

Vilux S.A.

Factores relevantes de la calificación

Fuerte vínculo con compañías del grupo económico: La calificación incorpora el fuerte vínculo reputacional, estratégico y operacional a nivel consolidado con el resto de las compañías del grupo (en adelante "Grupo Costa" o "el Grupo"), incluyendo las distintas empresas que lo componen, que a su vez, son co-deudores del PEG G1 y el PEG USD1 (Di Vetro S.A. (Di Vetro), Alukler S.A. (Alukler) y TCC S.A. (TCC), a excepción de Glassber S.A. (Glassber)). Históricamente el Grupo se ha financiado principalmente mediante aportes de capital e integrado operativamente con el alquiler de plantas productivas y maquinarias de propiedad de sus accionistas, asegurando parte importante de sus insumos claves e inventarios (perfiles de aluminio) a través de la compañía relacionada Alukler, servicios de logística a través de la compañía relacionada TCC y servicios de trading de materia prima a través de Glassber. No obstante, para el desarrollo agropecuario en cabeza de Di Vetro, ha tomado deuda desde Vilux, habiendo llegado al pico de apalancamiento esperado durante 2023 y elevados vencimientos de deuda en 2026. Actualmente, la compañía está a la espera de cerrar acuerdos con los bancos para obtener financiamiento que permitiría cumplir con los vencimientos de deuda tanto bancaria como bursátil para los próximos tres años.

Consolidación del plan de inversiones y mayor endeudamiento esperado: Durante 2017-2020 el Grupo mantuvo bajos niveles de apalancamiento, con baja deuda y una capitalización de los resultados obtenidos, exhibiendo ratios de deuda a EBITDA en el orden de 0,1x a 0,5x. A marzo 2024 (Año Móvil) la deuda de Vilux (individual) ascendía a Gs 204.596 millones con apalancamiento de 7,1x. El aumento del nivel de deuda durante 2023 para apalancar el negocio agropecuario sumado al retraso en la puesta a punto del mismo y su consecuente menor nivel de generación de ingresos en relación con el escenario proyectado han elevado en forma sostenida los ratios de apalancamiento, hasta llegar al mayor nivel hacia fines de 2023. Para 2024 y 2025 se espera que la compañía pueda escalar principalmente los ingresos de Di Vetro a los niveles planificados originalmente. El management de la compañía planifica poder diferir los vencimientos de deuda de los próximos dos años para mejorar los ratios de liquidez y solvencia en el corto plazo y poder continuar con el desarrollo de las actividades del grupo Costa, sin afectar el capital de trabajo de la compañía. Se estima que la empresa se ubica en el pico de apalancamiento del proyecto, puesto que ya se han ejecutado prácticamente todas las inversiones planificadas y la compañía está generando ingresos adicionales mediante la consolidación de ventas en el segmento agro-ganadero.

Importante posición competitiva con estabilidad en los márgenes: Vilux es el principal productor de vidrios en Paraguay ostentando una participación de mercado del 35,4% a marzo 2024, manteniendo una participación estable desde diciembre 2021. Adicionalmente, comercializa el 65% de la producción de perfiles de aluminio de la compañía relacionada Alukler en el mercado local (el resto se destina principalmente a exportación directamente por esa compañía). La posición de liderazgo y la sinergia entre las compañías del Grupo, sumado a la estructura de costos mayormente flexible, permitió generar a nivel consolidado rentabilidades (margen EBITDA) positivas durante los últimos 6 años en torno al 22%. A mediano plazo se espera que el proceso de reestructuración operativa y diversificación de ingresos actual consolide la posición competitiva del grupo.

Estructura flexible de costos: La estructura de costos de Vilux está determinada en gran medida por costos variables, por lo tanto, presenta versatilidad para trasladar eventuales aumentos de costos y mantener la rentabilidad aún en momentos de mayor dificultad. Vilux logró acomodarse al contexto de pandemia, donde si bien vio reducidas sus ventas en 2020 respecto de 2019 un 13%, mantuvo niveles de rentabilidad en torno a los valores de los últimos años (10/14%) y un flujo de caja operativo positivo, lo cual demuestra la resiliencia y flexibilidad de la compañía para acomodarse a momentos de crisis.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-py
Programa de Emisión Global de bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones*	pyA-
Programa de Emisión Global de bonos USD1 por hasta USD 10 millones*	pyA-

*ver Anexo III

Tendencia Estable

Resumen Financiero

Vilux S.A.		
Individual (Gs millones)	31/03/24 Año Móvil	31/12/23 12 Meses
Total Activos	493.396	485.438
Deuda Financiera	204.596	207.115
Ingresos	228.452	225.771
EBITDA	28.679	26.103
EBITDA (%)	12,6	11,6
Deuda Total/EBITDA (x)	7,1	7,9
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	7,0	7,5
EBITDA/Intereses (x)	2,0	2,2

Criterios Relacionados

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

Analistas


 Analista Principal
 Lisandro Sabarino
 Analista
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8171


 Analista Secundario
 Gustavo Ávila
 Analista
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119

Responsable del Sector
 Cecilia Minguillon
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Creciente diversificación de ingresos y baja barrera de entrada al sector: el Grupo comercializa, a través de Vilux, vidrios, perfiles de aluminio y demás accesorios destinados principalmente al sector de construcción privada a través de cuatro plantas de vidrio y una de extrusión de aluminio ubicadas en zonas de mayor concentración poblacional en el centro y sur de Paraguay, y se encuentra integrada de manera de poder abastecer las necesidades tanto de grandes proyectos como de pequeños revendedores. No obstante, dado que el destino de sus ventas se produce principalmente en Paraguay, sus ingresos dependen de la ciclicidad del sector de la construcción de ese país. Adicionalmente, las barreras de entrada al sector son bajas debido a que el 100% de los vidros de calidad similar son importados, motivo por el cual se duplicó el número de competidores en los últimos años. Adicionalmente, el Grupo presenta una diversificación creciente a través de la actividad agropecuaria, segmento en el que lleva realizadas inversiones significativas durante los últimos dos años.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación de Vilux incorpora la integración a nivel Grupo, los buenos fundamentos del negocio, la acotada diversificación en el mercado que atiende y el importante plan de inversión, y consecuente endeudamiento. La calificación de la compañía podría verse presionada a la baja ante un contexto de depresión de la demanda, ante caídas significativas en su participación de mercado o ante el incumplimiento de las metas planteadas para el nuevo segmento agrícola en desarrollo, que afecte la generación de fondos de la compañía y que resulte en un apalancamiento superior al esperado.

Por otro lado, la calificación podría subir frente a un crecimiento en el nivel de diversificación de sus ingresos que impacte de forma positiva en los márgenes de la compañía en particular y el Grupo en general.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderada flexibilidad financiera: Actualmente la deuda está compuesta por 35% de préstamo bancario con el banco Itaú de Paraguay y el resto obligaciones negociables emitidas por la compañía. A marzo 2024 la caja por Gs. 4.882 millones alcanzaba a cubrir en 0,1x los vencimientos de corto plazo (Gs. 47.224 millones). Hasta diciembre 2020, Vilux se financió principalmente con aumentos de capital (Gs 11.959 millones en 2020) y acumulación de deuda operativa con su proveedor de aluminio y compañía relacionada Alukler (Gs 55.000 millones). Durante 2022 y 2023, la compañía emitió obligaciones negociables en el orden de los Gs. 73,5 millones y USD 10 millones sobre PEG de Gs 110.000 millones y USD 10 millones, respectivamente, con vencimientos a partir de 2025, para desarrollar el negocio agropecuario. Los covenants de deuda establecían: EBITDA / Intereses > 1,0x (2,49x a dic 2023), Deuda Financiera / EBITDA < 9,0x (7,77 a dic2023); Pasivo Total / Patrimonio Neto: < a 2,0x (1,21 a dic-2023), reduciendo la flexibilidad financiera durante 2024. FIX entiende que, en la medida que se consoliden el negocio agropecuario, se logre refinanciar los vencimientos de deuda tanto bancaria como obligaciones negociables, sumado al probado apoyo financiero del Grupo, la compañía no presente dificultades para el repago de dicha deuda a mediano plazo, cumpliendo los covenants de deuda para el 2024.

