

# Bricapar S.A. (Bricapar)

## Factores relevantes de la calificación

**Asignación de calificación a Bricapar S.A.:** FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – asigna la calificación de emisor de largo plazo de Bricapar S.A. (Bricapar) en 'BBB-py' con Tendencia Estable. La calificación contempla la volatilidad de los flujos a pesar del sólido posicionamiento a nivel local y del grado de diferenciación que logran sus productos, con márgenes en torno a 19%, en línea con de los comparables de la industria en América Latina. A su vez, la calificación incorpora el elevado porcentaje de exportaciones en torno al 81% de las ventas, en un contexto de mayores precios de compra del carbón vegetal y de recuperación económica derivada de la relajación de las medidas de restricciones a la movilidad y de mayor consumo en los hogares. FIX considera de naturaleza transitoria la actual crisis logística de alza de precios de fletes por faltante de contenedores que afecta las exportaciones de la compañía.

**Bono Garantizado PEG USD 1:** FIX asignó la calificación 'pyBBB' con Tendencia Estable al PEG USD 1, un escalón (notch) por sobre la calificación del emisor. Se ponderó la fortaleza de la garantía, en cuanto a su mecanismo de retención y pago, los niveles de cobertura de los servicios de deuda y la conformación de una cuenta de reserva equivalente a 12 meses del servicio de intereses. En un escenario de máxima emisión de deuda garantizada por los flujos actuales cedidos al Fideicomiso, el ratio de cobertura de servicios mínimo estimado es de 1,2x (veces) con un promedio de 4,9x. Durante el periodo de amortización del Bono, el servicio de deuda (capital más intereses) representaría alrededor de 95% del EBITDA normalizado de USD 3,2 millones. La calificación se encuentra relacionada con la calidad crediticia de la compañía, a la vez que se consideró la elevada participación de la deuda garantizada respecto a la deuda de la misma. El PEG USD 1 por hasta USD 18 millones, a ser emitido, estará garantizado a través de un Fideicomiso en Garantía al que se cedieron los derechos de cobro sobre los contratos de la venta de mercaderías (carbón vegetal, briquetas y otros).

**Negocio cíclico con flujos volátiles:** El sector de briquetas y del carbón en su conjunto presenta una fuerte ciclicidad en los márgenes de rentabilidad y, por lo tanto, en la capacidad de generación de flujos, determinado por los precios de la materia prima en función de las condiciones climáticas que imperan en Paraguay. De acuerdo a este comportamiento, en periodos de fuertes lluvias el acceso al aserrín se hace más dificultoso, con lo cual los márgenes se reducen. De acuerdo al balance anual 2020, el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue negativo en USD 3.1 millones y las necesidades de financiamiento de capital de trabajo fueron de USD 0.9 millones. A causa de esto, el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue negativo en USD 4 millones.

**Endeudamiento concentrado en el largo plazo:** La calificación contempla la emisión del PEG USD1 por USD 18 millones con vencimiento en Nov-2031 y 3 años de gracia en la amortización de capital, con una tasa de interés fija del 7% que reemplazaría la totalidad de la deuda bancaria y con accionistas y le permitirá financiar la certificación FSC, obteniéndola durante 2022 y capital de trabajo la cual está garantizada mediante la cesión de flujos provenientes de la exportación de carbón vegetal y briquetas calificada en 'pyBBB'. En el año móvil a junio 2021, los ratios de apalancamiento son elevados (10.2x deuda/EBITDA), aunque con una estructura deuda mayormente de largo plazo (88%) compuesto en su mayoría por préstamos bancarios y el remanente mediante préstamos de sus accionistas, aunque presentando ajustadas coberturas de interés. Hacia adelante, FIX espera un gradual desapalancamiento producto del incremento del EBITDA de la compañía y una reducción del endeudamiento financiero luego de 2023, cuando inicia a amortizar el bono sin tomar en cuenta potencial deuda adicional por proyectos incluidos en nuestro caso base.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	BBB-py
Programa de Emisión Global de bonos USD 1 por hasta USD 18 millones*	pyBBB
*ver Anexo III	
<b>Tendencia</b>	
Calificaciones de Largo Plazo	Estable

