

# Bricapar S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Baja de Calificación:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX bajó a “Bpy” la calificación de Emisor de Bricapar S.A. (Bricapar) y a “pyB” la calificación del Bono Garantizado Programa de Emisión Global de bonos USD1 por hasta USD 18 millones emitidos en su totalidad por la compañía, manteniendo la Tendencia Sensible. La calificación considera la caída en el volumen de ventas y la menor rentabilidad, el aumento de la deuda con los bancos y la emisión de la Serie 3, así como el inicio de los pagos de capital del PEG USD1 Serie 1 y 2 en noviembre 2024. Asimismo, se interpreta que el nivel de stress financiero producido por la baja sostenida de las ventas implica que la garantía de cesión de flujos no aporta solidez adicional al Bono Garantizado Programa de Emisión Global de bonos USD1. También contempla el modelo de negocio con un perfil exportador reforzado por las certificaciones ambientales, la exposición de las operaciones a factores climáticos y logísticos.

**Menor volumen y rentabilidad negativa:** Al cierre de ejercicio de diciembre 2023, las ventas se ubicaron en Gs 46.515 millones mostrando un retroceso de 23.8% con respecto al cierre de 2022, mientras los costos de la mercadería vendida incrementaron su peso sobre las ventas hasta alcanzar el 87% y el aumento de los gastos de administración y comercialización en 22%, resultaron en un EBITDA negativo de Gs 1.900 millones para un margen de -4.1%. El costo de la mercadería vendida se incrementó por los problemas logísticos asociados a las fuertes lluvias que restringieron el acceso a la materia prima en la primera mitad de 2023. El aumento de los gastos estuvo relacionado con mayores remuneraciones a los administradores y directores, así como por concepto de intermediación comercial, representando un deterioro adicional de los márgenes.

**Aumento del endeudamiento:** El nivel de deuda total se ubicó en Gs 165.723 millones (USD 22,7 millones) a diciembre 2023, relativamente estable con respecto a lo reportado al cierre del ejercicio fiscal 2022, cuanto alcanzó un máximo de apalancamiento de 35,5x (deuda total a EBITDA). La calificación considera la elevada participación de la deuda garantizada respecto a la deuda total, así como la estructura de vencimiento que establece el inicio de pagos semestrales de capital de las Serie 1 y 2 del PEG USD1 en noviembre 2024. En julio 2023, Bricapar anunció la emisión de la Serie 3 por USD 3,0 millones al 8,5% con vencimiento a 5 años en 2028, que representará un aumento adicional de la deuda de por lo menos USD 1 millón, de ser aplicados USD 2 millones a refinanciación de facilidades bancarias de corto plazo, cuando sea colocada. La Serie 3 tiene un menor plazo de pago con mayor tasa de interés con respecto a la Serie 1 y 2 del PEG USD1.

**Bono Garantizado PEG USD 1:** Los Bonos Garantizados PEG USD1, por hasta USD 18 millones, no presentan diferenciación con respecto a la calificación del emisor, debido al nivel de stress financiero producido por la baja sostenida de las ventas implica que la garantía de cesión de flujos no aporta solidez adicional al Bono Garantizado Programa de Emisión Global de bonos USD1. Aun teniendo la garantía que representa la cesión de flujos provenientes de la venta de carbón vegetal y briquetas para el pago del servicio de la deuda. La emisión tiene un Fideicomiso en Garantía al que se ceden los derechos de cobro sobre los contratos de la venta de mercaderías (carbón vegetal, briquetas y otros). Este mecanismo de retención y pago mantiene una reserva equivalente a 12 meses del pago de intereses.

**Amplio perfil exportador:** La compañía es uno de los exportadores más importantes de Paraguay en cuanto a la venta de carbón vegetal, concentrando cerca del 90% de las ventas, en un mercado donde Paraguay es uno de los principales exportadores del producto a nivel internacional. FIX espera que en el mediano plazo genere un incremento adicional en las ventas, dadas las inversiones realizadas por la compañía en cuanto a las certificaciones internacionales que le permite mantenerse y expandirse potencialmente a otros mercados

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	Bpy
Programa de Emisión Global de bonos USD 1 por hasta USD 18 millones*	pyB
*ver Anexo III	
Tendencia	Sensible

### Resumen Financiero

Bricapar S.A.E.		
Consolidado	2023	2022
(Gs. miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	199.208.457	205.510.536
Deuda Financiera	165.723.972	154.424.760
Ingresos	46.515.370	61.034.331
EBITDA	-1.900.241	4.494.293
EBITDA (%)	-4,1	7,4
Deuda Total / EBITDA (x)	-87,2	35,5
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-83,1	33,5

### Criterios Relacionados

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

### Analistas

Analista Principal  
 Gustavo Avila  
 Senior Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119




Analista Secundario  
 Lisandro Sabarino  
 Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142

donde se requieran dichos certificados.