Perfil del Negocio

Vilux S.A. fue constituida en 1998 forma parte del Grupo Costa (el Grupo), integrado por cinco empresas, Di Vetro vinculada a la producción agrícola-ganadera, tres de ellas dedicadas al rubro del vidrio y aluminio para el mercado de la construcción (Vilux S.A., Alukler S.A. y Glassber S.A.) y una transportadora que cuenta con una flota de camiones con rutas nacionales e internacionales (TCC S.A.).

El análisis del perfil operativo y financiero de Vilux se realiza a nivel consolidado con el Grupo Costa, incluyendo las distintas empresas que lo componen, dado el fuerte vínculo estratégico y operacional existente. Históricamente el Grupo se ha financiado principalmente por aportes de capital e integrado operativamente con el alquiler de plantas productivas y maquinarias de propiedad de sus accionistas, y asegurado parte importante de sus insumos claves e inventarios (perfiles de aluminio, a través de Alukler), servicios de logística (TCC) y servicios de trading (Glassber). En cambio, durante los últimos dos años el grupo expandió sus actividades mediante financiamiento bancario y bursátil con el objetivo de diversificar sus fuentes de ingresos.

Segmentos de negocios y evolución de ventas

El Grupo opera actualmente en tres líneas de negocios: Vidrio, Aluminio y Comerciales (productos para la construcción, tales como policarbonato, maquinaria, acrílicos, siliconas, cintas y demás consumibles).

Vilux forma parte del Grupo Costa, el cual se encuentra integrado a través de Di Vetro, compañía que alquila parte de los activos que opera Vilux para la producción de vidrios, de Alukler que procesa el aluminio y vende la tercera parte de su producción a Vilux exportando el resto, TCC que presta los servicios de logística al Grupo, y Glassber que presta servicios de trading. Asimismo, la compañía está integrada de forma de poder atender desde el pequeño vidriero hasta las grandes obras de infraestructura o construcción residencial. Las ventas de Vilux están destinadas al mercado local. El vidrio y perfiles se venden por separado junto con el software para que cada vidriero haga el trabajo de ensamble. El vidriero hace el encargo de los productos a medida específica, los que demoran desde 3 horas hasta 8 días en entregarse dependiendo de la especificación.

La principal fuente de ingresos del Grupo corresponde al segmento de vidrio a través de Vilux, con el 49% de las ventas y 62% del EBITDA, siendo líder en el mercado local con un market share del 35,4%. Las ventas están destinadas al mercado local, por lo tanto se realizan en guaraníes, siendo el insumo principal importado (principalmente desde Brasil) y por lo tanto valorizado en dólares. La compañía no ha experimentado inconvenientes en trasladar aumentos de costos a precios en el pasado, dada la flexibilidad de la política de comercialización de la firma. Las ventas se cobran un 40% por adelantado. Adicionalmente, tiene la política de mantener altos niveles de inventario, manteniendo por lo tanto un elevado capital de trabajo.

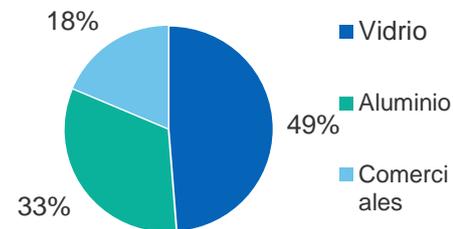
La segunda fuente de ingresos corresponde al segmento de aluminio, con el 33% de las ventas y 22% del EBITDA, a partir del cual comercializa la producción de perfiles de Alukler, ostentando actualmente un market share en el mercado local del 44% y compitiendo con importaciones desde China. La materia prima la adquiere Alukler a partir de importaciones de India o Emiratos Árabes con contratos que se negocian a un año y manteniendo niveles de inventario equivalentes de 8 a 9 meses de ventas. Las ventas de perfiles de aluminio en el mercado local representan la tercera parte de la producción de Alukler, exportando esta la otra parte.

Vidrios (49% de las ventas y 62% del EBITDA)

Vilux cuenta con cuatro plantas ubicadas en Asunción, Minga Guazú, Encarnación y Pedro Juan Caballero. Esta última inaugurada en diciembre de 2019 para la fabricación de vidrio templado. En cada una de esas plantas se recibe como materia prima las láminas o planchas de vidrio para realizar el procesamiento y transformación del mismo (decoraciones, pulidos, plastificados, etc.). Las plantas se encuentran ubicadas en zonas de mayor concentración poblacional en el centro y sur de Paraguay, limitando una de ellas con el noreste de Argentina y otra con el sudoeste de Brasil.

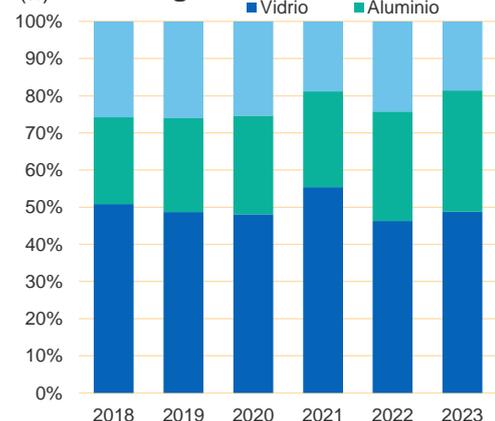
Capacidad de producción para cada planta:

Ventas por segmento 2023



Elaboración: Información de la

Evolución de las ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

- Asunción: tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 20.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 77%.
- Minga Guazú: tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 7.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 80,93%.
- Encarnación: tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 6.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 78%.
- Pedro Juan Caballero: es la planta más nueva, su capacidad instalada es de 7.000 m2 mensual, pero con instalaciones preparadas para duplicar a futuro a 40.000 m2, con la incorporación de algunas máquinas complementarias, actualmente está operando a una eficiencia actual del 78%.

Dentro del proceso productivo, se distinguen el procesamiento de vidrios crudos y los vidrios templados. Los vidrios templados son los también considerados como vidrios de seguridad, que durante el proceso de templado se aumenta la resistencia de las propiedades mecánicas del vidrio hasta 5 veces. Los vidrios crudos corresponden principalmente a la línea de espejos, vidrios laminados y otros tipos de aberturas o piezas que por la naturaleza de la aplicación debe ser crudo. Como valor agregado dentro del proceso, cuentan con una línea de "DVH", que ofrece al mercado productos que cumplen principalmente con especificaciones y requerimientos de confort y ahorro energético.

La compañía está integrada de forma de poder atender desde el pequeño vidriero hasta las grandes obras de infraestructura o construcción residencial. Sus ventas están atomizadas en más de dos mil clientes, de los cuales los principales 20 representan el 17% de las ventas totales. Las ventas están destinadas al mercado local, por lo tanto se realizan en guaraníes. Por su parte, el insumo principal es importado (principalmente desde Brasil), por consiguiente están valorizados en dólares, representando el 60% de las ventas y 66% de sus costos totales. La compañía no ha experimentado inconvenientes en trasladar aumentos de costos a precios en el pasado. Adicionalmente, tiene la política de cobertura a partir de mantener altos niveles de inventario.

Entre 2017 y 2019 las ventas tuvieron un comportamiento relativamente estable, aunque con una ligera disminución del 3% durante 2018 y 2019. Durante el 2023 las ventas crecieron un 7% en cantidades respecto al 2022, mientras que los precios experimentaron una baja del 2% en promedio, en un contexto adverso para el sector, con bajas en promedio del 7,5% para la actividad de la construcción a nivel nacional. Para este año, por otro lado, se espera una mejora del 4,7% para el sector de la construcción, generando mejores expectativas de ingresos para el grupo.

