

Zuba S.A.E.C.A

Factores relevantes de la calificación

Programa de emisión Global: FIX (afiliada de FitchRatings) confirmó en categoría A-py, Tendencia Estable, la calificación de Emisor de Largo Plazo de ZUBA S.A.E.C.A. (Zuba) y asignó en pyA- al Programa de Emisión Global USD1 por USD 5 millones. La calificación se sustenta en su buen nivel de comercialización de proyectos, habiendo iniciado operaciones en 2017 y desarrollado y vendido 8 edificios (39.847 m²) y con 10 proyectos en proceso a la fecha, de los cuales lleva pre-vendido el 77% de las unidades frente a un avance de obra, a julio 2024, del 49% (promedio ponderado según backlog de la compañía). A su vez, la compañía financia los proyectos principalmente a través de anticipos de sus clientes, habiendo cobrado a la fecha el 63% de las ventas y quedando pendiente por cobrar lo restante a financiarse en 60 meses en promedio. Por otro lado, se destaca el bajo nivel de deuda de USD 2,4 millones a septiembre 2024. FIX espera que la deuda finalice en torno a USD 4 millones a diciembre 2024 y en USD 3 millones en 2025, considerada adecuada a su nivel de proyectos en proceso. Por otro lado, limitan la calificación la concentración de contraparte siendo que todos sus proyectos están tercerizados en una única constructora. La compañía utilizará el programa de emisión para financiar adquisición de inmuebles para el desarrollo de nuevos proyectos

Financiamiento mediante anticipos: La compañía financia sus ventas mediante anticipos de clientes. Las ventas se realizan mediante el siguiente esquema: 77% durante obra, 13% contado y 10% financiado a 5 años en promedio. De un backlog por un valor de USD 83 millones la compañía lleva cobrados el 46% (USD 38,3 millones), quedando por cobrar USD 22,3 millones mientras que USD 17,1 millones quedan pendientes para la venta. La diferencia por USD 5,3 millones corresponde a unidades que la compañía se queda para alquiler. El nivel de mora de la compañía a septiembre 2024 es inferior al 1%.

Bajo nivel de deuda con elevada cobertura de intereses: La compañía se endeuda para comprar terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos. A septiembre 2024 (9 meses), la compañía posee un nivel de deuda de USD 2,4 millones siendo el nivel más alto desde 2021 (USD 0,8 millones). Este crecimiento de la deuda se da en un contexto de crecimiento de la compañía siendo que el EBITDA a septiembre 2024 (9 meses) se encontró en torno a los USD 3 millones frente a un EBITDA de 2021 de USD 0,9 millones. De esta manera, los ratios de apalancamiento se encontraron históricamente por debajo de 1x y con cobertura de intereses superiores a 20x en los últimos tres años. FIX espera que el 2024 finalice con un nivel de deuda cercano a USD 4 millones y con ratios de apalancamiento por debajo de 1x.

Concentración de contrapartes: La compañía inició sus actividades en 2017 y entregó su primer edificio (ZUBA 1) en 2019 habiendo entregado hasta la actualidad 39.847,2 m². Zuba planea aumentar un 150% los metros cuadrados entregados en los próximos tres años planeando entregar 59.743,4 m² de los cuales 30.442,5 m² se entregarían en 2025. Si bien la compañía cuenta con bajo track record, el mismo se ve mitigado por la contraparte siendo Benitez Bittar Constructora la encargada de llevar adelante las obras contando con experiencia de 30 años en la construcción de edificios residenciales y corporativos. Sin embargo, todos los proyectos concentrados en una única constructora generando una concentración del riesgo de construcción. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por la estructura de contrato por proyecto y la contratación de pólizas sumado a la experiencia del contratista. Las obras de Zuba ocupan un 30% del backlog de la constructora.

Sensibilidad de la Calificación

Los factores que podrían presionar la calificación a la baja son los siguientes:

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-py
Programa de Emisión Global USD1 por USD 5 millones	pyA-
Tendencia	Estable

Resumen Financiero

Zuba S.A.E.C.A.		
Consolidado	31/12/23	31/12/22
(Gs millones)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	94.859	60.832
Deuda Financiera	2.283	9.637
Ingresos	91.902	47.361
EBITDA	13.062	11.056
EBITDA (%)	14,2	23,3
Deuda Total/EBITDA	0,2	0,9
(x)		
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-0,1	0,2
EBITDA/Intereses (x)	20,7	36,6

Criterios Relacionados

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

Analistas



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



Analista Secundario
Leticia Wiesztort
Asociada
leticia.wiesztort@fixscr.com
+54 11 5235 8100

- Baja renovación del backlog y/o freno en las obras que retrase la entrega de unidades y genere un impacto en los contratos ya realizados
- Nuevas inversiones que no vengan acompañadas por una mejora en las cobranzas de la compañía.
- Aumento del nivel de deuda que no venga acompañada de un aumento de los flujos generando un deterioro de los ratios de apalancamiento por encima de 3/4x.
- Aumento de la mora por encima del 10%

No se esperan subas en el corto plazo.

