

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 387 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE  
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 12:30 horas del 02 de agosto de 2023, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil, se revisaron los antecedentes relativos a la evaluación de las entidades calificadas por Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

En esta reunión, el Consejo acordó, por unanimidad asignar la siguiente calificación de riesgo:

Entidad	Calificación Actual	
Grupo Vázquez S.A.E.	Solvencia	A-py
	Bonos G1	A-py
	Bonos USD1	A-py
	Bonos G2	A-py
	Bonos USD2	A-py
	Tendencia	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo se incorporan en esta acta.

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública y de aquella provista voluntariamente por el emisor. Los antecedentes e información considerados fueron los siguientes:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

## FUNDAMENTOS

---

La calificación "A-py" asignada a la solvencia, bonos y al nuevo programa de bonos de Grupo Vázquez S.A.E. (Grupo Vázquez) considera un perfil de negocio calificado como "Adecuado" y una posición financiera calificado como "Satisfactoria".

Grupo Vázquez S.A.E. es un holding que cuenta con operaciones en 14 empresas, cuya actividad se centra en el sector comercial, financiero, ganadero, forestal, gastronómico, entretenimiento y de tecnología.

A nivel individual, los ingresos de Grupo Vázquez evidenciaron un fuerte crecimiento durante los últimos años, desde un promedio aproximado de Gs. 28.000 millones (entre 2016 hasta 2019) hasta los Gs. 227.413 millones a fines de 2022.

A marzo de 2023, los ingresos individuales de la empresa se situaron en los Gs. 42.222 millones, registrando un crecimiento de 68,5% respecto al mismo trimestre de 2022 explicado principalmente a una relevante venta de acciones. No obstante, ello conllevó de igual forma altos costos asociados a dicha venta, además del incremento de los costos operacionales a nivel generalizado.

Así, la entidad exhibió una generación Ebitda por Gs. 12.604 millones, lo que representó una baja del 29,8% en comparación a marzo de 2022 debido a que el aumento de los costos superó al de los ingresos del periodo. Con todo, la compañía registró un margen Ebitda de 29,9% al cierre del primer trimestre de 2023.

Con los números al cierre de marzo 2023, la consolidación contempla únicamente a ITTI, Financiera Ueno y Red UTS, a diferencia de los Estados Financieros consolidados a diciembre de 2022 que incorporaba a Ueno Holding. De esta manera, durante los primeros tres meses de 2023, el grupo registró ingresos consolidados ajustados (incluye ingresos solo de negocios no financieros) por Gs. 228.359 millones.

En cuanto al Ebitda consolidado ajustado, el cual excluye los negocios financieros e incorpora los resultados de inversiones en asociadas (los que, sin embargo, a la fecha de los Estados Financieros marzo 2023, no registran movimientos), ascendió a los Gs. 40.511 millones. En tanto, el margen Ebitda consolidado ajustado disminuyó de un 26,8% al cierre de 2022, a un 17,7% a marzo de 2023, debido principalmente al incremento de los costos operacionales durante el periodo.

La deuda financiera individual, a marzo de 2023, se situó en los Gs. 339.018 millones evidenciando un alza leve de 0,3% respecto a fines de 2022.

Considerando el stock de deuda financiera consolidada, al primer trimestre de 2023, esta alcanzó los Gs. 2.069.357 millones, siendo un 23,4% inferior al cierre de 2022 debido a que la consolidación del último periodo no incorporó Ueno Holding. Al analizar la deuda en términos consolidados, gran parte de esta corresponde a Financiera Ueno asociado con la industria en la que participa. Debido a esto, a marzo de 2023, los pasivos financieros consolidados ajustados (eliminando el negocio financiero) ascienden a los Gs. 491.648 millones.

A nivel individual, la compañía obtuvo un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 4,3 veces (4,0 veces a 2022). En el caso del indicador de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se mantuvo en las 2,2 veces. A su vez, los indicadores crediticios consolidados ajustados al mismo periodo presentaron una deuda financiera ajustada sobre Ebitda ajustado de 2,3 veces (2,8 veces a 2022) y un índice de cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados de 2,8 veces (3,0 veces a diciembre de 2022).