Las láminas de vidrio se compran a los tres principales proveedores globales con plantas fabriles en Argentina y Brasil: VASA – NSG Group St. Gobain, Guardian Glass y AGC. Este último es referente en la industria del vidrio con presencia a nivel mundial. Cabe aclarar que no se cuenta con contrato de compra que garantice cantidades con dicha compañía. Los perfiles de aluminio se compran principalmente a la compañía relacionada Alukler.

La compañía cuenta con la necesidad de financiar elevados niveles de capital de trabajo determinado por la política de inventarios, que busca asegurar la disponibilidad de materia prima. Al respecto la compañía se aprovisiona para hacer frente a posibles aumentos de costos futuros, a la falta actual de contratos de aprovisionamiento y al plazo que podría demandar la importación de láminas de vidrio desde Brasil. Hasta 2019 tenía contratos de aprovisionamiento de vidrio firmados, pero debido a las paradas de planta generadas por la Pandemia, debieron cambiar a modalidad a las compras spot.

Los clientes recurrentes tienen líneas de crédito, a los que se exige un adelanto mínimo del 40%, y a otros venden al contado (ventas ocasionales) con adelantos del 65%. El crédito en mora oscila entre el 10% y 15%. A los proveedores de importación adelantan el 40% aprox. y se cancela con embarque.



Aluminio (33% de las ventas y 22% del EBITDA)

Alukler cuenta con la planta de perfiles de aluminio con la capacidad de extrusión de 800 Ton. por mes / 9.600 Ton. al año, lo que le da una ventaja competitiva frente a la importación de perfiles, ya que es el único con dichas capacidades técnicas y tecnológicas en el Paraguay. Alukler le vende el 65% aprox. de su producción a Vilux, exportando el remanente. Tienen buenas expectativas de ventas en el mercado Argentino ante expectativa de apertura comercial, siendo actualmente el principal mercado externo de comercialización. Compite principalmente con importaciones desde China. La materia prima para la producción de los perfiles de aluminio que comercializa los adquiere en la actualidad a partir de importaciones de India o Emiratos Árabes con contratos que se negocian a un año y manteniendo niveles de inventario equivalentes a 8 meses de ventas.

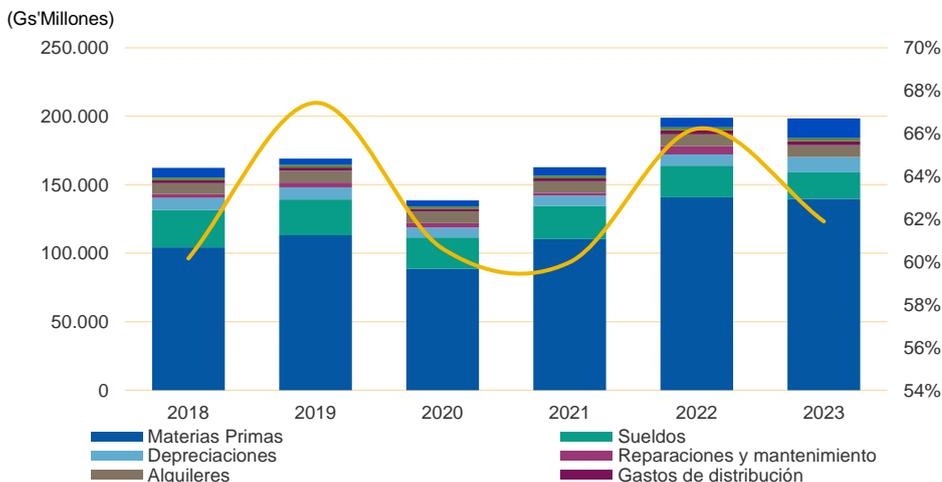
Vilux comercializa perfiles de aluminio en el mercado local, brindando una solución integral al rubro de la construcción para la instalación de aberturas. El 100% de los perfiles de aluminio que comercializa los adquiere de Alukler.

Estructura de Costos

La estructura de costos de la compañía está determinada en gran medida por costos variables, por lo tanto presenta versatilidad para mantener la rentabilidad aún en momentos de mayor dificultad. La compañía logró acomodarse al contexto de Pandemia, dónde si bien vió reducidas sus ventas en 2020 respecto de 2019 un 13%, mantuvo niveles de rentabilidad en torno a los valores de los últimos años (10%) y un flujo de caja operativo positivo, lo cual demuestra la resiliencia y flexibilidad de la compañía para acomodarse a momentos de crisis. Adicionalmente, se cubre de posibles aumentos de costos a partir de anticipar compras de materia prima, habiendo incrementado sus niveles de inventario, los que a marzo 2024 representaban 466 días de rotación. El promedio de los 4 años anteriores fue de 315 días. A nivel consolidado, el nivel de inventarios a diciembre 2023 representaba 483 días de rotación, prácticamente constante respecto a diciembre 2022.

Vilux compra como materia prima las láminas de vidrio (importadas desde Brasil) y los perfiles de aluminio (a Alukler), agregándole valor al vidrio en su terminación. El costo de la materia prima representa la mayor parte de sus costos, a diciembre del 2023 representaban el 62% del total representando un aumento, esto tiene su correlato con el aumento de inventarios. Las principales materias primas son las láminas de vidrio y los perfiles de aluminio. Los sueldos, por su parte, representan el 10% del total de costos y 9 % de las ventas.

Evolución Costos - VILUX



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estrategia

Entre 2017 y 2020, tanto Vilux como sus compañías relacionadas Alukler y TCC, fueron financiadas principalmente por el aporte de sus accionistas (directos e indirectos), manteniendo bajos niveles de deuda financiera, por debajo de 1x, a excepción de 2019 (1.6x). No obstante, a partir de 2021 comenzó a incrementar su deuda para cancelar pasivos de antigua data con la sociedad relacionada Aluker. Durante 2023 continuo con su programa de emisión de obligaciones negociales y negociación de préstamos bancarios para continuar financiado sus operaciones, aumentando su capital de trabajo, así que como también desarrollando la empresa DIVETRO SA destinada diversificar el perfil de negocios del grupo concentrando sus actividades en actividades agrícolas y ganaderas en el chaco paraguayo. Como resultado plan de negocios desarrollado, durante 2022 y 2023 se incrementó el endeudamiento de la empresa

Actualmente, Vilux cuenta con exposición a VASA – NSG Group St. Gobain, Guardian Glass y AGC, importando desde Brasil y Argentina. No obstante, tiene niveles de inventario equivalentes a 1 año de rotación para mitigar el riesgo de dificultades en la compra de su principal materia prima para el segmento de vidrios.

Adicionalmente, la comercialización de perfiles de aluminio que adquiere de la compañía relacionada Alukler, le otorga una integración al grupo para la venta de aberturas al sector de construcción, donde Alukler dispone de planta productiva y relación con los proveedores de los insumos y Vilux los canales de venta. Se complementa la integración con los servicios logísticos de la compañía relacionada TCC S.A.

Posición competitiva

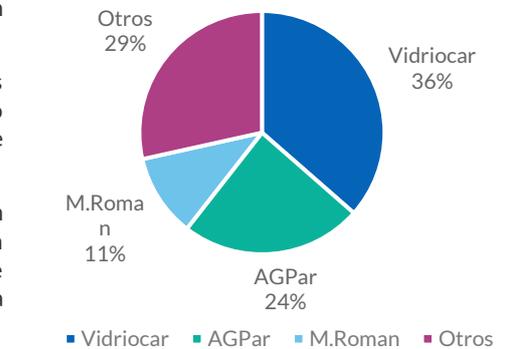
Según información provista por la compañía a Marzo 2024, Vilux ostenta una participación de mercado del 35,4% siendo un líder consolidado en Paraguay. Sus principales competidores son AGPAR con una participación de mercado del 16,5% y BELGLASS con un 10,6%. El resto del mercado se encuentra atomizado entre diferentes proveedores. La participación de mercado de la compañía se fue reduciendo paulatinamente durante los últimos años, pasando del 45% en 2017 al 35,4% actual.