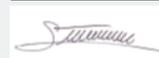
### Resumen Financiero

Bricapar S.A.E.		
Consolidado (Gs Miles)	30/06/21 Año Movil	31/12/20 12 Meses
Total Activos	211.863.110	217.268.923
Deuda Financiera	121.952.063	117.634.982
Ingresos	73.592.603	53.503.957
EBITDA	11.989.284	8.173.474
EBITDA (%)	16.3	15.3
Deuda Total/EBITDA	10.2	15.0
Deuda Neta Total / EBITDA	10.1	14.4
EBITDA/Intereses	1.0	0.9

### Criterios Relacionados

[Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante la Comisión Nacional de Valores, Paraguay.](#)

### Analistas



Analista Principal  
 Gustavo Ávila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Analista Secundario  
 María Fernanda López  
 Senior Director  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8130



Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

**Perfil Exportador:** La compañía es uno de los exportadores más importantes de Paraguay en cuanto a la venta de carbón vegetal, concentrando cerca del 81% 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 donde se requieran dichos certificados. Por otra parte, FIX considera de naturaleza transitoria la crisis logística que repercutió en el alza de precios de fletes por faltante de contenedores que actualmente afecta al comercio internacional.

## 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 con márgenes mínimos de 3.0%; financiamiento del crecimiento orgánico e inorgánico con flujo propios; indicadores de apalancamiento bruto sostenidamente por debajo de 3.0x.

Factores que podrían, individual o colectivamente, derivar en una acción de calificación negativa: generación negativa sostenida de FFL que genere presiones en la liquidez; indicadores de apalancamiento bruto superiores a 10x desde 2022, la emisión incompleta o parcial del PEG USD 1 y la obtención de la certificación FSC más allá del último trimestre de 2022.

La mejora crediticia de la estructura garantía por sobre la calificación del emisor puede no ser suficiente en caso de baja de las ventas o del EBITDA de Bricapar con la consiguiente reducción de los ratios de cobertura estimados. Cuestionamientos de terceros acreedores sobre el flujo cedido pueden deteriorar la estructura de garantía y será considerando un evento en caso que dichos cuestionamientos fueran exitosos.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Ajustada liquidez:** FIX considera que la liquidez de Bricapar es ajustada, aunque desde 2022 la misma tiende a mejorar debido a una generación de fondos que le permita generar más caja. A Junio 2021, la compañía presentaba una posición de caja y equivalentes por USD 123.000 y una deuda financiera por USD 18.1 millones. Hacia adelante, FIX espera que la compañía siga operando con bajos niveles de liquidez.

## Perfil del Negocio

Bricapar S.A. es una empresa fundada en 1997 orientada a la explotación de recursos forestales del país, con el propósito de fabricar sus productos y exportarlos mayormente, principalmente a los mercados norteamericano, chileno, turco y coreano.

La empresa fabrica, acopia y envasa carbón vegetal, briquetas de carbón y carbón activado, para consumo gastronómico o familiar; su comercialización en el mercado local o internacional así como la comercialización de aquellos artículos, productos, accesorios, utensilios afines o relacionados directa o indirectamente con la utilización, aprovechamiento y consumo del de estos, como también, al desarrollo y la explotación sustentable de bosques nativos o reforestados para obtención de materia prima y la reforestación ajustada a normas ecológicas.

Sus productos, son fabricados en un 100% con carbón vegetal, obtenidos 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, de manera de garantizar el cumplimiento de los más altos estándares de calidad, el cual es un requerimiento esencial para la exportación de sus productos a los mercados más exigentes.

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



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGUILLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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.

Desde septiembre de 2003, todos los productos son envasados siguiendo con las normas sobre trazabilidad. A este efecto, 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. Los productos están certificados por el Servicio Forestal Nacional, dependiente del Ministerio de Agricultura y Ganadería del Paraguay. Dicha certificación se extiende de acuerdo a la utilización de residuos forestales (sobras de aserraderos) para la producción de carbón vegetal, por lo que este carbón es considerado tolerable para el medio ambiente. 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.