A marzo de 2023, la liquidez de Grupo Vázquez se encontraba calificada como "Suficiente", considerando un nivel de caja a nivel individual por Gs. 3.949 millones, sumado a una generación de FCNOA a 12 meses por Gs. 20.983 millones en comparación a vencimientos de corto plazo por Gs. 35.689 millones con intereses asociados por Gs. 1.331 millones.

## TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Considera la rentabilización de las inversiones de los últimos periodos, sumado a las mejoras operacionales evidenciadas, que permitirían a la entidad afrontar de mejor manera un escenario más desafiante en términos económicos, con mayores niveles de inflación, entre otros aspectos.

Además, considera la mantención de una generación de caja al alza en los próximos periodos que permita resguardar la posición financiera de la entidad. Ello toma en cuenta una adecuada composición de financiamiento de su plan de inversiones, reflejado en indicadores financieros en rangos acordes con su calificación de riesgo actual.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría gatillar ante condiciones de mercado más complejas y/o ante mayor agresividad en sus políticas financieras, que resulten en un deterioro estructural de sus indicadores crediticios.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN
<p><b>PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Satisfactoria posición competitiva en los principales mercados en donde participa.</li> <li>▪ Satisfactorio manejo de inventario y cuentas por cobrar durante el periodo analizado.</li> <li>▪ Fortalecimiento en inversiones de largo plazo, en sociedades inmersas en distintas industrias, permite mejorar la composición del Ebitda de la compañía.</li> <li>▪ Industria ganadera expuesta a las variaciones de los precios de los animales, factores climáticos, sanitarios y fluctuaciones del tipo de cambio.</li> <li>▪ Inversiones en la industria financiera generan exposición al riesgo de crédito.</li> <li>▪ Inversiones en la industria de tecnologías de la información, caracterizada por una alta competencia e intensiva tanto en inversiones como en recursos humanos.</li> </ul>
<p><b>POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Márgenes expuestos al desempeño económico de cada mercado en el que participa.</li> <li>▪ En los próximos periodos se espera una mayor rentabilización del plan de inversiones realizado por la entidad. Ello, generará un aumento en los dividendos provenientes de sus filiales.</li> <li>▪ Indicadores de cobertura se presionados con la incorporación de deuda asociada al plan de inversiones, a pesar de la mayor generación de Ebitda durante el periodo.</li> <li>▪ Suficiente posición de liquidez.</li> <li>▪ Aumento en el capital patrimonial ha permitido compensar, en parte, los mayores niveles de inversiones realizados por la entidad. Ello, generó un adecuado nivel de leverage financiero.</li> <li>▪ Exposición al riesgo de tipo de cambio en la operación y deuda financiera.</li> <li>▪ Aumento en el capital patrimonial ha permitido compensar, en parte, los mayores niveles de inversiones realizados por la entidad. Ello, generó un adecuado nivel de leverage financiero.</li> <li>▪ Exposición al riesgo de tipo de cambio en la operación y deuda financiera.</li> </ul>

## PERFIL DE NEGOCIOS

---

### ADECUADO

Grupo Vázquez S.A.E. (Grupo Vázquez) fue constituido en el año 2014 bajo el nombre de FMVV S.A.I.C.A.G., modificando su denominación a la actual en mayo de 2020. Grupo Vázquez es un holding que cuenta con operaciones en diversas empresas, cuya actividad se centra en el sector comercial, financiero, ganadero, forestal, gastronómico, entretenimiento y de tecnología.

Respecto de lo anterior, a diciembre 2022, la compañía poseía participación relevante en votos en Ueno Holding S.A.E.C.A. (82,9%), ITTI S.A.E.C.A. (98,3%), Financiera Ueno S.A.E.C.A (75,9%) y Red UTS Paraguay S.A. (60,1%). Ello difiere de la participación accionaria que poseía en cada compañía asociada siendo Ueno Holding S.A.E.C.A. (39,6%), ITTI S.A.E.C.A. (68,1%), Financiera Ueno S.A.E.C.A (75,2%), mientras que en Red UTS Paraguay S.A. la participación coincide (60,1%).