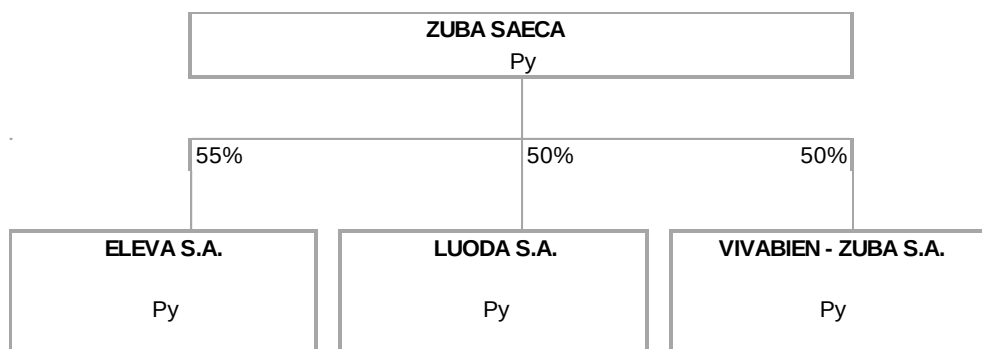
Liquidez y Estructura de Capital

Buena liquidez: A septiembre 2024 (9 meses), la compañía posee un nivel de caja de USD 1,2 millones frente a deuda de corto plazo de USD 1,6 millones, dando una cobertura de 0,8x siendo la cobertura más baja de 2021 hasta la actualidad siendo esos años en promedio de 1,9x. La compañía planea realizar su primer Programa de Emisión Global por USD 5 millones, además la compañía opera con dos bancos de primer nivel en Paraguay como son banco Atlas y Itaú. Por otro lado, han recibido aportes de accionistas incrementando su capital desde USD 0,5 millones en 2020 a USD 2 millones a septiembre 2024.

Perfil del Negocio

ZUBA S.A.E.C.A. (Zuba) es una compañía dedicada al desarrollo de edificios residenciales para familias de clase media. La Compañía se fundó en 2017 a cargo de los socios Valentina Basaglia y Alejandro Zuccolillo Quevedo, dividiéndose la participación en partes iguales. Zuba participa en tres negocios: Zuba propiamente dicho, Eleva (55% de participación), Luoda (50% de participación), Vivabien – ZUBA S.A. (50% de participación.)

- **ELEVA:** Zuba cuenta con una participación del 55%. Se encuentra desarrollando dos edificios de los cuales Zuba realizó un préstamo por USD 1 millón para la compra de los terrenos que serán pagados en el corto plazo. Es un fondo de inversión de Real Estate en conjunto con Itaú Assets Management. La financiación se realiza mediante aportes de inversionistas
- **LUODA:** Zuba cuenta con el 50% de participación, el 50% restante corresponde a 5Z compañía del grupo Timbo. Diseñan barrios de casas orientados a familias que buscan su primer vivienda. Al momento de este informe se encuentran desarrollando los barrios Arasy 1, 2 y 3. Hacia adelante, la compañía no espera tomar nueva deuda y financiar los proyectos con anticipos de clientes
- **Vivabien – ZUBA S.A.:** Zuba cuenta con el 50% de participación. Se encuentra orientada a venta de viviendas a la clase media a través del esquema de ahorro programado. En el marco de esta compañía, se desarrolla el proyecto Zuba 19 del cual el terreno fue costado por Zuba en un 50% y la compañía se queda con el 50% de los ingresos de ese proyecto.



Zuba se encarga del desarrollo del proyecto, la venta (sea al contado o financiada) y la administración del edificio en el cual se encuentran las unidades vendidas. Cabe destacar que la

compañía no vende el 100% de los edificios, sino que se queda con algunas unidades las cuales las pone en alquiler.

En 2019 inauguraron su primer proyecto en Fernando de la Mora llamado Zuba 1 siendo un edificio de tres pisos con treinta unidades de las cuales son 17 departamentos (monoambientes y de una habitación). El resto de los proyectos continuó desarrollándolos en la zona limítrofe entre Asunción y Luque y en Fernando de la Mora. A excepción de Zuba 9 y Zuba 12 que lo desarrollan en Encarnación y Ciudad del Este, respectivamente Ofrecen 3 tipologías de departamentos diferentes, monoambientes, de 1 habitación y de 2 habitaciones

El backlog presenta un presupuesto de USD 53,6 millones (sin considerar Zuba 19, 20 y 21), dando un avance económico del 52%, en promedio, versus un avance físico del 49%, en promedio.