### Unidades de negocios

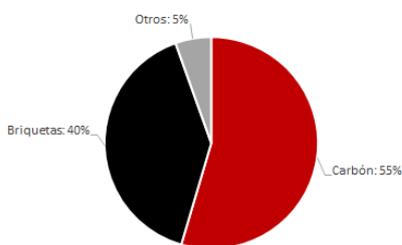
Las ventas de Bricapar se distribuyen de la siguiente manera:

*Gustavo Avila*  
 GUSTAVO AVILA  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

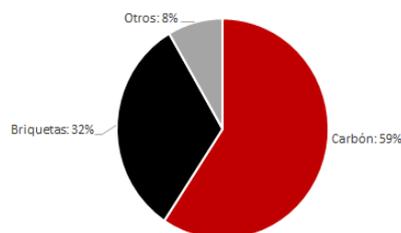
*Maria Fernanda Lopez*  
 MARIA FERNANDA LOPEZ  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

*Maria Cecilia Minguillon*  
 MARIA CECILIA MINGUILLON  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

Ventas por segmento (Acumulado Ene-Ago 2021)



Ventas por segmento (2020)



- **Carbón vegetal (59% de las ventas 2020):** 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 propia clasificación de carbón, el residuo de la siderúrgica Acepar y las clasificadoras de carbón del área metropolitana de Asunción.
- **Briquetas de carbón vegetal (32% de las ventas 2020):** 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 (9% de las ventas 2020):** Principalmente productos intermedios Aserrín y Carbonilla.

### Posición competitiva

La estructura de mercado en la que se desenvuelve Bricapar, a nivel local, es la de una industria altamente competitiva, con bajas barreras a la entrada y con casi nulos costos de salida, 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 y 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 Jimenez 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 Jimerez Gaona	5.000	25%
Ramon Jimerez Gaona A.	5.000	25%
Manuel Jimenez 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>

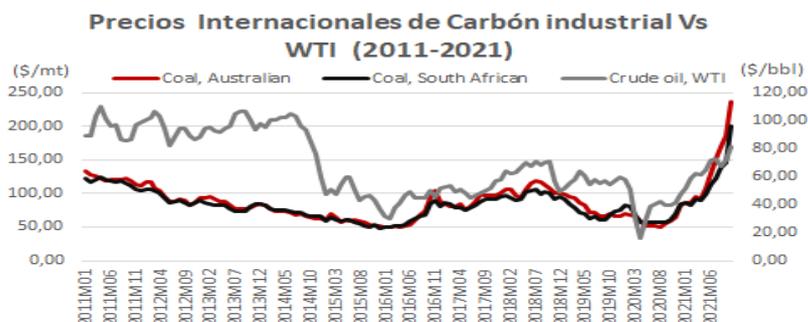
Fuente: Información de la compañía, FIX SCR

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 indeponendiente al no compartir líneas de crédito, ni garantías ni préstamos intercompany. Por lo tanto, FIX asignó la calificación tonado en cuneta el Stand-Alone (calificación individual sin considerar el grupo).

### Riesgos del sector

El mercado de las briquetas y del carbón vegetal, tanto en Paraguay como en el mundo, es un mercado de características altamente competitivas y se caracteriza por la generación de flujos volátiles, los cuales tienen un comportamiento pro cíclico respecto de la evolución del ingreso disponible y el crecimiento económico, en donde el si el PIB crece/decrece el consumo del carbón vegetal debería seguir la evolución del anterior indicador. La Pandemia ha tenido un doble efecto que ha hecho que el consumo del carbón escape a la lógica previamente descrita ya que, por un lado, la actividad se vio resentida por la caída del ingreso disponible pero, por otro lado, se vio beneficiada por el cierre de los restaurantes, propiciando el consumo en los hogares particulares, teniendo un efecto indefinido sobre ambas variables.



Fuente: World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet) y FIXSCR.