A marzo de 2023, se observa un incremento en la participación en votos en ITTI y Financiera Ueno (alcanzando un 96,0% y 95,6% respectivamente). En tanto, la participación accionaria en ITTI disminuyó (63,4%) y en Ueno Holding y Financiera Ueno aumentó (situándose en un 39,7% y 91,1% respectivamente) mientras que en Red UTS se mantiene en 60,1%.

Adicionalmente, Grupo Vázquez mantiene participación minoritaria tanto en votos como en patrimonio en Vinanzas S.A., Grupo Hendy S.A., Grupo M S.A., Mowi S.A., IDL S.A., Solución Efectiva S.A. y Forward Invest S.A.

En cuanto al negocio ganadero, la entidad se encuentra enfocada en la crianza y engorda de animales, desmamantes y venta de terrenos. En este rubro la venta de animales principalmente se realiza hacia productores de ganados para frigoríficos.

Al respecto, durante el último tiempo se realizaron mejoras en tecnologías mediante la herramienta Softgan, permitiendo a la compañía contar con información actualizada en su segmento de ganadería, mejorando los controles, movimientos o recategorizaciones de animales, además de mejoras en eficiencias operacionales.

Grupo Vázquez en los últimos años ha realizado una estrategia de centralizar la administración y gestión de todas las unidades de negocios. A raíz de ello, en 2019, se inauguró la casa matriz en el paseo la Galería.

Adicionalmente, en el último periodo se realizaron diversas mejoras con respecto al manejo de los flujos de efectivos en sus principales unidades de negocios, mediante plantillas de control con las especificaciones de cada rubro para mejorar su control.

## OPERACIONES DIVERSIFICADAS EN DISTINTOS SECTORES ECONÓMICOS

La compañía divide sus operaciones en tres unidades de negocios: segmento agroganadero, dedicada a la cría, engorda y posterior comercialización de ganado, además de la producción y venta de madera; segmento de inversiones, enfocado en la compra de participación accionaria en distintas compañías de manera de diversificar su negocio principal; y segmento de alimentos y entretenimiento.

### — DIVISIÓN AGRÍCOLA-GANADERA:

La compañía mantiene operaciones en la Estancia Don Miguel, ubicada a 430 Km. de Asunción, en el distrito de Puerto Pinasco, contemplando una superficie de 15.900 hectáreas, considerando pasturas y montes vírgenes que conforman la reserva natural.

Las operaciones de la entidad se encuentran concentradas en la cría y engorda de ganado con una capacidad cercana a las 8.000 cabezas para albergar en 9.000 hectáreas de pasturas. Al respecto, parte del plan de la entidad considera ir incrementando su stock de bovinos hacia las 15.000 cabezas a favor de una mayor eficiencia productiva.

En términos de venta de ganados por medio de la hacienda, alcanzaban a marzo de 2023 las 198 cabezas, las cuales se encontraban concentradas en terneros (100), seguido por desmamantes (60), vacas (36) y en menor medida novillos (2). Ello, generó ingresos durante el mismo periodo cercanos a los US\$ 84 mil, los cuales se vieron impactados por el exceso de lluvias repentino y por un largo periodo, que gatilló el bloqueo de los caminos de salida para su comercialización.

Al primer trimestre de 2023, aún no se materializa la compra de animales como es usual en periodos anteriores, no obstante, la compañía se encuentra en proceso de evaluación de ofertas.

En el caso de la Estancia Don Miguel Chaco, la entidad cuenta al cierre del primer trimestre de 2023 con un stock de 2.603 cabezas, concentradas en vacas (1.499 cabezas), volumen por debajo de lo observado en años anteriores, asociado con una de las peores sequías de los últimos 20 años que atravesó Paraguay durante 2021-2022, que llevó a reducir el stock de animales en la Estancia como una medida de contingencia.

En este segmento también se opera a través del establecimiento Costa Flor, enfocada en la reforestación y comercialización de madera de eucalipto, con 620 hectáreas de producción silvopastoril con capacidad de 600 cabezas de ganado y entre 12.000 a 15.000 toneladas anuales de extracción de madera de reforestación. Sus operaciones se encuentran ubicadas en Itacurubí del Rosario, departamento de San Pedro.