**Certificaciones ambientales:** Bricapar dispone de una certificación acreditada por el MADES (ministerio del medio ambiente) y del Consejo de la Administración Federal (FSC) la cual certifica que la explotación que realizan de la madera es 100% renovable y planea realizar inversiones para conseguir otras certificaciones que certifiquen internacionalmente todo el proceso, desde la certificación de los bosques hasta la entrega a los clientes, en el mediano plazo. Este tipo de certificaciones le permite llegar a nuevos mercados como el europeo, en donde se evidencia una tendencia creciente de los consumidores hacia los productos que conlleven cuidados con el medio ambiente.

## Sensibilidad de la Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, derivar en una acción de calificación positiva: Incremento del volumen de ventas traducido en márgenes de EBITDA superiores a 25% de manera consistente; generación positiva consistente de FFL; financiamiento del crecimiento orgánico e inorgánico con flujo propios; indicadores de apalancamiento bruto sostenidamente por debajo de 6,0 x y la concreción de acuerdos de largo plazo de provisión y venta de productos a contrapartes de buen historial operativo y calidad crediticia.

Factores que podrían, individual o colectivamente, derivar en una acción de calificación negativa: márgenes EBITDA recurrentemente negativos; indicadores de apalancamiento bruto sostenidamente superiores a 15,0x; FFL negativos sostenidos que genere presiones en la liquidez.

La mejora crediticia de la estructura garantiza por sobre la calificación del emisor puede restituirse en caso de incremento sustancial de las ventas o del EBITDA de Bricapar con la consiguiente mejora de los ratios de cobertura estimados.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Ajustada liquidez:** La liquidez de Bricapar, medida por la posición de caja y equivalentes (equivalente a USD 1,086 millones), permite cubrir el 39% de la deuda financiera de corto plazo (USD 2.757 millones) a diciembre 2023. La emisión de la Serie 3 contemplados en el PEG USD1 por USD 3,0 millones en la segunda mitad de que representará un aumento adicional de la deuda de por lo menos USD 1 millón, de ser aplicados USD 2 millones a refinanciación de facilidades bancarias de corto plazo, cuando sea colocada. FIX considera que la posición de liquidez de la compañía debería comenzar a mejorar en 2025, pero manteniéndose ajustada en los años subsiguientes.

## Perfil del Negocio

Bricapar S.A. fabrica, acopia y envasa carbón vegetal, briquetas de carbón y carbón activado, para consumo gastronómico, familiar o industrial, comercializando la mayor parte de su producción en el mercado internacional. Los productos carbón vegetal y briquetas son fabricados a partir de los residuos y carbonillas provenientes de una clasificación propia de carbón, y de las clasificadoras de carbón del área metropolitana del Gran Asunción.

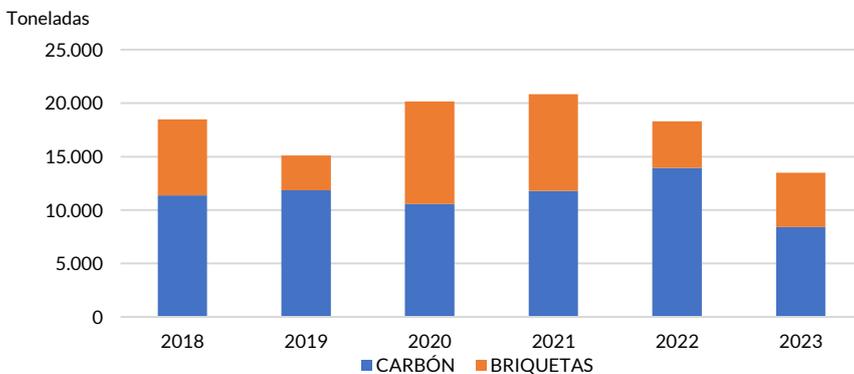
Dentro del proceso de elaboración de las briquetas se utiliza aglomerante de origen vegetal (Almidón de Mandioca u Maíz), de calidad alimenticia, de origen natural, sin aditivos químicos, ni minerales, lo que permite que las briquetas puedan conservar su aroma de brasa vegetal. La fabricación de briquetas de carbón vegetal cumple con la norma de calidad de la Unión Europea ISO EN 1860-2, lo cual asegura el cumplimiento de altos estándares en el proceso de producción y comercialización. Los productos están certificados por el Servicio Forestal Nacional, dependiente del Ministerio de Agricultura y Ganadería del Paraguay.

Los productos son envasados siguiendo con las normas sobre trazabilidad desde septiembre 2023, para ello se realiza una impresión de códigos en las bolsas, que contienen información sobre fecha de envasado, calidad de las maderas utilizadas, hornos de procedencia, duración del quemado, lotes y especificaciones del envase. La empresa mantiene una certificación que garantiza el ordenamiento interno en términos de trazabilidad de los productos, registro de los procesos, prácticas laborales y regulaciones ambientales. La Certificación de la Cadena de Custodia del Consejo de Manejo Forestal, o Forest Stewardship Council (FSC), es otorgada por la Empresa Certificadora independiente GFA Terra Systems.