*Gustavo Avila*  
 GUSTAVO AVILA  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

*Maria Fernanda Lopez*  
 MARIA FERNANDA LOPEZ  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

*Maria Cecilia Minguillon*  
 MARIA CECILIA MINGUILLON  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

En tanto, en el mercado de commodities los precios internacionales del carbón para uso industrial mostraron un aumento significativo durante 2021, donde el carbón de calidad de referencia de Newcastle 6.000kcal / kg incrementó sus precios en un 185% desde finales de 2020 hasta Octubre 2021 alcanzando los USD 237 por tonelada, siendo este el máximo histórico registrado, superando los niveles de USD 180 por tonelada obtenidos en julio de 2008, lo que comprara con un incremento del 73% en los precios internacionales de petróleo en lo que va de 2021, medido con el WTI. 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.

A nivel nacional, se puede encontrar distintos competidores en la industria de carbón para consumo recreacional entre los que se encuentran: Eurogroup, Don Carbon, Pabensa, Dolimex, Charcoal Carbones Guarani y Agroforetal Tacuati, entre otros, con los cuales 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.

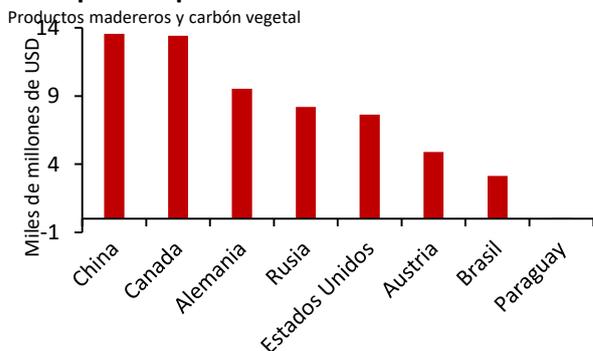
El mercado de las briquetas se encuentra en creciente popularidad, dado por el vuelco de las preferencias de los consumidores hacía productos hechos en barbacoa, los cuales han tenido un crecimiento cercano al 54% luego de la pandemia por COVID-19 en los Estados Unidos, de acuerdo a datos a Hearth, Patio & Barbecue Association.

*Gustavo Avila*  
GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
CR AFINANZA & FITCH RATINGS

*Maria Fernanda Lopez*  
MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR ANALISIS & FITCH RATINGS

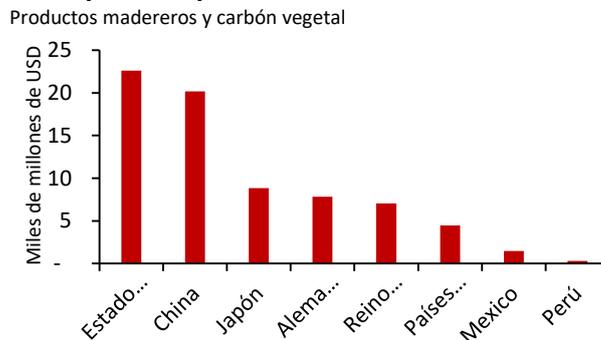
*Maria Cecilia Mingüillon*  
MARIA CECILIA MINGÜILLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFINANZA & FITCH RATINGS

### Principales exportadores del mundo



Fuente: Organización Internacional de Comercio, FIX SCR

### Principales importadores del mundo



Fuente: Organización Internacional de Comercio, FIX SCR

### 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 se encuentra trabajando en conseguir 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.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En el ejercicio 2020 Bricapar detentó ventas por Gs 53.503 millones, equivalentes a USD 7.9 millones, que representaron un crecimiento interanual del 2.3% nominal, sin tomar en cuenta la inflación que según el Banco Central de Paraguay fue de 2.2% y del 5.7% en términos de dólares. El margen EBITDA se ubicó en un 15.3%, inferior al promedio 2016-2019 que se ubicó en el 20%.

