		-5.235
Flujo de Caja Disponible	1.796	1.510	-4.418	1.501	1.938	-993	-8.847	-1.509	-2.843	-5.397
Movimiento en Empresas Relacionadas										
Otros Movimientos de Inversiones										
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	1.796	1.510	-4.418	1.501	1.938	-993	-8.847	-1.509	-2.843	-5.397
Variación de Capital Patrimonial										
Variación de Deudas Financieras	599	-150	128	-1.171	1.079	-832	5.476	2.005	3.308	4.871
Otros Movimientos de Financiamiento			202	153	121	41	797	-210	534	310
Financiamiento con Empresas Relacionadas										
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.395	1.360	-4.088	484	3.138	-1.784	-2.575	286	999	-216
Caja Inicial	1.532	3.926	5.286	1.198	1.687	4.825	3.041	466	631	1.630
Caja Final	3.926	5.286	1.198	1.681	4.825	3.041	466	752	1.630	1.414
Caja y Equivalentes	3.926	5.286	1.198	1.681	4.825	3.041	466	752	1.630	1.414
Cuentas por Cobrar Clientes	801	2.872	3.803	3.992	5.712	5.151	2.280	1.746	419	791
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas										
Inventario	7.004	7.466	17.067	16.985	13.605	14.231	17.733	15.532	14.892	17.931
Deuda Financiera	2.391	2.541	2.917	2.060	3.846	2.267	8.127	11.254	10.493	15.364
Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)</sup>	2.391	2.367	2.917	2.060	3.097	2.267	8.585	11.254	10.604	15.364
Activos Totales	17.626	24.235	29.515	30.136	32.401	34.630	38.893	39.309	40.080	40.842
Pasivos Totales	6.934	8.338	6.724	8.452	10.941	11.354	13.217	18.645	14.305	21.102
Patrimonio + Interés Minoritario	10.692	15.897	22.791	21.684	21.461	23.275	25.676	20.663	25.776	19.740

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

(2) Deuda financiera ajustada = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – intereses por pagar.

### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sep. 2023	Sep. 2024
Margen Bruto (%)	28,7%	29,6%	30,3%	31,7%	29,6%	37,8%	39,0%	36,6%	39,2%	33,9%
Margen Operacional (%)	7,5%	11,6%	10,4%	7,5%	-1,8%	-1,0%	6,9%	4,8%	6,0%	5,7%
Margen Ebitda (%)	8,3%	12,2%	11,0%	8,3%	-0,8%	0,2%	7,8%	5,5%	6,8%	6,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	15,7%	27,0%	17,8%	13,2%	-1,0%	2,4%	9,4%	6,3%	3,6%	8,0%
Costo/Ventas	71,3%	70,4%	69,7%	68,3%	70,4%	62,2%	61,0%	63,4%	60,8%	66,1%
Gav/Ventas	21,1%	18,0%	19,9%	24,2%	31,4%	38,9%	32,1%	31,8%	33,3%	28,2%
Días de Cobro	7,7	22,1	29,2	33,5	74,9	67,6	24,0	17,4	4,3	6,8
Días de Pago	57,0	43,6	38,9	59,6	102,6	88,8	27,2	41,9	17	25,0
Días de Inventario	94,2	81,8	188,1	208,6	253,4	300,6	306,3	243,6	253,4	230,9
Endeudamiento Total	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,9	0,6	1,1
Endeudamiento Financiero	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,3	0,7
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,4	0,8
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,3	0,7
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	0,8	0,4	0,6	0,6	-17,2	50,9	3,1	5,6	3,9	6,8
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado (vc)	0,8	0,4	0,6	0,6	-13,9	50,9	3,2	5,6	3,9	6,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	-0,5	-0,5	0,3	0,1	4,4	-17,4	2,9	5,3	3,3	6,2
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado (vc)	-0,5	-0,5	0,3	0,1	7,7	-17,4	3,1	5,3	3,3	6,2
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	9,8	19,3	20,7	11,3	-0,7	0,1	10,1	1,4	2,3	1,1
FCNOA / Deuda Financiera (%)	119,5%	45,6%	-11,0%	198,9%	86,7%	21,5%	-43,3%	64,8%	46,6%	51,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-186,1%	-42,2%	-18,6%	1082,5%	-340,6%	-63,1%	-45,9%	69,4%	55,1%	56,9%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%)	119,5%	49,0%	-11,0%	198,9%	107,7%	21,5%	-41,0%	64,8%	46,1%	51,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada(%)	-186,1%	-39,7%	-18,6%	1082,5%	-193,1%	-63,1%	-43,3%	69,4%	54,4%	56,9%
FCNOA/ Deuda Corriente (%)		56,8%	-34,8%	771,4%	281,6%	53,3%	-47,3%	78,6%	57,4%	144,5%
Liquidez Corriente (vc)	2,9	2,4	4,7	3,3	3,0	2,8	2,1	1,4	2,0	2,2

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

(2) Deuda financiera ajustada = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – intereses por pagar.

### CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

#### EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

#### Programa G1

Valor total de la emisión	8.500 millones de guaraníes
Fecha de registro	19/02/2024
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 2.555 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1	G1
Monto de la emisión	1.000 millones de guaraníes	1.000 millones de guaraníes	2.000 millones de guaraníes	2.000 millones de guaraníes
Plazo	906 días	1.270 días	1.436	1.827 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Mensual	Mensual
Tasa de Interés Anual	11,25%	11,50%	12,75%	13,00%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma			

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5	Serie 6
Al amparo de la emisión	G1	G1
Monto de la emisión	1.000 millones de guaraníes	1.500 millones de guaraníes
Plazo	730 días	1.095 días
Pago de Intereses	Mensual	Mensual
Tasa de Interés Anual	12,00%	12,50%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

### 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 periodo 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.

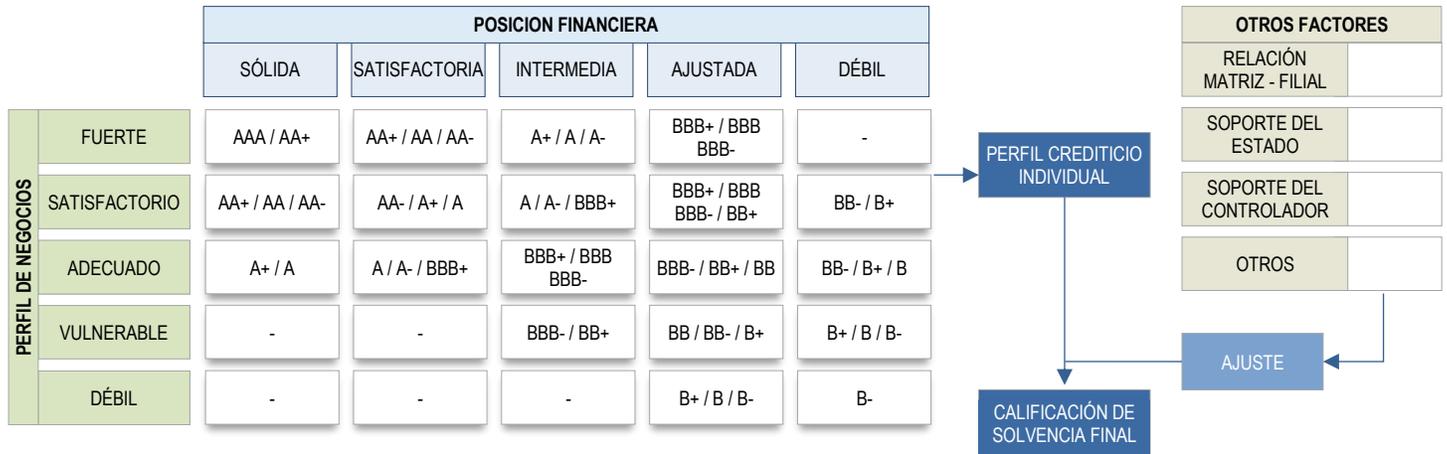
## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- 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 negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



#### EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Thyare Garín – Analista Principal
- Esteban Sánchez – Analista Secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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

Fecha de calificación: 31 de diciembre de 2024.

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2024

Calificadora: Feller Rate Sociedad Calificadora de Riesgo Ltda.

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

Avenida Perú esq. España N° 505 - Asunción | Paraguay

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

Entidad	Calificación Local	
Music Hall S.A.E.C.A.	Solvencia	BBB-py
	Bonos G1	BBB-py
	Tendencia	Estable

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en: [www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

## METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pyproceso.pdf>

## NOMENCLATURA

BBB: Instrumentos 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. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <https://www.feller-rate.com/clasificacion/nomenclatura/PY>

## 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.

ALEJANDRA ISLAS ROJAS  
CONSEJERO TITULAR

CAROLINA FRANCO  
CONSEJERO TITULAR

JOAQUIN DAGNINO  
CONSEJERO SUPLENTE

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.