En la actualidad, la compañía dispone de dos plantas industriales, la Planta 1 ubicada en Santa Rosa del Aguaray perteneciente a Loma Pukú S.A. subsidiaria de Bricapar S.A., en la cual se acopia y clasifica el aserrín producido en los aserraderos de la zona, en base a sus propios residuos de madera. El aserrín clasificado es enviado a la Planta 2 para la producción de briquetas de carbón, su envasado y venta. Bricapar opera 2 segmentos diferenciados, carbón vegetal y briquetas se distribuyen de la siguiente manera:

- **Carbón vegetal:** El cual se obtiene del reciclado de residuos de los aserraderos instalados en Santa Rosa del Araguay y el reciclado de la carbonilla obtenida de su obtenida de su propia clasificación de carbón, el residuo de la siderúrgica Acepar y las clasificadoras de carbón del área metropolitana de Asunción.
- **Briquetas de carbón vegetal:** En donde Bricapar utiliza tecnología de punta y confiable de producción, a fin de garantizar el cumplimiento de las exigencias de los mercados internacionales.
- **Otros:** Principalmente productos intermedios Aserrín y Carbonilla.

## Volumen vendido de Carbón Vegetal y Briquetas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

### Posición competitiva

La estructura de mercado en la que se desenvuelve Bricapar, es altamente competitiva, con bajas barreras a la entrada y con costos de salida muy bajos, lo cual fomenta la aparición de nuevos jugadores dado la gran extensión de recursos forestales y de bosques con la que cuenta Paraguay. Los competidores se encuentran principalmente en la zona urbana de Gran Asunción, así como en el Interior del país.

En el plano internacional, el mercado del carbón vegetal es un mercado maduro, con compañías de una mayor espalda financiera y en donde las certificaciones internacionales de cuidado ambiental se convierten en otra barrera de entrada y oportunidad para Bricapar para exportar a más de 7 países.

### Administración y calidad de los accionistas

Bricapar S.A. es controlada por la familia Jiménez Gaona que controla directa o indirectamente el 56% de las acciones y derechos económicos. La empresa española IBECOSOL, mantiene una participación minoritaria (26% del paquete accionario). Ibecosol se dedicada a la distribución y comercialización de derivados de carbón tanto para uso gastronómico como industrial, y se encarga de la política comercial de la empresa en el mercado europeo, debido a la posición competitiva de la compañía en dicho continente.

#### Capital Social Bricapar S.A.

Accionistas	Cantidad de acciones	% del total
Ramon Jiménez Gaona	5.000	25%
Ramon Jiménez Gaona A.	5.000	25%
Manuel Jiménez Gaona	1.125	6%
Marcelo Solís	250	1%
IBECOSOL	5.125	26%
Luis Alberto Lima	1.500	8%
Hugo Aranda	1.000	5%
Carlos Rodiño	1.000	5%
<b>Total de acciones</b>	<b>20.000</b>	<b>100%</b>

Fuente: Información de la compañía, FIX SCR

La compañía además pertenece al Grupo económico Conempa, un conjunto de al menos 10 empresas, que se desempeñan en diversos sectores del país. Sin embargo, a pesar de compartir accionistas en común, la política del Grupo, es la de que cada empresa se comporta de forma independiente al no compartir líneas de crédito, ni garantías ni préstamos intercompany. Por lo tanto, FIX asignó la calificación tomando en cuenta el Stand-Alone (calificación individual sin considerar el Grupo).

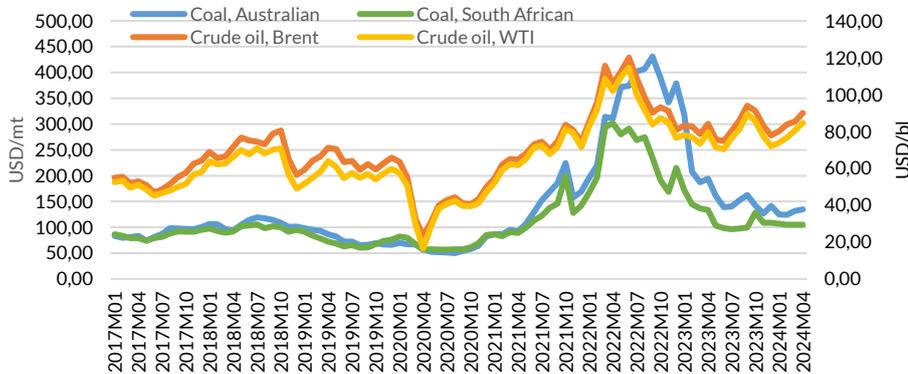
### Riesgos del sector

El mercado del carbón tiene características altamente competitivas y como otras materias primas está sujeta a elevada volatilidad en sus precios, manteniendo un comportamiento procíclico respecto de la evolución del consumo privado. El carbón también muestra una correlación con los precios de la energía, como el petróleo y el gas, por cuanto es un producto sustituto para la producción de electricidad y otros usos industriales. En el caso del mercado del carbón vegetal y briquetas, su precio está influido por las preferencias de los consumidores y el ingreso disponible de los hogares, aunque su capacidad de uso industrial correlaciona su cotización con el carbón mineral y otros precios de la energía.