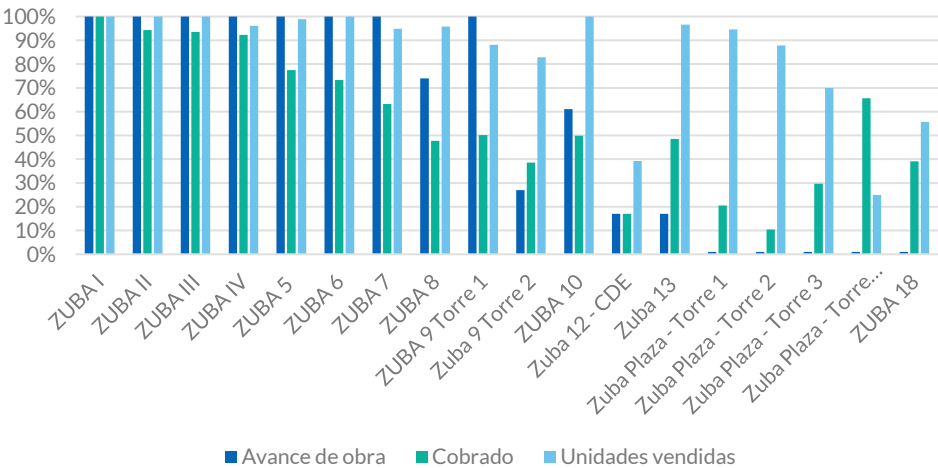
A la fecha, la compañía le quedan desembolsar USD 25,8 millones para finalizar la construcción de los proyectos hasta ZUBA 18 de los cuales USD 11,6 millones se desembolsarían en 2025.

Por otro lado, para el desarrollo de nuevos proyectos llamados ZUBA 19 y ZUBA 20/21 deberían desembolsarse USD 9,2 millones entre 2025 y 2027. En total, para cumplir con el backlog, la compañía debe desembolsar en 2024 y 2027 un total de USD 35 millones de los cuales USD 15,5 millones deben desembolsarse en 2025.

La forma de financiamiento de las obras es mediante la preventa de unidades y deuda con proveedores. A septiembre 2024, la compañía posee deuda con los proveedores por USD 10 millones.

El valor total del backlog (sin incluir Zuba 19 ni 20/21) es de USD 83 millones. De ese valor, según información de la compañía, a la fecha se cobraron USD 38,3 millones representando el 46% del total de las ventas dando un buen nivel de ventas. Por otro lado, a la compañía le queda pendiente por cobrar USD 22,3 millones (27% del total) y le quedan unidades por vender por USD 17,1 millones. Por otro lado, la compañía no vende la totalidad de los departamentos, sino que se queda algunos para alquiler de los cuales a la fecha tienen un valor de USD 5,3 millones. A la fecha se vendieron el 77% de las unidades.

Relación avance de obra - cobrado - unidades vendidas (neto de alquiler)



Proyecto	Avance de obra
ZUBA I	100%
ZUBA II	100%
ZUBA III	100%
ZUBA IV	100%
ZUBA 5	100%
ZUBA 6	100%
ZUBA 7	100%
ZUBA 8	74%
ZUBA 9 Torre 1	100%
Zuba 9 Torre 2	27%
ZUBA 10	61%
Zuba 12 - CDE	17%
Zuba 13	17%
Zuba Plaza - 1	1%
Zuba Plaza - 2	1%
Zuba Plaza - 3	1%
Zuba Plaza - Corp	1%
ZUBA 18	1%

En cuanto al LTV, a septiembre 2024 (9 meses), la compañía posee activos por USD 13,2 millones según valuación contable). El nivel de deuda de la compañía es de USD 2,4 millones a septiembre 2024 dando un Loan-To-Value (LTV) de 18% considerado conservador. La compañía planea armar un Programa de Emisión Global por USD 5 millones realizando una emisión por

USD 1,5 millones en 2024, quedando un LTV proforma de 30% aprox. De todas maneras, la emisión se utilizaría para la adquisición de inmuebles para el desarrollo de nuevos proyectos, por lo que se espera que el LTV actual no se modifique considerablemente.

El precio promedio al cual se venden las unidades es de USD 1.160,6 m² mientras que el precio promedio al cual se construyen las unidades es de USD 746,4 m² dando un margen de 35%.

Los nuevos proyectos, Zuba 19, Zuba 20 y Zuba 21, mantienen el nivel de ventas elevado de los proyectos previamente mencionados.