La disminución en la participación de mercado se dio principalmente por el ingreso de nuevos competidores en el procesamiento de vidrio, especialmente templado. Las barreras de ingreso son bajas (se requiere inversión por debajo de USD 1 millones). Hoy existen en Paraguay más de 9 templadores, el doble de hace 5 años.

En relación con ALUKLER, su principal estrategia de crecimiento para el 2024 es la exportación a Argentina, Uruguay, en menor medida Bolivia y otros mercados regionales, al ser un complemento de los productores locales y con tarifas competitivas se abren posibilidades de crecimiento en la región. De acuerdo a proyecciones del management de la compañía, se estima un crecimiento considerable por encima del 40%.

En el mercado local, se mantiene la venta constante a VILUX, donde cada venta se produce a partir de requerimientos puntuales para proyectos (obras, etc) o a vidrieros. Adicionalmente, Vilux se fortalece con la relación comercial que mantiene con su compañía relacionada Alukler, la cual cuenta con una moderna planta de perfiles de aluminio con la capacidad de extrusión de 800 Ton. por mes / 9.600 Ton. al año, lo que le da una ventaja competitiva frente a la importación de perfiles, ya que es el único con dichas capacidades técnicas y tecnológicas en el Paraguay compitiendo con importaciones desde China.

Participación de Mercado



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Administración y calidad de los accionistas

Son accionistas de DI Vetro Carlos Costa (50%), Sebastian Costa (20%) , Mateo Costa (20%), Nilda Candia (10%) mientras que Carlos Costa tiene el 83% de participación en VILUX SA y Sebastian Costa el 17% restante de las participaciones. Además el 50% de Glassber pertenece a Carlos Costa mientras el otro 50% también es controlado por Sebastian Costa. Por lo tanto, el 100% del grupo accionario en forma directa e indirecta pertenece al grupo costa. Glassber SA ostenta el 80% del capital de Alukler SA.

La empresa cuenta con un Coordinador de Gestión de Calidad y un Auditor General, con reporte directo al Directorio. Los balances están auditados por BCA (Benitez Codas y Asociados), corresponsal en Paraguay de KPMG Internacional, y utilizan Normas de Información Financiera emitidas por el Consejo de Contadores Públicos de Paraguay ("NIF").

Riesgos del sector

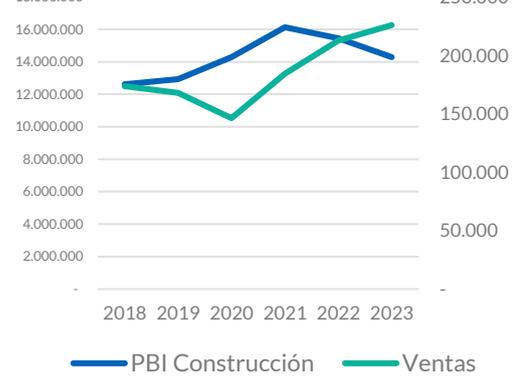
Paraguay no produce las materias primas para la producción de vidrio y aluminio, por lo tanto las mismas son importadas, lo que genera que las compañías del sector no estén integradas y las barreras de entrada sean relativamente bajas. Esa situación ha incentivado la competencia, surgiendo nuevas empresas comercializadoras de vidrio y aluminio en el país, con más de 10 compañías a la fecha, donde Vilux ostenta la mayor participación, seguida por AGPar, y las restantes con una participación inferior al 15%.

Las ventas están destinadas al sector de la construcción, que representó el 7% del PBI (Producto Bruto Interno) hasta el primer semestre de 2020 y ha sido uno de los principales motores económicos durante la pandemia, representando el 8% del PBI desde mediados de 2020 hasta el 2021. En el 2022, el sector de la construcción volvió a representar el 7% del PBI de Paraguay.

Durante el primer semestre del año 2021 el PBI presentó una expansión interanual del 6.9% (en el segundo trimestre se observó un rebote del 14.5% al compararlo con el peor trimestre del 2020 afectado por la Pandemia por COVID-19 que cayó en dicho periodo 7.2%). Los sectores más beneficiados fueron la construcción 34,8%, los impuestos a los productos 28,9% y la ganadería 18,7%.

Durante el 2022, el sector de la construcción sufrió una retracción del 4,3%, en un contexto donde la economía se mantuvo estancada. Sin embargo, las ventas de Vilux siguieron creciendo producto de una recuperación de su market share. Esta dinámica se mantuvo durante el 2023, con una retracción en el nivel de actividad sectorial del 7,5% y una participación promedio del 34,4%. A marzo-24, la participación se ubico en 35,4%.

Relación PBI Construcción vs Ventas



Factores de Riesgo

- **Ciclicidad del sector:** Siendo que sólo opera localmente en Paraguay, los ingresos de la compañía están sujetos a las posibles fluctuaciones del sector de la construcción.
- **Bajas barreras de entrada:** Las barreras de ingreso son relativamente bajas (se requiere inversión por debajo de USD 1 millón). Hoy existen en Paraguay más de 9 templadores, el doble de hace 5 años.
- **Traslado aumento de costos a precios:** Los significativos incrementos en los costos de los principales insumos, tal como el aluminio, podrían erosionar parcialmente la rentabilidad de la compañía ante la dificultad de trasladar esos aumentos a precios.
- **Concentración de proveedores de materia prima:** Actualmente, Vilux cuenta con exposición en materia prima del segmento de vidrio a VASA - NSG Group St. Gobain, Guardian Glass y AGC, con el cuales no tiene firmado un contrato de aprovisionamiento que garantice la entrega de materiales. Si bien también opera con Standard Glass, la logística es favorable con Guardian Glass debido a que tiene sede en Brasil. No obstante, ese riesgo estará mitigado en la medida que mantenga los niveles de inventario actuales.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Vilux es el principal productor de vidrios en Paraguay ostentando una participación de mercado del 35,4% a marzo 2024. Dicha posición de liderazgo, sumado a la estructura de costos mayormente flexible, le permitió a Vilux mantener cierta estabilidad en las ventas y en la generación con márgenes positivos entre el 10% y 14% durante los últimos 5 años, a excepción de 2019 donde estuvo por debajo de la media (4%), debido a que los costos variables tardaron en acompañar la disminución de los precios de venta, los que comenzaron a recuperarse a partir del segundo semestre de 2020. Para el año 2023 (anual) el margen EBITDA fue del 12%.

Adicionalmente, comercializa 2/3 de la producción de perfiles de aluminio de la compañía relacionada Alukler en el mercado local (el resto se destina a exportación directamente por esa compañía), ostentando el 44% de posición de mercado en ese segmento. A nivel consolidado las rentabilidades se mantuvieron positivas durante los últimos 5 años en torno al 21/30% (a excepción de 2019), mientras que en 2023 a nivel consolidado los márgenes fueron del 32%.

En el período 2017-2021 Vilux ha sostenido márgenes de rentabilidad positivos entre 10 y 14%, a excepción del 2019 donde estuvo por debajo de la media (4%). Entre 2017 y 2019 las ventas tuvieron un comportamiento relativamente estable, aunque con una ligera disminución del 3% durante 2018 y 2019. No obstante, las ventas de vidrio cayeron un 6% y 7% en 2018 y 2019, respectivamente, debido principalmente a la disminución de la participación de la compañía en el mercado, producto del ingreso de nuevos competidores, apalancadas por un incremento en las ventas de perfiles y comerciales (accesorios).

La compañía compra la mayor parte de esa materia prima a VASA con sede en Argentina, con el cual tiene firmado un contrato de aprovisionamiento que garantice la entrega de materiales, cubriendo aproximadamente el 70-80% de las necesidades de materia prima para la producción de láminas de vidrio. El riesgo por aumento de precio del material está mitigado en los altos niveles de inventario que mantiene la compañía y por el sistema de facturación variables que tiene la compañía, permitiendo transmitir la variación de precios al consumidor final.