Por otra parte, en el primer semestre del año 2021, la compañía presentó ventas por Gs 45.429 millones, equivalentes a USD 6.8 millones, mostrando una recuperación interanual nominal de casi el 80% respecto al mismo periodo del 2020, impulsado principalmente por el repunte en los ingresos de los segmentos de Carbón y Briquetas. De igual forma, el EBITDA alcanzó los Gs 7.898 millones, equivalente a USD 1.1 millones, mejorando con respecto al mismo periodo del año pasado.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

*Gustavo Avila*  
GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR AFINANZA & FITCH RATINGS

*Maria Fernanda Lopez*  
MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX-SCR S.A.  
ACR AFINANZA & FITCH RATINGS

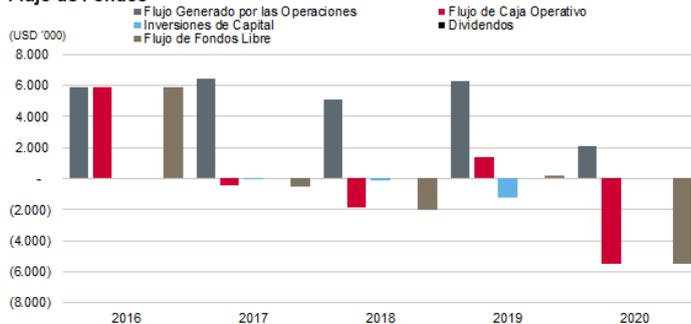
*Maria Cecilia Minguillon*  
MARIA CECILIA MINGUILLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFINANZA & FITCH RATINGS

Hacia adelante, FIX espera un crecimiento en ambos segmentos de la compañía, siendo el segmento de carbón vegetal el de mayor peso sobre las ventas consolidadas de la compañía; las cuales se estiman en torno a USD 9 millones. Por el lado del margen de rentabilidad, se espera que crezca gradualmente en el tiempo hasta llegar a un rango en torno a 18-20%.

### Flujo de fondos

Históricamente Bricapar presentó una buena generación de Flujo Generado por las Operaciones (FGO) en donde, en base a los datos reportados con el último balance anual 2020, el FGO fue negativo en Gs 20.746 millones, equivalentes a USD 3.1 millones, con una caída con respecto a los números reportados durante 2019 explicado por la caída en el nivel de actividad a nivel global ocasionado por la Pandemia. La compañía presenta una generación de fondos libres volátil, los cuales son determinados por los niveles de actividad global ya que la mayoría de sus ventas están enfocadas hacia el resto del mundo.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

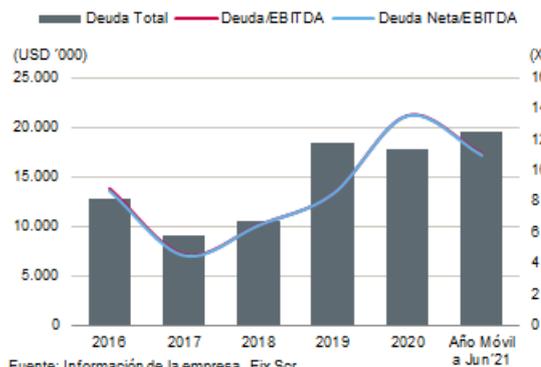
Hacia adelante, se espera que la compañía continúe mostrando Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo, que se verá contrarrestado por las elevadas necesidades de financiar capital de trabajo para 2022 debido al inicio del ciclo de expansión de inventarios. Luego de 2023, no se esperan grandes desembolsos en inversiones de capital y distribución de dividendos significativas que presionen el FFL

### Liquidez y estructura de capital

Al último cierre anual (diciembre 2020) la deuda financiera total de Bricapar fue de GS 117.635 millones, equivalente a USD 17 millones, alcanzando una relación deuda a EBITDA de 15.0x con coberturas de intereses menores a 1.0x, que comparan negativamente contra 9.2x y 1.4x en diciembre 2019 respectivamente. La deuda total se encontraba compuesta por préstamos bancarios y deuda con los accionistas, en tanto la deuda financiera corriente representaba tan solo el 23% de la deuda total.