Cabe destacar que ZUBA 19 fue financiado en un 50% y se encuentra en desarrollo por la compañía VIVABIEN-ZUBA que utiliza el esquema de ahorro garantizado, es decir cuenta con una cartera de clientes que ya se encuentra pagando en cuotas su vivienda y se le entrega una vez finalizados los pagos.

En agosto la compañía planeaba cobrar USD 1,2 millones y terminaron cobrando USD 1,8 millones dado que ingresaron nuevas cobranzas del ZUBA 6. En total, en 2024, llevan cobrados USD 10,5 millones.

En cuanto a las unidades bajo alquiler, posee una ocupación de casi el 100%.

Financiamiento a clientes

La compañía realiza las ventas con el siguiente esquema: 77% durante la obra, 13% al contado y 10% financiado. Este esquema permite tener un alto nivel de ventas con un bajo avance de obra permitiendo financiar las obras con anticipos de clientes principalmente. Del 10% financiado, la compañía otorga un financiamiento propio a una tasa del 14% por sobre el 9% de tasa que ofrecen los bancos a un plazo de 60 meses, salvo algunas excepciones. En caso de las ventas "durante la obra", la compañía pide una señal en el marco del contrato y una fecha límite para un pago inicial que suele ser de un tercio del valor de la unidad. El valor restante se financia en cuotas a ser pagadas antes de la entrega de la unidad.

Los clientes en general son inversores o empresas, la cartera se encuentra muy atomizada. Al momento de realizar el contrato se pueden aplicar promociones o descuentos por venta en pozo. A su vez, dentro del contrato la compañía se compromete a finalizar las obras en un promedio de 2 años. La entrega se puede prorrogar 3 meses a discreción de ZUBA. En cuanto a los pagos, en caso de existir un atraso, se cobra una penalidad del 2% sobre el valor de la cuota. En los contratos, se establece que en caso de adeudarse dos o más pagos se producirá la caducidad de todos los plazos, pudiendo ZUBA utilizar medidas judiciales para exigir el pago del precio en su totalidad. En caso de que se caiga algún contrato, ZUBA se queda con el 30% del valor de venta en concepto de indemnización.

Por otro lado, ZUBA también ofrece el esquema de Renta Garantizada, vende el departamento a un propietario, pero otorgándole la posibilidad de que el mismo sea puesto en alquiler encargándose la compañía de la administración del mismo cobrando una comisión por esa administración.

En cuanto a los contratos de alquiler, la duración de los mismos es por un año. En algunos casos, la propiedad del departamento es de otra persona, pero ZUBA se encarga de gestionar todo lo referido a la administración del alquiler funcionando como inmobiliaria.

Al mes de septiembre, la mora no supera el 1% en sus cobranzas.

Proveedores

Zuba realizó la construcción del primer edificio con la constructora Rectora S.A., pero desde el ZUBA II la construcción se encuentra a cargo de Benitez Bittar Constructora S.A. (BBC) que cuenta con más de 30 años de experiencia en la construcción de edificios residenciales, corporativos y proyectos industriales de gran envergadura como parques logísticos, mercados, etc.

En cuanto a lo referido a edificios residenciales, la compañía realiza proyectos multi y uni familiares habiendo realizado más de 30 proyectos a la fecha, de los cuales la mayoría son los 18 edificios de Zuba aprox. En cuanto al resto de los segmentos, la constructora tiene 6 proyectos de desarrollos corporativos, 8 proyectos industriales vinculados a parques logísticos y mercados y 4 proyectos de gran envergadura.

Entre los proyectos más importantes se encuentran desarrollando el distrito Perseverancia que es un proyecto de potencialmente USD 200 millones, destinado a ser un barrio planificado con tres torres residenciales. Con esta obra, junto con las de ZUBA y otros proyectos importantes se ha plantado como uno de los principales constructores de Paraguay

Si bien posee una gran concentración por parte de proveedores, la misma se encuentra mitigada por la experiencia de la constructora para desarrollar proyectos de gran tamaño. A la fecha, BBC cuenta con un backlog de USD 197,1 millones de los cuales los edificios de Zuba representan el 28,9% del total.

Zuba realiza contrato con la constructora por proyecto. La intención de la compañía hacia futuro es desarrollar un área de licitaciones para los próximos proyectos.

Posición competitiva

Zuba lleva 5 años desde la inauguración de su primer edificio. En esos años empezó a ocupar un lugar en el mercado, en este sentido planea aumentar un 150% los metros cuadrados entregados en los próximos tres años planeando entregar 59.743,4 m² de los cuales 30.442,5 m² se entregarán en 2025, con el objetivo de entregar entre 3 y 4 edificios por año que le permitan posicionarse de mejor manera en el mercado. De todas maneras, a pesar de la poca trayectoria, la compañía posee un buen nivel de venta de sus proyectos habiendo vendido en 77% de sus unidades teniendo en cuenta proyectos que se esperan finalizar en 2027. Zuba opera en la zona entre Asunción, Luque, Fernando de la Mora y se encuentra construyendo un edificio en Ciudad del Este y otro en Encarnación.