La pandemia tuvo un doble efecto sobre el consumo y precio del carbón vegetal, por un lado, la actividad se vio resentida por la caída del ingreso disponible de los hogares, mientras los confinamientos y el cierre de los restaurantes, benefició la demanda por el mayor consumo de los productos en los hogares particulares, teniendo un impacto indefinido sobre ambas variables. Recientemente, la invasión de Rusia a Ucrania elevó los precios y la volatilidad en

el mercado de la energía, que se reflejó en los precios del carbón para uso industrial.

### Precios: Carbón Industrial y Petróleo



Fuente: World Bank, FIX.

Los altos precios del carbón están explicados en gran medida por la escasez del carbón para usos térmicos en China y la India en el contexto de un mercado mundial con un crecimiento importante de los precios de los principales commodities de energía, en especial el petróleo y gas, mientras que el volumen de exportación de los principales países exportadores (Indonesia, Australia, Rusia y Sudafrica) se mantuvo ligeramente por debajo de los niveles de 2019 y 2020.

La industria de carbón para consumo recreacional en Paraguay tiene distintos competidores entre los que se encuentran: Eurogroup, Don Carbon, Pabensa, Dolimex, Charcoal Carbones Guarani y Agroforetal Tacuati, entre otros. Estas empresas se disputan el mercado por eficiencia de costos dado que la estructura de mercado evidencia bajas barreras de entrada, con lo cual ninguna firma puede ejercer poder de mercado por sobre las demás. Por otro lado, a nivel internacional, los competidores son más variados y disponen de una mayor escala e integración vertical, lo cual no solo le permite tener una ventaja en precio sino también la diversificación hacia otras industrias, obteniendo mayor valor agregado en la cadena de valor.

### Factores de Riesgo

- **Riesgo Climático:** Dadas las condiciones climáticas en las que se ubica la planta principal de Bricapar, de altas lluvias durante el invierno, hace que el costo de tratar el aserrín suba, el cual es la principal materia prima de la que dispone la compañía tenga movimientos en su accesibilidad dependiendo de si hay un clima con muchas precipitaciones o no; lo cual impacta directamente sobre los márgenes de rentabilidad de la compañía de manera negativa.
- **Riesgo ambiental/regulatorio:** El mercado de las briquetas a nivel internacional se encuentra en un proceso de cambios. Las preferencias en torno a productos que aseguren una mayor sustentabilidad y menores condiciones negativas hacia el medio ambiente son los que están teniendo mayor popularidad, lo cual condiciona el acceso a ciertos mercados como el europeo, de donde se requieren ciertas certificaciones ambientales. La compañía cuenta con una certificación de tipo FSC de producción, lo cual asegura que la explotación que realiza sobre los bosques es 100% renovable y no tendría un impacto ambiental tan grande vis-a-vis otra compañía que no disponga de dichas certificaciones.
- **Riesgo Logístico:** Por la ubicación geográfica y la infraestructura logística disponibles donde opera la compañía, la viabilidad económica de las exportaciones y de ciertos productos depende de contar con costos de transporte marítimo acordes al valor de los productos que Bricapar ofrece al mercado internacional, siendo prohibitivo en algunos valores los altos niveles de costos logísticos para concretar ciertas ventas como las briquetas.

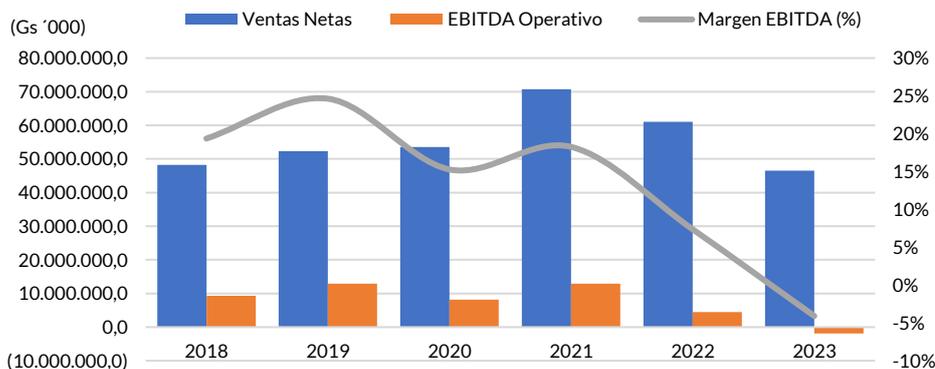
## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Bricapar reportó ventas por Gs 46.515 millones a diciembre 2023, un retroceso de 23,8% y 34,2% con respecto al cierre del ejercicio fiscal 2022 y 2021, respectivamente. El EBITDA se ubicó en un negativo de Gs 1.900 millones, lo que se tradujo en un margen negativo de 4.1%, con respecto al EBITDA positivo de Gs 4.494 millones y margen de 7,4% reportado al cierre del ejercicio fiscal 2022. Las ventas de la compañía han estado impactadas, primero, por los altos costos logísticos relacionados con la disminución del caudal en la Hidrovía Paraná - Paraguay que provocó la sequía en 2022 y las restricciones de acceso a la materia prima como consecuencia de las fuertes lluvias en el primer semestre de 2023.