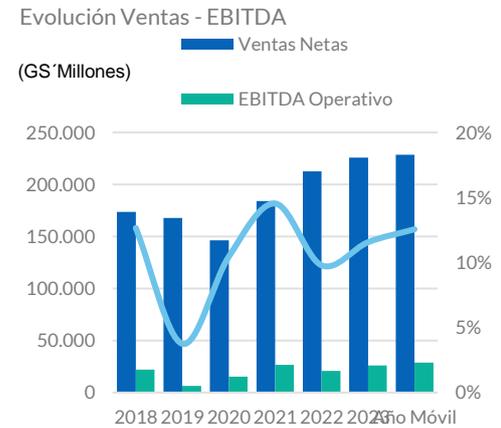
Durante el 2023, las ventas de la compañía aumentaron 6% respecto del 2022 alcanzando los Gs 225.771 millones mostrando una tendencia positiva en el crecimiento de las ventas luego de la caída sufrida en el 2020. El aumento en las ventas durante 2023 se explica por una mejora en los volúmenes comercializados del 7% en vidrio, mientras que los precios promedio experimentaron una baja del 2%. Por otro lado, la comercialización de aluminio mejoró los precios en un 23%, mientras que los volúmenes se contrajeron un 10%. A marzo 2024 (trimestral), las ventas alcanzaron los Gs 53.122 millones, mostrando una variación positiva en relación con marzo 2023 del 5%.

En cuanto al nivel de EBITDA, durante el 2023 alcanzó los Gs 26.103 millones con un margen de 12% versus el 2022 con un nivel de Gs 20.806 millones y un margen de 10%. A marzo 2024 (Año Móvil), el margen EBITDA alcanzó el 12,6%, mostrando una mejora en relación con 2023 y de acuerdo con las expectativas de la empresa para el año corriente en relación con volumen de ventas y EBITDA esperado.

A nivel consolidado con el resto de las compañías del Grupo, las ventas tuvieron un comportamiento similar, siendo que Vilux comercializa el 100% de la producción de vidrios y el 65% aprox. de la producción de perfiles de aluminio de su compañía relacionada Alukle, mientras que el saldo es exportado a Argentina principalmente. En cambio, el margen es superior a nivel consolidado alcanzando el 19% de margen EBITDA, debido a la comercialización de perfiles de aluminio, donde el Grupo tiene una posición de dominio más fuerte (51%) y a la eficiencia lograda a través de la integración operativa, totalizando Gs 47.403 millones.

Flujo de fondos

Durante 2023 Vilux continuó desarrollando las inversiones planificadas tomando mayor deuda financiera destinados tanto a capital de trabajo en VILUX y ALUKLER como a inversiones fijas y capital de trabajo en DI VETRO. Sin embargo, el rezago en la puesta a punto de las nuevas unidades productivas ganaderas en la empresa DI VETRO (actualmente tienen 4,5 módulos funcionando sobre 7 planificados) en relación con los objetivos operativos planteados durante 2022 generaron una reducción en los ingresos esperados, afectando negativamente la capacidad de generación de fondos que permitan el repago de las obligaciones durante 2023. Posiblemente, alargando plazos de repago a futuro respecto a la planificación financiera original. Al respecto, la compañía es probable que deba hacer frente a posibles aumentos de costos financieros futuros tanto en 2024 como 2025 y 2026 con menores ingresos a los esperados originalmente. Las situaciones mencionadas generaron flujos de caja operativo y de



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

fondos libres negativos por Gs. 11.785 millones y Gs. 93.952 millones durante 2023, respectivamente, financiados principalmente a través del aumento de deuda bancaria por Gs. 95.789 millones.

A marzo 2024 (Año Móvil) las inversiones de capital de la compañía han alcanzado los Gs 89.456 millones orientadas principalmente a infraestructura y capital de trabajo. Por otro lado, se reducen las necesidades de capital con respecto a diciembre 2023, siendo las mismas de Gs 61.891 millones versus Gs 95.789 millones. Si bien aumentaron los inventarios por parte de la compañía, y el nivel de créditos se redujo, el nivel de deuda de la compañía se mantuvo estable respecto a diciembre 2023 orientando la misma a financiar las inversiones nombradas previamente. Esta situación, generó un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo por Gs 81.694 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

Durante 2017-2020 la compañía mantuvo bajos niveles de deuda, exhibiendo ratios de deuda a EBITDA en el orden de 0.3 a 0.5x, a excepción de 2019 con ratio de 1.6x debido a la caída de la rentabilidad. En 2023, como consecuencia del aumento de endeudamiento financiero, la compañía incrementó su deuda a Gs. 207.115 millones equivalente a USD 28,7 millones, quedando el ratio deuda/EBITDA en 7,9x a diciembre 2023. En total se emitieron ON tanto en USD como GS por GS 216.000 que se aplicaron principalmente a financiar inversiones en DI Vetro y capital de trabajo en las otras empresas del grupo.

En el 2023 se mantuvo el incremento de la deuda, al igual que en 2022 para financiar el proceso de inversión en DI Vetro, incrementando las necesidades de fondos ante la reestructuración operativa del mismo, focalizando el negocio en la producción ganadera y relegando momentáneamente el desarrollo de producción agrícola. En diciembre 2022, la deuda financiera fue de Gs 111.326 millones (USD 15,5 millones) mientras que a diciembre 2023 totalizaba Gs 207.115 (USD 28,45 millones), un aumento del 88% en usd, afectando negativamente los indicadores de liquidez y solvencia de la compañía. El ratio de apalancamiento fue de 7,9x (vs 5,4x en 2022) con una cobertura de intereses de 2,2x (vs 4,3x en 2022). A marzo 2024 (Año Móvil), el nivel de endeudamiento se observó levemente descendente respecto a diciembre 2023 alcanzando Gs 204.596 millones (USD 27,6 millones) donde un 30% son obligaciones de corto plazo (vs 7% en 2022), siendo el ratio el ratio deuda/ebitda de 6,7x con una cobertura de intereses de 1,9x.

El aumento de la deuda en 2023, fue de Gs 95.000 millones y se destinó una parte para la inversión en el sector agropecuario en Di Vetro (Gs 68.000 millones) y otra parte para inversión en Vilux en (Gs 27.000 millones). La inversión en Di Vetro fue orientada principalmente a

Inversiones de Capital



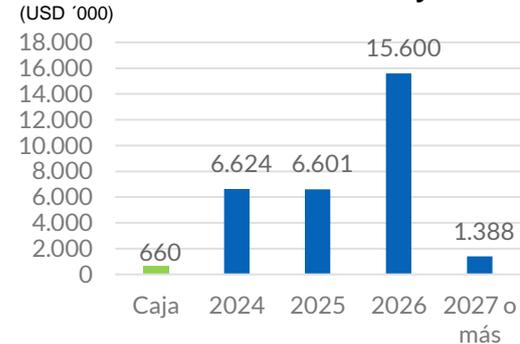
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

infraestructura operativa y capital de trabajo en la región del Chaco destinadas para el sector ganadería. El programa de inversión tienen en la actualidad un 75% de avance técnico respecto al volumen objetivo del plan de negocios y con utilización plena de capacidad instalada desde diciembre 2023, mejorando las expectativas de beneficios de la empresa para el corriente año. En cuanto a la inversión en Vilux, la inversión más importante fue realizada en capital de trabajo.

El resto de las compañías del Grupo no presentaban deuda financiera a diciembre 2023.

Actualmente la deuda está concentrada con banco Itaú y en bonos emitidos por la compañía. El 52% de la deuda está nominada en Guaraníes y el resto se encuentra en dólares. Mientras que en marzo 2023 la caja cubría 1,9x de los vencimientos de corto plazo, para marzo 2024 la cobertura de los vencimientos de corto plazo es 0,13x mostrando un severo deterioro en la liquidez de corto plazo mientras que el programa emisión global se ha realizado prácticamente en su totalidad tanto en USD como GS (saldo pendiente de emisión por GS 36.500 M). En este contexto, la estabilidad en la generación del FGO (flujo generado por las operaciones) esperado por parte de la compañía, el respaldo del grupo económico así como la capacidad para refinanciar los vencimientos de deuda en los próximos 2 años resultan fundamentales para mitigar el riesgo de pago de las obligaciones contraídas.