Administración y calidad de los accionistas

Zuba SAECA se fundó en 2017 a cargo de los socios Valentina Basaglia y Alejandro Zuccolillo Quevedo, dividiéndose la participación en partes iguales. Alejandro Zuccolillo forma parte del Directorio del Grupo Timbo. Desde el 2020, el capital social de la compañía viene en aumento pasando de USD 0,5 millones en 2020 a USD 2 millones a septiembre 2024. En 2022, la compañía recibió préstamos por parte de entidades relacionadas de Grupo Timbo por USD 0,6 millones, mostrando el lugar que tiene la compañía para obtener préstamos por parte de un grupo de Paraguay.

Los auditores de la compañía son Benítez Cotas & Asociados – Corresponsal en el Paraguay de KPMG International Cooperative. Zuba se encuentra en un proceso de cambio en su contabilidad y de criterios contables para contabilizar las obras por avance de obra y consolidar sus balances con las compañías relacionadas. Por esto mismo, si bien la compañía inició en 2017, la información financiera que se presenta es desde 2021.

Riesgos del sector

El sector inmobiliario en Paraguay se encuentra en crecimiento. La zona principalmente de desarrollo son Asunción y Luque en Paraguay concentrando el 89% de los edificios en construcción (72% Asunción y 17% Luque).

A septiembre 2023, según datos de la consultora inmobiliaria Moebius en Asunción había 289 edificios que se entregaran en los próximos tres años en promedio totalizando 21.675 departamentos en construcción y por comercializar de los cuales se habían vendido el 61% de las unidades con un valor promedio del metro cuadrado por USD 1.440. La tipología de los departamentos construidos principalmente es de 1 y 2 dormitorios.

La inversión en Asunción en el mercado inmobiliario se explica por tres razones: aumento de la clase media, migración interna e inversión extranjera. En la región, Asunción presenta el precio del metro cuadrado más bajo de la región haciendo rentable la inversión en el mercado inmobiliario.

En cuanto a los alquileres, en Asunción, el valor en dólares se encuentra en línea con ciudades de la región, si comparamos con la cantidad de salarios mínimos necesarios, nos encontramos que se necesitan 2,1 salarios mínimos para hacer frente a un alquiler encontrándose un poco por debajo del promedio.

Factores de Riesgo

- **Concentración de contrapartes:** La compañía posee un único proveedor para la construcción de todos sus proyectos
- **Riesgo de construcción:** La compañía presenta un riesgo de construcción moderado. A la fecha presenta un grado de avance físico del 49% del backlog (en promedio) y cuenta con los flujos necesarios para finalizar las obras. Si bien la compañía posee pocos años en actividad, opera con la constructora Benítez Bittar con experiencia en grandes construcciones.