Aspectos que afectaron las exportaciones y mantuvieron la presión sobre los costos de la mercadería vendida (CMV) como resultados de costos de fletes más elevados, tanto en la exportación como internamente. Los CMV se ubicaron en Gs 40.490 millones a diciembre 2023 con respecto a los Gs 50.852 millones al cierre de 2022, representando una mayor proporción de las ventas desde 83% en 2022 a 87% en el ejercicio cerrado en 2023.

### Evolución Ventas - EBITDA



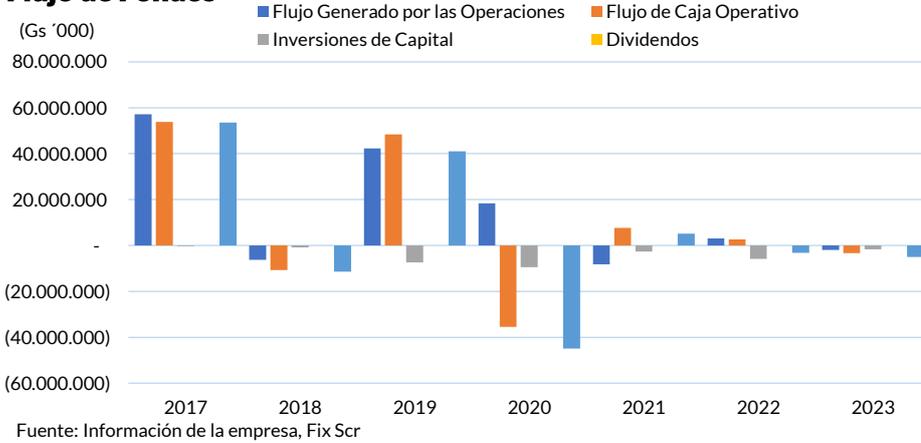
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Una vez superados los efectos de los eventos climáticos, se esperaría el descenso paulatino del CMV que mejoraría los márgenes y normalizaría los volúmenes de ventas. En los años subsiguientes se espera que se recuperen el nivel de los márgenes entre 18% y 20%, considerando un escenario de estabilidad para el segmento de carbón vegetal, manteniendo la interrogante sobre el desempeño de las ventas de carbón vegetal para usos industriales.

### Flujo de fondos

En los últimos años, el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Bricapar ha mostrado fluctuaciones, ubicándose en negativo de Gs 1.949 millones a diciembre 2023. La caída en el FGO es consecuencia de las restricciones de acceso a la materia prima por factores climáticos. La variación de capital de trabajo negativa por Gs 1410.556 millones sustrajo fondos para reportar un Flujo de Caja en Operaciones (FCO) negativo de Gs 3.359 millones. La ausencia de inversiones de capital y dividendos desde la pandemia le permitió a la compañía mantener un FFL en línea con el FCO.

## Flujo de Fondos

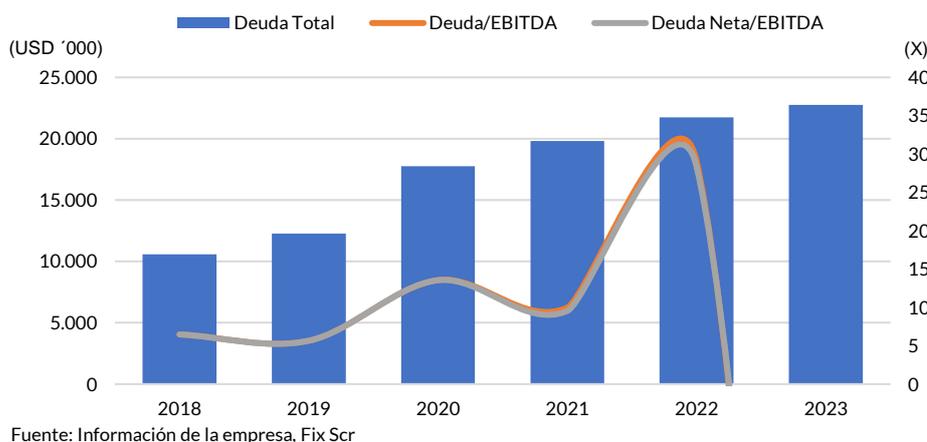


En el corto plazo, la compañía mantendría los niveles negativos de FGO pasando a niveles positivos de FGO en los años subsiguientes. Esto no se traduciría necesariamente en un FCO positivo por las mayores necesidades de financiación del capital de trabajo como resultado de la recuperación de las ventas esperada y la expansión de los inventarios. La compañía estaría normalizando su generación de caja para alcanzar un FFL positivo en 2025 en adelante, de no realizarse inversiones de CAPEX adicionales a las prevista en nuestro escenario base.

## Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2023, la deuda financiera total de Bricapar se ubicó en Gs 165.724 millones un 7% superior frente a lo registrado al cierre del ejercicio 2022 (Gs 154.425 millones), adicionalmente, la caída del EBITDA deterioró los ratios de endeudamiento (Deuda a EBITDA), cancelando las coberturas de intereses, lo que representa un deterioro de la estructura de capital de la compañía con respecto al cierre de 2022. La deuda de corto plazo representó el 12,1% del total, mientras que el 87,9% de la deuda total lo constituye deuda a largo plazo, incluyendo el PEG USD1, según los estados financieros de la compañía.

## Deuda Total y Endeudamiento



Los niveles de apalancamiento y las menores coberturas de la deuda comenzarán a mejorar en la medida que se recupere el EBITDA el corto plazo. En los años subsiguientes, el ratio de apalancamiento neto continuará elevado descendiendo por debajo de 13,0x, mientras la cobertura de intereses a EBITDA ajustado tendería a 1,0x hacia 2025.

La liquidez de la compañía, medida por la posición de caja y equivalentes (equivalente a USD 1,086 millones), permite cubrir el 39% de la deuda financiera de corto plazo (USD 2.757

milones) a diciembre 2023. La emisión y colocación de la Serie 3 contemplados en el PEG USD1 por USD 3,0 millones en la segunda mitad de 2023 le aportó la liquidez necesaria para el capital de trabajo. FIX considera que la posición de liquidez de la compañía debería comenzar a mejorar en 2025, pero manteniéndose ajustada en los años subsiguientes.

**Liquidez - Bricapar S.A.**

USD '000	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Operativo	1.630	2.064	1.208	1.884	643	(261)
Caja e Inversiones Corrientes	20	16	25	857	552	1.086
Deuda Corto Plazo	9.119	10.005	3.980	2.069	2.660	2.757
Deuda Largo Plazo	1.454	1.571	13.088	17.036	18.380	20.012

**Indicadores Crediticios**

LTM EBITDA / Deuda CP	0,2	0,2	0,3	0,9	0,2	(0,1)
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,2	0,2	0,3	1,3	0,4	0,3
Deuda Total / LTM EBITDA	6,5	5,6	14,1	10,1	32,7	(87,4)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Fondeo y flexibilidad financiera**

Bricapar presenta una limitada flexibilidad financiera proveniente del financiamiento bancario, descuento de cheques y acuerdos de descubiertos. En los últimos años, la compañía tuvo acceso al mercado de capitales paraguayo con las emisiones de la Serie 1 (USD 11 millones) en 2021, la Serie 2 (USD 4 millones) en 2022, y más recientemente la emisión de la Serie 3 por USD 3,0 millones dentro de lo contemplado en el PEG USD1. La emisión de la Serie 3 se realizó a un plazo más corto con una mayor tasa de interés, lo que refleja limitaciones de la flexibilidad financiera de la compañía. En la segunda mitad de 2023, la compañía obtuvo un financiamiento bancario por USD 2 millones para capital de trabajo que permitió mantener la operación, mientras se realiza la colocación de la Serie 3 emitida en julio de 2023, esta operación representará un aumento adicional de la deuda de por lo menos USD 1 millón, de ser aplicados USD 2 millones a refinanciación de facilidades bancarias de corto plazo, cuando sea colocada.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Bricapar S.A.

(miles de Gs., año fiscal finalizado en diciembre)