En el año móvil a junio 2021, los ratios de apalancamiento son elevados (10.2x deuda/EBITDA), aunque con una estructura deuda mayormente de largo plazo (88%) compuesto en su mayoría por préstamos bancarios y el remanente mediante préstamos de sus accionistas, aunque presentando ajustadas coberturas de interés.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización - Bricapar S.A.

USD '000	2020	
Deuda de Corto Plazo	3.980	16%
Deuda de Largo Plazo	13.088	53%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	17.068	70%
Total Patrimonio	7.413	30%
Total Capital Ajustado	24.481	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera un gradual desapalancamiento producto del incremento del EBITDA de la compañía y una reducción del endeudamiento financiero luego de 2023, cuando inicia a amortizar el bono sin tomar en cuenta potencial deuda adicional por proyectos incluidos en nuestro caso base.

### Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la liquidez de Bricapar es ajustada, aunque desde 2023 la misma tiende a mejorar debido a una generación de fondos que le permita generar más caja. A Junio 2021, la compañía presentaba una posición de caja y equivalentes por USD 123.000 y una deuda financiera por USD 18.1 millones. Hacia adelante, FIX espera que la compañía siga operando con bajos niveles de liquidez. El probado acceso a fuentes de financiación externo se ha visto anteriormente con la colocación de un bono hacia el 2012.

### Liquidez - Bricapar S.A.

USD '000	2016	2017	2018	2019	2020	Móvil a Jun '21
EBITDA Operativo	1.450	1.974	1.630	2.064	1.208	1.759
Caja e Inversiones Corrientes	216	108	20	16	25	123
Deuda Corto Plazo	11.283	7.579	9.119	10.005	3.980	2.202
Deuda Largo Plazo	1.548	1.466	1.454	7.750	13.088	15.908

### Indicadores Crediticios

	2016	2017	2018	2019	2020	Móvil a Jun '21
LTM EBITDA / Deuda CP	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,8
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,9
Deuda Total / LTM EBITDA	8,8	4,6	6,5	8,6	14,1	10,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

GUSTAVO AVILA  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFINCADA A FITCH RATINGS

MARÍA FERNANDA LOPEZ  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFINCADA A FITCH RATINGS

MARÍA CECILIA MINGULLON  
 FIX SCR S.A.  
ACR AFINCADA A FITCH RATINGS

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Bricapar S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NCP Año Móvil 12 meses	NCP* jun-21 6 meses	NCP* 2020 12 meses	NCP* 2019 12 meses	NCP 2018 12 meses	NCP 2017 12 meses	NCP 2016 12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	11.989.284	7.224.449	8.173.474	12.879.421	9.348.918	11.089.416	8.218.831
EBITDAR Operativo	13.351.878	7.897.847	8.862.670	13.524.735	9.348.918	11.089.416	8.218.831
Margen de EBITDA	16,3	15,9	15,3	24,6	19,4	19,2	17,8
Margen de EBITDAR	18,1	17,4	16,6	25,9	19,4	19,2	17,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,2	20,3	(6,1)	12,0	28,1	37,2	29,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,6)	35,3	(51,3)	22,2	(23,7)	(4,9)	72,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(4,5)	6,7	(13,2)	(10,7)	0,1	0,5	0,4

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	0,5	2,7	(1,2)	2,2	5,6	7,6	6,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,0	1,1	0,9	1,4	1,5	2,0	1,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,0	1,1	0,9	1,4	1,5	2,0	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
FGO / Cargos Fijos	0,5	2,7	(1,2)	2,2	5,6	7,6	6,9
FFL / Servicio de Deuda	0,2	1,6	(0,5)	0,3	(0,1)	0,1	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	1,6	(0,5)	0,3	(0,1)	0,1	0,6
FCO / Inversiones de Capital	NA	NA	NA	2,6	(13,4)	(8,4)	NA

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	17,0	3,5	(11,6)	5,6	1,8	1,2	1,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,2	8,4	15,0	9,2	6,7	4,6	9,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,1	8,4	14,4	8,9	6,7	4,5	8,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	11,0	8,3	13,8	8,8	6,7	4,6	9,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	10,9	8,3	13,8	8,8	6,7	4,5	8,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,2	12,2	23,3	56,4	N/A	N/A	N/A