Perfil Financiero

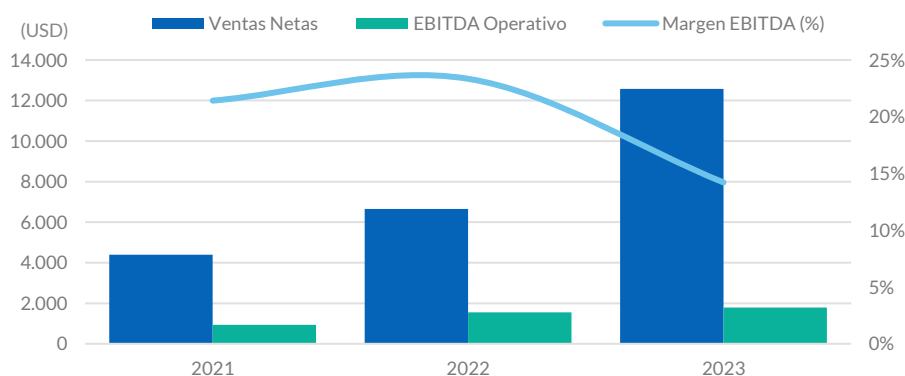
Rentabilidad

Hasta 2022, la compañía registraba las ventas a la hora de realizar la entrega de la unidad. Desde 2023, cambiaron el reconocimiento de resultados según avance de obra. Durante los últimos ejercicios las ventas se encuentran en crecimiento como producto de la expansión de la compañía. El primer edificio se terminó en 2019 que contaba con 33 unidades (1.703,9 metros cuadrados) de las cuales se vendieron 16 por un valor de USD 0,4 millones quedan el remanente en propiedad de la compañía para alquiler. En 2021 se entregaron los edificios Zuba II (2.863,3 metros cuadrados) y Zuba III (3.376,6 metros cuadrados) que contaban con 60 y 66 unidades, de las cuales se vendieron 58 y 61, respectivamente. El valor total de las ventas cobradas por esos edificios es de USD 3,8 millones quedando un remanente por cobrar por USD 0,2 millones. Durante el 2022 se entregó el Zuba IV (9.313 metros cuadrados) siendo el proyecto de mayor tamaño realizado por la compañía hasta el momento que cuenta con 140 unidades de las cuales se vendieron 130 quedando el remanente en propiedad de la compañía para alquiler. De las ventas del Zuba IV ya se cobraron USD 5,9 millones quedando un remanente de USD 0,4 millones por cobrar.

Durante el 2023 se entregó el Zuba 5 (3.083,8 metros cuadrados) que cuenta con 98 unidades de las cuales se vendieron 90 a la fecha quedando solamente una a la venta y el resto son destinadas al alquiler. Del total de ventas, ya se cobraron USD 3,7 millones quedando un saldo por cobrar por USD 0,8 millones.

Durante el 2024 la compañía entregó 3 edificios: Zuba 6, Zuba 7, Zuba 9 T1. A septiembre 2024 (9 meses), la compañía alcanzó ventas por USD 9,9 millones y un nivel de EBITDA por USD 3 millones dando un margen de 30,5%.

Evolución Ventas - EBITDA



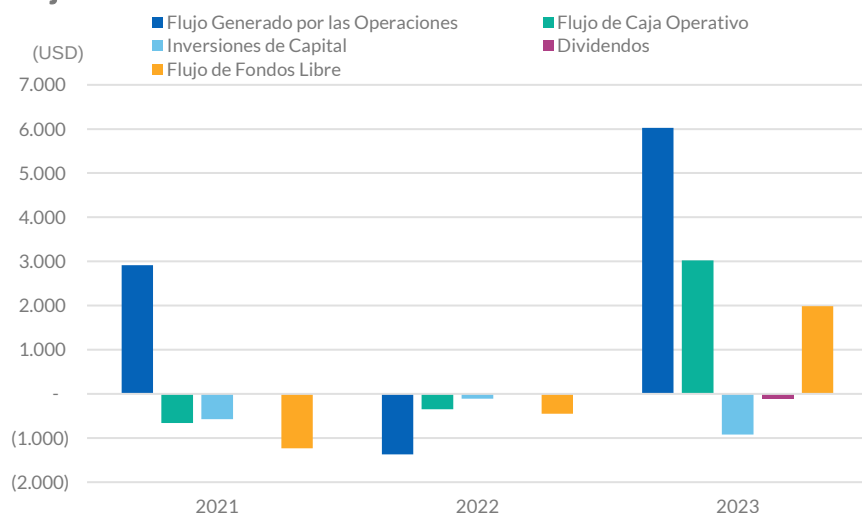
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

Dado que es una compañía con poco historial, contamos con tres años para analizar los flujos. El FGO y el FCO en 2023 fueron positivo como producto de una renovación del backlog y nuevos proyectos incorporados en cartera, esos proyectos son los que se van a entregar en 2025 que es el año que mayor caída presenta generando un crecimiento de los flujos. A septiembre 2024 (9 meses), el FGO fue positivo por USD 4,1 millones con un FCO positivo por USD 2,8 millones.

Al ser una compañía donde constantemente se encuentra invirtiendo para desarrollar nuevos proyectos dado la etapa de crecimiento en la que se encuentra, el FFL fue negativo durante 2021 y 2022 pero se volvió positivo en 2023 como consecuencia del alto nivel de ventas de proyectos que no se habían empezado a construir. A septiembre 2024 (9 meses) el FFL resulta positivo por USD 1,7 millones. Los FFL negativo, van en consonancia con años de aumentos considerables del backlog como fue el 2021 y 2022 y se espera que sean el 2025 y 2026.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

La compañía financia sus proyectos con un alto nivel de preventa de sus unidades al momento del lanzamiento. El capital de la compañía se encuentra financiado en un 59% por capital propio, mientras que el 41% restante se realiza con deuda. Cabe destacar que el endeudamiento se realizó para financiar inversiones.