Vencimiento de la Deuda - Mayo 2024



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Durante 2023 continuo con su programa de emisión de obligaciones negociales y negociación de préstamos bancarios para continuar financiado sus operaciones, aumentando su capital de trabajo, así que como también desarrollando la empresa DIVETRO SA destinada a mejorar el perfil de negocios del grupo concentrando sus actividades en actividades agrícolas y ganaderas en el chaco paraguay. Como resultado del proyecto de negocios, durante 2022 y 2023 se incrementó el endeudamiento de la empresa, alcanzando el endeudamiento financiero GS 207.000 millones.

La compañía prevé refinanciar los vencimientos de capital para para 2024, 2025 y 2026 tanto de sus obligaciones negociables en GS como en USD así también como los préstamos bancarios para mejorar el perfil de vencimiento, alargando plazos. FIX espera que el incremento en los beneficios como resultado de la maduración de las inversiones realizadas, así como también, la extensión de plazos para el pago de amortizaciones de deuda permita mejorar la liquidez de la empresa en el corto plazo. Como resultado final se espera lograr una mejora en la flexibilidad financiera que permita un desarrollo sostenible de las actividades económicas del grupo.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Vilux S.A.

(miles de Guaraníes, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*
Período	Año Móvil	Mar-24	2023	2022	2021	2020
	12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	28.679.286	7.619.527	26.103.283	20.806.804	26.772.138	15.263.561
EBITDAR Operativo	28.679.286	7.619.527	26.103.283	20.806.804	26.772.138	15.263.561
Margen de EBITDA	12,6	14,3	11,6	9,8	14,5	10,4
Margen de EBITDAR	12,6	14,3	11,6	9,8	14,5	10,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,6	1,5	2,2	6,2	8,1	6,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(35,8)	(19,8)	(41,6)	(30,2)	(28,1)	(2,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,9	0,5	2,3	2,6	16,7	1,6
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,1	1,7	0,8	4,5	10,6	26,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,9	2,2	4,3	12,7	28,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,0	1,9	2,2	4,3	12,7	28,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,1	0,6	1,1	1,1	3,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	0,1	0,6	1,1	1,1	3,2
FGO / Cargos Fijos	1,1	1,7	0,8	4,5	10,6	26,2
FFL / Servicio de Deuda	(1,1)	(0,4)	(1,8)	(3,1)	(2,1)	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,0)	(0,3)	(1,6)	(2,7)	(1,6)	3,0
FCO / Inversiones de Capital	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,5)	(40,5)	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	12,9	7,8	21,2	5,2	2,3	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,1	6,7	7,9	5,4	1,9	0,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,0	6,6	7,5	4,9	1,4	(0,8)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,1	6,7	7,9	5,4	1,9	0,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	7,0	6,6	7,5	4,9	1,4	(0,8)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,1	7,7	6,0	8,3	8,2	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	23,1	23,1	15,8	12,7	41,6	92,1
Balance						
Total Activos	493.396.171	493.396.171	485.438.051	412.042.275	311.852.214	276.958.760
Caja e Inversiones Corrientes	4.882.146	4.882.146	10.464.339	8.439.245	12.989.294	17.144.164
Deuda Corto Plazo	47.224.537	47.224.537	32.640.084	14.147.214	21.380.741	4.276.898
Deuda Largo Plazo	157.371.749	157.371.749	174.475.198	97.178.791	29.993.400	367.499
Deuda Total	204.596.286	204.596.286	207.115.282	111.326.005	51.374.141	4.644.397
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	204.596.286	204.596.286	207.115.282	111.326.005	51.374.141	4.644.397
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	204.596.286	204.596.286	207.115.282	111.326.005	51.374.141	4.644.397
Total Patrimonio	235.443.393	235.443.393	235.131.043	229.799.339	224.080.614	205.381.851
Total Capital Ajustado	440.039.679	440.039.679	442.246.325	341.125.344	275.454.756	210.026.248

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.780.581	2.624.701	(2.334.249)	16.526.267	20.083.513	13.610.370
Variación del Capital de Trabajo	5.981.632	(3.813.698)	(9.450.757)	(37.830.980)	(70.522.057)	(4.442.239)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.762.213	(1.188.997)	(11.785.006)	(21.304.713)	(50.438.544)	9.168.131
Inversiones de Capital						
Inversiones de Capital	(89.456.237)	(9.354.387)	(82.167.224)	(42.860.661)	(1.246.501)	(12.355.951)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(81.694.025)	(10.543.383)	(93.952.230)	(64.165.373)	(51.685.045)	(3.187.820)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.064.617	(442.537)	1.507.154	317.585	0	826.269
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	61.891.299	(2.518.996)	95.789.277	59.951.864	44.388.600	(5.740.666)
Variación Neta del Capital						
Otros (Inversión y Financiación)						
Variación de Caja	(20.727.599)	(13.504.917)	3.344.201	(3.895.925)	(7.296.445)	3.856.783
Estado de Resultados						
Ventas Netas	228.452.305	53.122.283	225.771.917	212.692.608	184.151.094	146.199.054
Variación de Ventas (%)	7,4	N/A	N/A	15,5	26,0	(12,9)
EBIT Operativo	17.364.940	5.344.854	14.922.333	12.632.284	19.499.956	8.110.206
Intereses Financieros Brutos	14.053.185	3.939.286	12.103.390	4.788.029	2.100.322	539.685
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.434.122	312.350	5.331.705	5.718.724	18.698.763	3.086.233

* 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.
- USD: dólar estadounidense.

Anexo III – Características de los Instrumentos

Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs 110.000 millones

Moneda: Guaraníes

Monto total del programa de emisión: Gs. 110.000.000.000 (Guaraníes Ciento Diez Mil Millones).

Tasas de interés, pago de intereses y pago de Capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Hasta 50% para desarrollo de proyecto agrícola, hasta 30% para reestructuración de pasivos y capital operativo y hasta 50% para inversiones de capital.

Garantía: Común, a sola firma.

Codeudoría: Di Vetro S.A.; Alukler S.A. y TCC S.A.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en la Ley 5810/17 y en la Res. BVPASA 1013/11 el Directorio de VILUX S.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates de los títulos de deuda emitidos en las Series afectadas, en una o más fechas que serán determinadas por el Directorio cuando se considere necesario, teniendo en cuenta la situación financiera de la Sociedad, cada 6 (seis) meses, tomando como base la fecha de la resolución de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., a partir de la cual se fijan las fechas de emisión de las Series que componen el Programa de Emisión Global antes registrado por resolución de la Comisión Nacional de Valores.

Compromisos de la Emisora. El incumplimiento por parte de la Emisora de cualquiera de los compromisos que se detallan a continuación implicará el derecho de los bonistas de ejecutar la deuda:

- Cumplimiento de obligaciones financieras: El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forman parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos y sus correspondientes consecuencias. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros establecidos en este título implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
- Deber de informar al representante de obligacionistas ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros. La Emisora deberá notificar inmediatamente a los tenedores de los bonos y al Representante de los Obligacionistas, la ocurrencia de cualquier supuesto de incumplimiento, salvo en el caso que el supuesto de incumplimiento en cuestión sea remediado o dispensado dentro del plazo previsto para ello. Dicha notificación indicará que es una “notificación de incumplimiento”, y especificará el supuesto de incumplimiento y/o el supuesto en cuestión y las medidas que la Emisora se proponga adoptar en relación con el mismo.
- Prohibición de emitir nuevos Bonos con mejores privilegios (salvo que sea para cancelar los Bonos que se emitan en esta oportunidad).
- Obligación de cumplimiento de ratios financieros a fijarse (Deuda Financiera/EBITDA; EBITDA/Intereses y Pasivo/PN, otros). El Emisor se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - Ratio EBITDA/Intereses: mayor o igual a 1,0x
 - Ratio Deuda financiera/EBITDA: menor o igual a 9,0x
 - Pasivo Total/Patrimonio Neto: menor o igual a 2,0x.