### Balance

Total Activos	211.863.110	211.863.110	217.268.923	200.814.061	166.652.602	148.681.279	139.996.245
Caja e Inversiones Corrientes	825.529	825.529	172.575	100.690	117.052	601.826	1.243.733
Deuda Corto Plazo	14.831.142	14.831.142	27.430.705	64.560.613	54.355.674	42.372.289	65.066.572
Deuda Largo Plazo	107.120.921	107.120.921	90.204.277	50.009.357	8.669.196	8.196.044	8.928.037
Deuda Total	121.952.063	121.952.063	117.634.982	114.569.971	63.024.870	50.568.333	73.994.609
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	121.952.063	121.952.063	117.634.982	114.569.971	63.024.870	50.568.333	73.994.609
Deuda Fuera de Balance	9.427.572	9.427.572	4.824.379	4.517.205	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	131.379.635	131.379.635	122.459.361	119.087.176	63.024.870	50.568.333	73.994.609
Total Patrimonio	52.840.835	52.840.835	51.087.252	58.295.296	63.398.232	61.696.234	59.068.446
Total Capital Ajustado	184.220.470	184.220.470	173.546.613	177.382.472	126.423.102	112.264.567	133.063.055

### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(5.688.959)	11.286.655	(20.746.602)	11.286.655	29.141.220	36.264.124	33.190.143
Variación del Capital de Trabajo	(638.153)	4.742.066	(6.727.330)	7.742.066	(39.796.222)	(38.798.784)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(6.327.111)	16.028.721	(27.473.932)	19.028.721	(10.655.002)	(2.534.660)	33.190.143
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	0	0	0	(7.408.789)	(796.871)	(303.293)	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(6.327.111)	16.028.721	(27.473.932)	11.619.932	(11.451.873)	(2.837.953)	33.190.143
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4.543.476	287.632	3.458.974	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(9.468.079)	0	(9.468.079)	(9.327.145)	0	(303.293)	669.174
Variación Neta de Deuda	22.512.811	(15.247.769)	48.731.097	15.247.769	10.970.518	10.970.518	(4.618.045)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(7.092.905)	(2.288.302)	(9.733.557)	(10.492.445)	0	0	0
Variación de Caja	4.168.191	(1.219.718)	5.514.503	7.048.110	(481.355)	7.829.271	29.241.272

### Estado de Resultados

Ventas Netas	73.592.603	45.429.225	53.503.957	52.288.764	48.281.219	57.650.683	46.106.353
Variación de Ventas (%)	37,5	79,3	2,3	8,3	(16,3)	25,0	N/A
EBIT Operativo	9.974.880	6.242.901	6.107.763	11.013.060	9.029.777	10.760.929	8.060.184
Intereses Financieros Brutos	12.032.451	6.716.877	9.468.079	9.327.145	6.336.807	5.522.440	5.605.134
Alquileres	1.362.594	673.398	689.196	645.314	0	0	0
Resultado Neto	(2.358.562)	1.753.583	(7.208.044)	(6.540.428)	60.737	307.940	111.718

### Otras Métricas

Cuentas por Cobrar	42	56	281	115	78	77	64
Días de Inventarios	435	353	578	556	528	329	444
Cuentas por Pagar	41	33	57	235	84	37	52

\* Balances auditados por Gestion Empresarial, miembro de SMS Latinoamerica

  
GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR APLUDA & FITCH RATINGS

  
MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR APLUDA & FITCH RATINGS

  
MARIA CECILIA MINGULLON  
FIX SCR S.A.  
ACR APLUDA & FITCH RATINGS

## 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.



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGILLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