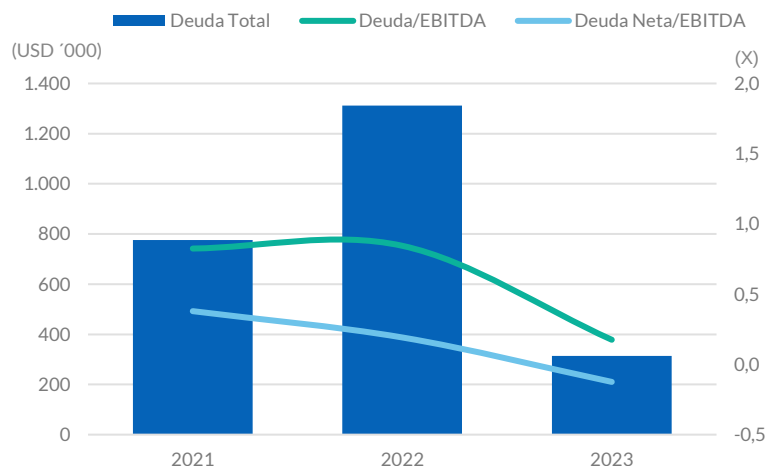
Sin embargo, tomo deuda en momentos puntuales para financiar el crecimiento de proyectos. Ese crecimiento se generó principalmente en 2022 donde la deuda paso de UDS 0,7 millones en 2021 a USD 1,3 millones en 2022, que luego con el alto nivel de venta permitió desapalancar en 2023 llegando a un nivel de deuda de USD 0,3 millones y ratios de deuda/EBITDA de 0,2x. A septiembre 2024, la deuda es de USD 2,4 millones con un ratio de deuda/EBITDA de 0,6x, debido a que la compañía busca apalancar nuevos proyectos para aumentar su backlog y poder entregar entre 3 y 4 edificios por año. Al bajo apalancamiento, se le agrega que la compañía posee una cobertura de intereses netos con un EBITDA/intereses por 41,9x. Del total de la deuda, el 65% se encuentra concentrada en el corto plazo. La compañía opera con banco Itaú y Atlas siendo la moneda de la deuda es el dólar estadounidense.

Capitalización

USD 000		
Deuda de Corto Plazo	1.561	27%
Deuda de Largo Plazo	852	14%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	2.414	41%
Total Patrimonio	3.464	59%
Total Capital Ajustado	5.878	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

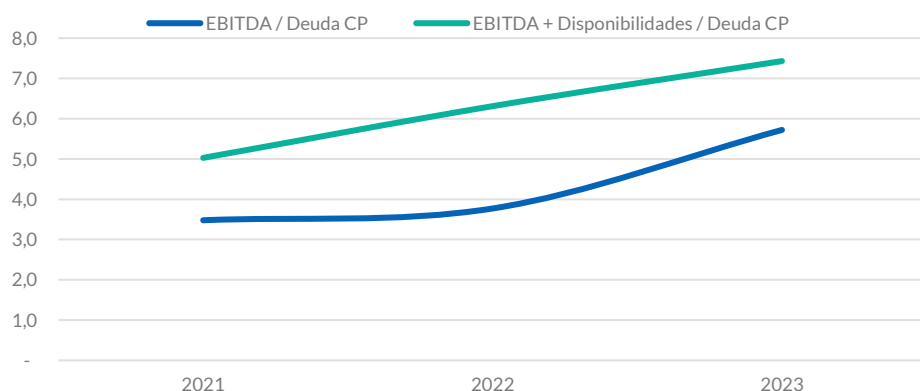
La compañía planea realizar su primera emisión por USD 1,5 millones a tasa de 7% pagadera en 3 años. La emisión se realizaría en el marco de un Programa de Emisión Global USD1 por un total de USD 5 millones. Los fondos serán destinados a la adquisición de inmuebles, para el desarrollo de nuevos proyectos. Los fondos no serán destinados a una operación con relacionadas o vinculadas. Se espera que con esta emisión la deuda finalice en torno a los USD 4 millones.

Liquidez

Zuba ha presentado una fuerte posición de liquidez a lo largo de su historia. A diciembre 2023, la caja cubría 1,7x la deuda de corto plazo siendo la caja USD 0,5 millones y deuda concentrada en el corto plazo por USD 0,3 millones. Si sumamos el EBITDA, la cobertura es de 7,4x.

A septiembre 2024 (9 meses), la liquidez de la compañía merma como producto de mayor endeudamiento de la compañía para financiar proyectos, pero continua en buenos niveles. La deuda de corto plazo es de USD 1,5 millones frente a una caja de USD 1,2 millones haciendo que la cobertura caiga a 0,8x. Si incorporamos el EBITDA, la cobertura es de 2,7x.

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero – ZUBA S.A.E.C.A.