Se considerarán "Supuestos de Incumplimiento" a los fines de la presente emisión a cualquiera de los siguientes eventos:

- **Cross Default y Cross Acceleration:** (a) Si (i) un endeudamiento financiero de la Emisora se torna exigible y pagadero con anterioridad a su fecha de vencimiento no por voluntad de la Emisora sino por caducidad de sus plazos o por cualquier otra cuestión, u (ii) otro endeudamiento financiero de la Emisora no es pagado a su vencimiento o, según sea el caso, dentro del período de gracia aplicable, o (iii) la Emisora no cumple con la obligación de pagar a su vencimiento cualquier importe debido en razón de cualquier garantía o de cualquier indemnidad, actuales o futuras, constituidas respecto de cualquier endeudamiento financiero de la Emisora; siempre que la suma total de los respectivos endeudamientos financieros, garantías y/o indemnidades respecto de los cuales uno o más de los eventos de incumplimiento incluidos en este apartado hayan ocurrido sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas, y hayan transcurrido diez (10) Días Hábiles desde la ocurrencia del respectivo evento;
- **Embargo, secuestro o ejecución:** Se ordena, traba o exige judicialmente un secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar sobre o contra la totalidad o parte de los bienes, activos o ingresos de la Emisora y dicho proceso no es objetado de buena fe por la Emisora o no es revocado o suspendido en un período de sesenta (60) Días Hábiles, siempre que dicho secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar afecte bienes, activos o ingresos por un valor igual o mayor al importe que corresponda al veinte por ciento (20% por ciento) de los activos de la Emisora;
- **Falta de cumplimiento de sentencia:** La Emisora no da cumplimiento con el pago dispuesto por una sentencia definitiva y firme dictada por un tribunal judicial o administrativo, siempre que el importe a pagar dispuesto por dicha sentencia sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas y hayan transcurrido veinte (20) Días Hábiles desde la fecha de pago dispuesta por la respectiva sentencia;
- **Disolución/Liquidación:** Que la Emisora (i) fuera disuelta, (ii) solicitara o prestara su consentimiento para la designación de un depositario, síndico, liquidador o funcionario similar para sí o con respecto a sus bienes, (iii) no pudiera o admitiera por escrito su incapacidad de hacer frente a sus deudas al vencimiento, (iv) realizara una cesión en beneficio de sus acreedores en general, (v) fuera declarada fallida o insolvente, (vi) presentara un pedido de quiebra o una solicitud procurando la reestructuración o un acuerdo con sus acreedores o un concurso preventivo de acreedores, en forma judicial o extrajudicial, (vii) presentara una respuesta admitiendo las pretensiones sustanciales de un pedido presentado en su contra en cualquier proceso de quiebra, reestructuración o concurso, u (viii) tomara cualquier medida societaria a los fines de efectuar cualquiera de estos actos o su equivalente conforme a las leyes paraguayas;
- **Expropiación/Confiscación:** Cualquier autoridad o entidad pública hubiera confiscado, nacionalizado, incautado o expropiado activos de la Emisora por un monto tal que, en conjunto, podría razonablemente preverse tenga un efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Emisora de cumplir con sus obligaciones bajo el bono. (f) Que la Emisora no cumpla u observe cualquier término, compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y dicho incumplimiento subsistiera durante un período de veinte (20) Días Hábiles desde la ocurrencia de dicho incumplimiento;
- **Interrupción de actividades por más de 30 días:** Que la Emisora interrumpa el desarrollo de la totalidad o una parte sustancial de sus actividades u operaciones, y dicha interrupción subsistiera durante un período de treinta (30) días desde la ocurrencia de la interrupción, a menos que dicha interrupción se deba a una parada programada para mantenimiento de las plantas de la Emisora, en cuyo caso dicho plazo podría extenderse hasta sesenta (60) días; motivos de fuerza mayor (covid) Pandemia, catástrofes naturales, guerra, etc.
- **Retiro de oferta publica:** Que hubieran dejado de ser válidas las autorizaciones emitidas por la CNV, BVPASA y cualquier otro organismo competente, según

corresponda, necesarias para la emisión de los bonos y su listado y negociación, o que se tornara ilegal para la Emisora dar cumplimiento a una o varias de sus obligaciones de conformidad con los bonos;

- **Quiebra/Concurso:** Que la Emisora reciba un pedido de quiebra por parte de un tercero y no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de recibido; estableciéndose que, en el caso que tal pedido no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de solicitado, pero la Emisora haya impugnado de buena fe mediante el procedimiento apropiado dicho pedido dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de presentado, el supuesto de incumplimiento no tendrá lugar durante el período que transcurra hasta que se desestime la impugnación, pero tal período en caso alguno se extenderá por más de noventa (90) Días Hábiles contados desde la iniciación de tales procedimientos apropiados. El directorio se compromete a poner a consideración de la próxima asamblea correspondiente los siguientes compromisos adicionales:
 - **Prohibición de distribución de dividendos y honorarios a directores** por encima de cierto rango preestablecido. Durante dos años desde la inscripción del Programa Global la empresa no podrá distribuir dividendos y luego tendrá un tope de hasta el 40% del resultado del ejercicio en cuestión hasta el quinto año. A partir del sexto año podrá pagar dividendos siempre y cuando cumpla con el siguiente Ratio Financiero: Deuda Financiera EBITDA menor o Igual a 7,0x.
 - **Imposibilidad de cambio de control/fusión:** La Emisora no se podrá fusionar ni consolidar con persona alguna, ni transferir, ceder y/o vender la totalidad o un monto superior al veinticinco por ciento (25%) de los activos o de las acciones de la Emisora de acuerdo a los estados contables consolidados de la Emisora más recientes, sean anuales o trimestrales, a otra Persona, ya sea en una operación o en una serie de operaciones.

Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por hasta USD 10 millones

Moneda: Dólares Americanos

Monto total del programa de emisión: USD 10.000.000 (Dólares Americanos Diez Millones).

Tasas de interés, pago de intereses y pago de Capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Hasta 50% para desarrollo de proyecto agrícola, hasta 30% para reestructuración de pasivos y capital operativo y hasta 50% para inversiones de capital.

Garantía: Común, a sola firma.

Codeudoría: Di Vetro S.A.; Alukler S.A. y TCC S.A.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en el Art. 58, de la Ley 5810/17, en la Res. BVPASA 1013/11 y lo dispuesto en el Acta de Directorio N° 182 de fecha 29/11/2021 y su rectificación en el Acta de Directorio N° 184 de fecha 14/12/2021, el Directorio de VILUX S.A., tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los títulos de deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha que será determinada por el Directorio cuando se considere necesario, teniendo en cuenta la situación financiera de la Sociedad, cada 6 (seis) meses, tomando como base la fecha de la resolución de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., a partir de la cual se fijan las fechas de emisión de las Series que componen el Programa de Emisión Global antes registrado por resolución de la Comisión Nacional de Valores.