#### Cifras Consolidadas

Normas Contables	NCP*	NCP*	NCP*	NCP*	NCP*	NCP
Periodo	2023	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses					
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	(1.900.241)	4.494.293	12.923.787	8.173.474	12.879.421	9.348.918
EBITDAR Operativo	(1.172.404)	5.228.255	13.609.487	8.862.670	13.524.735	9.348.918
Margen de EBITDA	(4,1)	7,4	18,3	15,3	24,6	19,4
Margen de EBITDAR	(2,5)	8,6	19,2	16,6	25,9	19,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,9	7,9	2,6	16,4	38,0	0,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(10,9)	(5,2)	7,2	(83,9)	78,4	(23,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(102,4)	(53,8)	0,7	(13,2)	(10,7)	0,1
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,8	1,3	0,3	2,9	5,5	0,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,2)	0,4	1,0	0,9	1,4	1,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	(0,1)	0,4	1,0	0,9	1,4	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,1)	0,1	0,5	0,2	0,2	0,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	(0,0)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2
FGO / Cargos Fijos	0,8	1,3	0,3	2,9	5,5	0,0
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,7	(1,0)	0,7	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	0,4	0,9	(1,0)	0,7	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	NA	NA	NA	NA	6,5	(13,4)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	18,8	10,6	28,0	4,3	1,5	897,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(87,2)	35,5	10,5	15,0	6,2	6,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(83,1)	33,5	9,7	14,4	5,8	6,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(141,4)	30,5	10,0	13,8	5,9	6,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(134,6)	29,7	9,5	13,8	5,8	6,7
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,1	12,6	10,8	23,3	86,4	N/A
<b>Balance</b>						
Total Activos	199.208.457	205.510.536	201.123.508	217.268.923	200.814.061	166.652.602
Caja e Inversiones Corrientes	7.902.235	4.050.149	5.879.587	172.575	100.690	117.052
Deuda Corto Plazo	20.067.498	19.524.609	14.187.559	27.430.705	64.560.613	54.355.674
Deuda Largo Plazo	145.656.474	134.900.152	116.817.747	90.204.277	10.139.998	8.669.196
Deuda Total	165.723.972	154.424.760	131.005.306	117.634.982	74.700.612	63.024.870
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	165.723.972	154.424.760	131.005.306	117.634.982	74.700.612	63.024.870
Deuda Fuera de Balance	0	5.137.741	4.799.907	4.824.379	4.517.205	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	165.723.972	159.562.501	135.805.213	122.459.361	79.217.817	63.024.870
Total Patrimonio	12.278.585	29.546.576	51.277.758	51.087.252	58.295.296	63.398.232
Total Capital Ajustado	178.002.557	189.109.077	187.082.972	173.546.613	137.513.113	126.423.102
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(1.949.074)	3.045.750	(8.199.599)	18.299.553	42.259.434	(6.266.602)
Variación del Capital de Trabajo	(1.410.138)	(390.419)	15.909.850	(53.742.191)	6.146.201	(4.388.400)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(3.359.212)	2.655.331	7.710.251	(35.442.638)	48.405.635	(10.655.002)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.690.370)	(5.812.355)	(2.603.007)	(9.468.079)	(7.408.789)	(796.871)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(5.049.582)	(3.157.024)	5.107.244	(44.910.717)	40.996.846	(11.451.873)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	3.458.974	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	(9.327.145)	0
Variación Neta de Deuda	999.433	1.327.585	296.522	48.731.097	15.247.769	10.970.518
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4.050.149)	(1.829.439)	5.403.766	7.279.354	46.917.469	(481.355)
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	46.515.370	61.034.331	70.762.655	53.503.957	52.288.764	48.281.219
Variación de Ventas (%)	(23,8)	(13,7)	32,3	2,3	8,3	(16,3)
EBIT Operativo	(3.709.971)	2.228.668	10.839.292	6.107.763	11.013.060	9.029.777
Intereses Financieros Brutos	10.025.722	11.204.481	12.365.569	9.468.079	9.327.145	6.336.807
Alquileres	727.837	733.962	685.700	689.196	645.314	0
Resultado Neto	(17.267.990)	(21.731.183)	180.981	(7.208.044)	(6.540.428)	60.737
* Balances auditados por Gestion Empresarial, miembro de SMS Latinoamerica						

## Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NCP: Normas Contables Vigentes en Paraguay.

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 18 millones

Moneda: Dólares Americanos.

Monto: USD 18 millones.

**Series a Emitir:** Los bonos podrán ser emitidos en una o más series. Los términos y condiciones de cada serie podrán variar con respecto a los términos y condiciones de otras series en circulación, pero no dentro de la misma serie. Se establecerán los términos específicos de cada serie en el respectivo complemento de Prospecto.

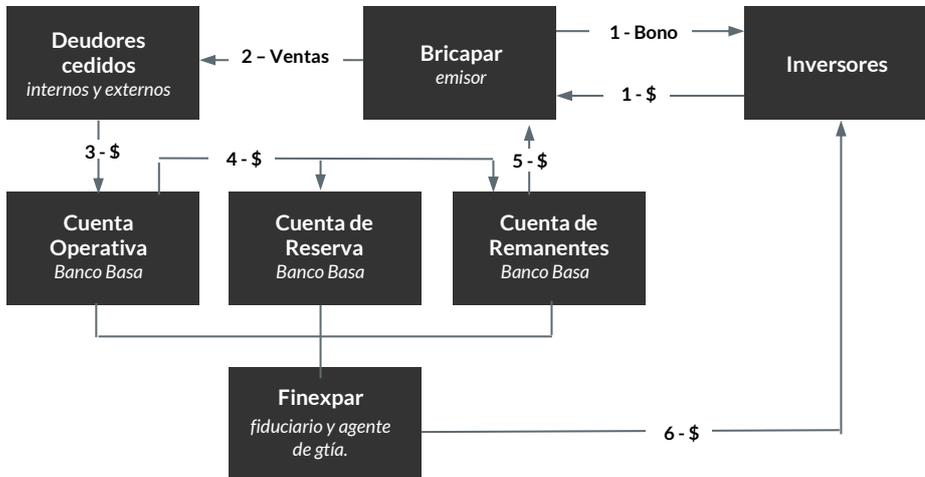
**Tasa de interés:** A ser definida en cada Serie a ser emitida dentro del marco del programa.

**Plazo de vencimiento:** Se emitirán con un plazo de vencimiento de (agregar plazo mínimo) hasta 3.650 días, y según lo especifique el complemento de prospecto correspondiente a cada serie.