(miles de Guaraníes, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas				
Normas Contables	NC	NC	NC	NC
Período	Sep-2024	2023	2022	2021
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	22.847.275	13.062.468	11.055.646	6.484.718
EBITDAR Operativo	22.847.275	13.062.468	11.055.646	6.484.718
Margen de EBITDA	30,5	14,2	23,3	21,4
Margen de EBITDAR	30,5	14,2	23,3	21,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	68,3	150,6	(27,6)	148,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	17,3	15,8	(6,8)	(28,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	80,7	73,3	96,5	105,6
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	57,5	67,4	(24,0)	N/A
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	41,9	20,7	36,6	N/A
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	41,9	20,7	36,6	N/A
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	4,5	3,4	3,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	4,5	3,4	3,5
FGO / Cargos Fijos	57,5	67,4	(24,0)	N/A
FFL / Servicio de Deuda	1,4	5,2	(0,9)	(4,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	6,5	1,4	(3,0)
FCO / Inversiones de Capital	2,5	3,3	(3,2)	(1,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	0,5	0,1	(1,3)	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,2	0,9	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	(0,1)	0,2	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,6	0,2	0,9	0,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,3	(0,1)	0,2	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,7	55,2	6,3	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	64,7	100,0	30,4	34,9
Balance				
Total Activos	189.173.089	94.858.939	60.832.158	60.226.447
Caja e Inversiones Corrientes	9.603.711	3.903.094	7.447.498	2.887.608
Deuda Corto Plazo	12.177.135	2.283.237	2.931.751	1.864.105
Deuda Largo Plazo	6.648.348	0	6.705.724	3.479.017
Deuda Total	18.825.483	2.283.237	9.637.475	5.343.121
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	18.825.483	2.283.237	9.637.475	5.343.121
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	18.825.483	2.283.237	9.637.475	5.343.121
Total Patrimonio	27.018.232	25.928.107	16.641.236	8.184.998
Total Capital Ajustado	45.843.715	28.211.344	26.278.711	13.528.120

Flujo de Caja				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	30.769.720	44.050.554	(9.748.531)	20.073.450
Variación del Capital de Trabajo	(9.352.110)	(21.931.965)	7.294.168	(24.637.155)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	21.417.610	22.118.589	(2.454.363)	(4.563.705)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(8.495.876)	(6.754.596)	(763.076)	(3.948.087)
Inversiones de Capital	0	(854.000)	0	0
Dividendos	12.921.734	14.509.992	(3.217.439)	(8.511.792)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	0	4.554.257	0	0
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(7.107.900)	(13.796.596)	400.000	(336.499)
Otras Inversiones, Neto	11.025.531	(7.354.238)	4.756.454	5.279.371
Variación Neta de Deuda	0	0	4.669.892	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	16.839.364	(2.086.585)	6.608.907	(3.568.920)
Variación de Caja	30.769.720	44.050.554	(9.748.531)	20.073.450
Estado de Resultados				
Ventas Netas	74.831.655	91.901.661	47.360.741	30.274.443
Variación de Ventas (%)	N/A	94,0	56,4	537,2
EBIT Operativo	22.831.824	13.041.866	10.956.415	6.402.811
Intereses Financieros Brutos	544.818	630.626	301.728	0
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	8.174.148	9.507.723	8.033.425	5.556.971

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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- USD: Dólar estadounidense.

Anexo III – Características de los Instrumentos

Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por USD 5 millones

Moneda: Dólares Americanos

Monto total del programa de emisión: USD 5.000.000 (Dólares Americanos Cinco 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 3.650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Los fondos serán destinados a la adquisición de inmuebles, para el desarrollo de nuevos proyectos. Los fondos no serán destinados a una operación con relacionadas o vinculadas

Garantía: Común, a sola firma.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 3090/24, el Directorio de ZUBA SOCIEDAD ANÓNIMA EMISORA DE CAPITAL ABIERTO 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 a ser determinada por el Directorio. En caso de que se proceda al rescate anticipado, se realizará según las siguientes condiciones: el precio será al valor nominal y por el monto total de las Series a ser rescatadas.

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 **21 de Noviembre de 2024**, confirmó en la Categoría **A-py** la calificación de emisor de Largo Plazo de Zuba S.A.E.C.A. Asimismo, se asignó en la Categoría **pyA-** la calificación del Programa de Emisión Global USD1 por USD 5 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.

Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 21 de Noviembre de 2024.
- Tipo de reporte: Asignación de emisión
- Estados Financieros referidos al 30.09.2024.
- 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	
ZUBA S.A.E.C.A.	Emisor	A-py
ZUBA S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 5 millones	pyA-
ZUBA S.A.E.C.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.zuba.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 enviada por el emisor:

- Balances anuales individuales y consolidados hasta el 31/12/23 (12 meses)
- Balances trimestrales individuales y consolidados hasta el 30/09/2024 (9 meses)
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: Benítez Cotas & Asociados – Corresponsal en el Paraguay de KPMG International Cooperative.
- Información de gestión
- Borrador prospecto de emisión PEG USD1

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 calificadoras, 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 diseminación 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.