## 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.

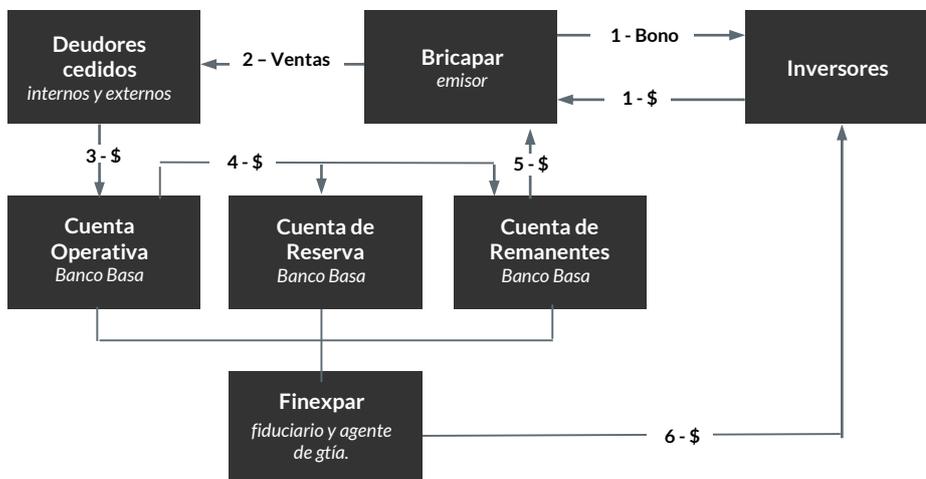
**Destino de los fondos:** La emisión y colocación de los bonos serán destinados cuanto sigue: USD 15.860.000 a reestructuración de pasivos, USD 2.100.000 a certificaciones e inversiones para FSC, y capital operativo.

**Garantías:** Se constituirá un Fideicomiso de administración y pago, 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.

*Gustavo Avila*  
 GUSTAVO AVILA  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFINLADA A FITCH RATINGS

*Maria Fernanda Lopez*  
 MARIA FERNANDA LOPEZ  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFINLADA A FITCH RATINGS

*Maria Cecilia Mingullon*  
 MARIA CECILIA MINGULLON  
 FIX SCR S.A.  
 ACR AFINLADA A FITCH RATINGS



**Mejoras crediticias:** i) los deudores cedidos estará 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 de garantía 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 termino de 24 debiendo estar fondea 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 y agente de garantía:** Financiera Finexpar S.A.E.C.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 o 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.



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGUILLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

## 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 **23 de Noviembre de 2021**, asignó en la Categoría **BBB-py**, la calificación de emisor de **Bricapar S.A. (Bricapar)** y en la Categoría **pyBBB** la calificación de instrumentos del siguiente programa de emisión global de bonos a ser emitidas por la compañía:

- Programa de Emisión Global de bonos USD 1 por hasta USD 18 millones.

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

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

**Categoría pyBBB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para 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 periodo 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 periodo 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.



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGULLON  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS

## Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 23 de Noviembre de 2021.
- Tipo de reporte: Asignación de calificaciones.
- Estados Financieros referidos al 30.06.2021.
- 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
  - 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	
<b>Bricapar S.A.</b>	<b>Emisor</b>	BBB-py
<b>Bricapar S.A.</b>	<b>Programa de Emisión Global de bonos USD 1</b>	pyBBB
<b>Bricapar S.A.</b>	<b>Tendencia</b>	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.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 BBBpy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyBBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

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)



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARÍA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARÍA CECILIA MINGULLÓN  
FIX SCR S.A.  
AGR AFILIADA A FITCH RATINGS

## 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.



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIANA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGULLON  
FIX SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

## Fuentes

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

- Balances al 30/06/21 (6 meses), suministrado de forma privada por parte del emisor.
- Balances anuales al 31/12/20, suministrado de forma privada por parte del emisor.
- Auditor externo del último balance anual: Gestión Empresarial, miembro de SMS Latinoamérica.
- Prospecto provisional del Programa de Emisión Global de bonos USD1. Suministrado de forma privada por el emisor el 02/11/2021.
- Información de gestión suministrada por la compañía.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afilada 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](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleva 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 SCR 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 excluyendo, 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.



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
AGR. AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ  
FIX SCR S.A.  
AGR. AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGULLON  
FIX SCR S.A.  
AGR. AFILIADA A FITCH RATINGS