**Pago de capital e Intereses:** A ser definida en cada Serie a ser emitida dentro del marco del programa.

**Destino de los fondos:** La emisión y colocación de los bonos serán destinados cuanto sigue: USD 15.860.000 a reestructuración de pasivos, USD 2.100.000 a certificaciones e inversiones para FSC, y capital operativo.

**Garantías:** Sin Garantía. Se constituirá un Fideicomiso de administración y pago Bricapar S.A., con la cesión de todos los derechos de cobro sobre los contratos de la venta de mercaderías (carbón vegetal, briquetas y otros) y un fondo de reserva.



**Mejoras crediticias:** i) los deudores cedidos estarán notificados de la cesión y tendrán la instrucción de pagar directamente a la “Cuenta Operativa para el Pago de Capital e Intereses”; ii) Mensualmente, el agente retendrá el monto determinado y liberará el resto a Bricapar; iii) Cuenta de Reserva, por un monto de 12 meses de intereses considerando el monto total de emisión; se fondeará a partir del mes 13 desde la emisión, por el término de 24 debiendo estar fondeada totalmente en diciembre de 2024. De usarse para el pago del Bono, el monto utilizado deberá retenerse en los próximos 6 meses para restablecerla al monto objetivo. Adicionalmente, se retendrá en la cuenta de reserva el monto de USD 625 mil correspondientes al primer pago de amortización de los bonos.

Fiduciario: Finexpar S.A.

Banco en donde estarán las cuentas fiduciarias: Banco Basa S.A. calificado en ‘AA-py’ con tendencia Estable

Opción de Rescate: Se contará con la posibilidad de Rescate Anticipado, de acuerdo a lo establecido en el art. 58 de la Ley 5810/17 y la resolución 1013/11 de la BVPASA. En el caso que dicho rescate sea parcial, se procederá de acuerdo a lo establecido en el artículo 6 de dicha Resolución. Se faculta al Directorio de la sociedad a realizar rescates anticipados, parciales o totales, dentro del marco del presente programa, respetando lo operativo y los cortes mínimos establecidos acorde a la normativa vigente establecida por la Bolsa de Valores y Productos de Asunción.

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

Moneda: Guaraníes Monto: USD 11 millones.

Tasa de interés: 7,25%.

Plazo de vencimiento: 3.637 días.

Pago de capital: Variable. Se amortizará capital semestralmente a partir del 11 de noviembre de 2024 hasta el 28/11/2031.

Pago de interés: Trimestralmente.

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

Moneda: Guaraníes Monto: USD 4 millones.

Tasa de interés: 7,25%.

Plazo de vencimiento: 3.579 días.

Pago de capital: Variable. Se amortizará capital semestralmente a partir del 11 de noviembre de 2024 hasta el 28/11/2031.

Pago de interés: Trimestralmente.

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

Moneda: Guaraníes Monto: USD 3 millones.

Tasa de interés: 8,50%.

Plazo de vencimiento: 1.825 días.

Pago de capital: 01/08/2028.

Pago de interés: Trimestralmente.

## 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 **16 de mayo de 2024**, bajó a Categoría **Bpy** la calificación de emisor de **Bricapar S.A. (Bricapar)**. Así mismo bajó a Categoría **pyB** la calificación de los instrumentos del siguiente programa de emisión global de bonos:

- Programa de Emisión Global de bonos USD 1 por hasta USD 18 millones.
  - USD1 Serie 1 por USD 11 millones.
  - USD1 Serie 2 por USD 4 millones.
  - USD1 Serie 3 por USD 3 millones.

Se mantuvo la **Tendencia Sensible**.

**Categoría Bpy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con un mínimo de capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en dificultades para atender necesidades de liquidez inmediatas.

**Categoría pyB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

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 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. Puede ser fuerte, estable o sensible. 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.

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

Entidad	Calificación Local	
Bricapar S.A.	Emisor	Bpy
Bricapar S.A.	Programa de Emisión Global de bonos USD 1	pyB
Bricapar S.A.	USD 1 Serie 1 por USD 11 millones	pyB
Bricapar S.A.	USD 1 Serie 2 por USD 4 millones	pyB
Bricapar S.A.	USD 1 Serie 3 por USD 3 millones	pyB
Bricapar S.A.	Tendencia	Sensible

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.bricapar.com](http://www.bricapar.com)
- [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Metodología y procedimiento de calificación

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

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

### Nomenclatura

Categoría Bpy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con un mínimo de capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en dificultades para atender necesidades de liquidez inmediatas.

Categoría pyB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

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

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

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

### Descripción general

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

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

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

### Fuentes

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

- Balances anuales al 31/12/23, publicado en la página de la CNV Paraguay: [www.cnv.gov.py](http://www.cnv.gov.py)
- Auditor externo del último balance anual: Gestión Empresarial, miembro de SMS Latinoamérica.
- Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos USD1 con los correspondientes complementos publicados en [www.bvpasa.com.py](http://www.bvpasa.com.py)
- Información de gestión suministrada por la compañía a marzo 2024.

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