Compromisos de la Emisora. El incumplimiento por parte de la Emisora de cualquiera de los compromisos que se detallan a continuación implicará el derecho de los bonistas de ejecutar la deuda:

- Cumplimiento de obligaciones financieras: El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forman parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos y sus correspondientes consecuencias. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros establecidos en este título implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
- Deber de informar al representante de obligacionistas ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros. La Emisora deberá notificar inmediatamente a los tenedores de los bonos y al Representante de los Obligacionistas, la ocurrencia de cualquier supuesto de incumplimiento, salvo en el caso que el supuesto de incumplimiento en cuestión sea remediado o dispensado dentro del plazo previsto para ello. Dicha notificación indicará que es una “notificación de incumplimiento”, y especificará el supuesto de incumplimiento y/o el supuesto en cuestión y las medidas que la Emisora se proponga adoptar en relación con el mismo.
- Prohibición de emitir nuevos Bonos con mejores privilegios (salvo que sea para cancelar los Bonos que se emitan en esta oportunidad).
- Obligación de cumplimiento de ratios financieros a fijarse (Deuda Financiera/EBITDA; EBITDA/Intereses y Pasivo/PN, otros). El Emisor se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - Ratio EBITDA/Intereses: mayor o igual a 1,0x
 - Ratio Deuda financiera/EBITDA: menor o igual a 9,0x
 - Pasivo Total/Patrimonio Neto: menor o igual a 2,0x

Se considerarán “Supuestos de Incumplimiento” a los fines de la presente emisión a cualquiera de los siguientes eventos:

- Cross Default y Cross Acceleration: (a) Si (i) un endeudamiento financiero de la Emisora se torna exigible y pagadero con anterioridad a su fecha de vencimiento no por voluntad de la Emisora sino por caducidad de sus plazos o por cualquier otra cuestión, u (ii) otro endeudamiento financiero de la Emisora no es pagado a su vencimiento o, según sea el caso, dentro del período de gracia aplicable, o (iii) la Emisora no cumple con la obligación de pagar a su vencimiento cualquier importe debido en razón de cualquier garantía o de cualquier indemnidad, actuales o futuras, constituidas respecto de cualquier endeudamiento financiero de la Emisora; siempre que la suma total de los respectivos endeudamientos financieros, garantías y/o indemnidades respecto de los cuales uno o más de los eventos de incumplimiento incluidos en este apartado hayan ocurrido sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas, y hayan transcurrido diez (10) Días Hábiles desde la ocurrencia del respectivo evento;
- Embargo, secuestro o ejecución: Se ordena, traba o exige judicialmente un secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar sobre o contra la totalidad o parte de los bienes, activos o ingresos de la Emisora y dicho proceso no es objetado de buena fe por la Emisora o no es revocado o suspendido en un período de sesenta (60) Días Hábiles, siempre que dicho secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar afecte bienes, activos o ingresos por un valor igual o mayor al importe que corresponda al veinte por ciento (20% por ciento) de los activos de la Emisora;
- Falta de cumplimiento de sentencia: La Emisora no da cumplimiento con el pago dispuesto por una sentencia definitiva y firme dictada por un tribunal judicial o administrativo, siempre que el importe a pagar dispuesto por dicha sentencia sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas y hayan transcurrido veinte (20) Días Hábiles desde la fecha de pago dispuesta por la respectiva sentencia;

- **Disolución/Liquidación:** Que la Emisora (i) fuera disuelta, (ii) solicitara o prestara su consentimiento para la designación de un depositario, síndico, liquidador o funcionario similar para sí o con respecto a sus bienes, (iii) no pudiera o admitiera por escrito su incapacidad de hacer frente a sus deudas al vencimiento, (iv) realizara una cesión en beneficio de sus acreedores en general, (v) fuera declarada fallida o insolvente, (vi) presentara un pedido de quiebra o una solicitud procurando la reestructuración o un acuerdo con sus acreedores o un concurso preventivo de acreedores, en forma judicial o extrajudicial, (vii) presentara una respuesta admitiendo las pretensiones sustanciales de un pedido presentado en su contra en cualquier proceso de quiebra, reestructuración o concurso, u (viii) tomara cualquier medida societaria a los fines de efectuar cualquiera de estos actos o su equivalente conforme a las leyes paraguayas;
- **Expropiación/Confiscación:** Cualquier autoridad o entidad pública hubiera confiscado, nacionalizado, incautado o expropiado activos de la Emisora por un monto tal que, en conjunto, podría razonablemente preverse tenga un efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Emisora de cumplir con sus obligaciones bajo el bono. (f) Que la Emisora no cumpla u observe cualquier término, compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y dicho incumplimiento subsistiera durante un período de veinte (20) Días Hábiles desde la ocurrencia de dicho incumplimiento;
- **Interrupción de actividades por más de 30 días:** Que la Emisora interrumpa el desarrollo de la totalidad o una parte sustancial de sus actividades u operaciones, y dicha interrupción subsistiera durante un período de treinta (30) días desde la ocurrencia de la interrupción, a menos que dicha interrupción se deba a una parada programada para mantenimiento de las plantas de la Emisora, en cuyo caso dicho plazo podría extenderse hasta sesenta (60) días; motivos de fuerza mayor (covid) Pandemia, catástrofes naturales, guerra, etc.
- **Retiro de oferta publica:** Que hubieran dejado de ser válidas las autorizaciones emitidas por la CNV, BVPASA y cualquier otro organismo competente, según corresponda, necesarias para la emisión de los bonos y su listado y negociación, o que se tornara ilegal para la Emisora dar cumplimiento a una o varias de sus obligaciones de conformidad con los bonos;
- **Quiebra/Concurso:** Que la Emisora reciba un pedido de quiebra por parte de un tercero y no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de recibido; estableciéndose que, en el caso que tal pedido no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de solicitado, pero la Emisora haya impugnado de buena fe mediante el procedimiento apropiado dicho pedido dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de presentado, el supuesto de incumplimiento no tendrá lugar durante el período que transcurra hasta que se desestime la impugnación, pero tal período en caso alguno se extenderá por más de noventa (90) Días Hábiles contados desde la iniciación de tales procedimientos apropiados.

El directorio se compromete a poner a consideración de la próxima asamblea correspondiente los siguientes compromisos adicionales:

- **Prohibición de distribución de dividendos y honorarios a directores por encima de cierto rango preestablecido.** Durante dos años desde la inscripción del Programa Global la empresa no podrá distribuir dividendos y luego tendrá un tope de hasta el 40% del resultado del ejercicio en cuestión hasta el quinto año. A partir del sexto año podrá pagar dividendos siempre y cuando cumpla con el siguiente Ratio Financiero: Deuda Financiera EBITDA menor o Igual a 7,0x.
- **Imposibilidad de cambio de control/fusión:** La Emisora no se podrá fusionar ni consolidar con persona alguna, ni transferir, ceder y/o vender la totalidad o un monto superior al veinticinco por ciento (25%) de los activos o de las acciones de la Emisora de acuerdo a los estados contables consolidados de la Emisora más recientes, sean anuales o trimestrales, a otra Persona, ya sea en una operación o en una serie de operaciones.

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 **4 de julio de 2024**, confirmó* en la Categoría **A-py** la calificación de emisor de **Vilux S.A.** y en la Categoría **pyA**- la calificación de los siguientes programas de emisión global de bonos vigentes y emitidos previamente por la compañía:

- Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones. (anteriormente calificado por hasta Gs. 180.000 millones).
- Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por hasta USD 10 millones.

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

Categoría Apy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo, buena capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyA: 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.

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: 4 de julio de 2024.
- Tipo de reporte: Integral por revisión anual.
- Estados Financieros referidos al 31.03.2024.
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
 - www.fixscr.com
 - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
 - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: 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

Entidad	Calificación Local	
Vilux S.A.	Emisor	A-py
Vilux S.A.	Programa de Emisión Global de bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones	pyA-
Vilux S.A.	Programa de Emisión Global de bonos USD1 por hasta USD 10 millones	pyA-
Vilux 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.vilux.com.py
- www.fixscr.com

Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: www.fixscr.com/metodologia.

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

Nomenclatura

Categoría Apy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo, buena capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyA: 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.

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

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 anuales auditados al 31/12/23 y 31/12/2022 (12 meses), disponibles en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Balances intermedios al 31/03/2024 (3 meses), disponibles en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: BCA (Benitez Codas y Asociados), corresponsal en Paraguay de KPMG Internacional.
- Información de gestión suministrada por la compañía (proyecciones económicas y financieras, balances de DiVetro, Alukler, TCC y Glassber al 31/12/2023).
- Prospecto del Programa de Emisión Global G1 por hasta Gs. 110.000 millones, disponible en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Prospecto del Programa de Emisión Global USD1 por hasta USD 10 millones, disponible en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.

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 calificador- , 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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.