Parte de la estrategia de sustentabilidad de la entidad considera la producción de biomasa y madera para el mercado local e internacional. Al respecto, los kilogramos de madera vendida durante 2022 alcanzaron los 15,1 millones, siendo los meses de mayo, julio y diciembre los de mayor actividad. A marzo de 2023, la compañía vio afectados sus niveles de comercialización de leña debido a la sequía mencionada anteriormente que impactó la actividad del sector a nivel generalizado en la industria.

#### — DIVISIÓN DE INVERSIONES:

Las participaciones más relevantes de Grupo Vázquez se encuentran en las sociedades ITTI, Ueno Holding, Financiera Ueno y Red UTS. A su vez, ITTI mantiene a su alero IDL, Mowi, Red Digital, Red Digital de Procesamientos y opera también el negocio de Wepa; Financiera Ueno controla Ueno Seguros (compañía de seguros y reaseguros) y Ueno Casa de Bolsa; y Ueno Holding es matriz de Vinanzas, Copasa (IOIO), y Forward.

Adicionalmente, desde 2016, mediante sus inversiones minoritarias, la sociedad participa en Hendyla.com a través de Grupo Hendy, y Pagopar por medio de Grupo M.

Durante los últimos años, la entidad ha mantenido una estrategia activa de adquisiciones de compañías para fortalecer su posición de mercado y diversificar sus operaciones. Así, en 2020 el grupo realizó la fusión por absorción de Electrolar, compra de acciones de Vinanzas, y de las acciones de ITTI, entidad calificada por Feller Rate en "BBB+/Estable".

En 2021, Grupo Vázquez realizó la compra de las acciones de J. Fleischman S.A. y Financiera El Comercio S.A.E.C.A. (la cual a fines de igual año anunció su cambio de nombre a Financiera Ueno S.A.E.C.A.), en línea con el foco en la transformación de sus operaciones, con productos de servicios digitales, entre otros factores.

Cabe mencionar que, durante 2022, ITTI se fusionó con J. Fleischman, unificando su consolidación en Grupo Vázquez. En tanto, a la misma fecha, Credicentro S.A.E.C.A. modificó su razón social a Ueno Holding S.A.E.C.A. (manteniendo la participación de sus accionistas).

La estrategia para 2023 contempla que Ueno Holding se convierta en un vehículo de inversión y que, con parte de la emisión de bonos de Grupo Vázquez (Gs. 50.000 millones), esta buscará adquirir la participación de accionistas minoritarios de Ueno Holding, aumentando su proporción de propiedad.

Para mayor detalle, vea el Informe de Calificación de ITTI S.A.E.C.A. en la sección Corporaciones en [www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

## — DIVISIÓN DE ENTRETENIMIENTO Y ALIMENTOS

En 2018 se creó Puka, un local de entretenimiento para eventos infantiles y familiares en un parque de aventuras con 880 m2 de superficie y una capacidad de 250 personas.

En 2022, la compañía ejecutó 535 eventos con ingresos por Gs. 5.936 millones (Gs. 2.705 millones en 2020). A su vez, a marzo de 2023, la entidad acumuló un total de 209 eventos realizados, que significaron ingresos por venta por Gs. 2.495 millones.

Además, en 2019 se inauguró Werking, entidad que nace con el objetivo de potenciar las alianzas con el ecosistema emprendedor mediante un espacio de trabajo colaborativo que además es una sucursal financiera e incorpora el servicio de cafetería.

Entre los servicios que ofrece se encuentra Carrito, Delivery, Salón, Espacio y Tienda, acumulando ingresos por Gs. 1.026 millones a 2022 y de Gs. 656 durante el primer semestre de 2023.

Walterio se constituyó en 2008 y es adquirido por la compañía en 2019, bajo el concepto de "Buenas Burgers", siendo una marca gourmet que ofrece hamburguesas premium. En 2020, se creó una nueva línea de congelados, habilitando un centro de producción con una capacidad por sobre las 3.000 cajas de hamburguesas por mes. La entidad cuenta con 115 puntos de distribución que considera cadenas de supermercados.

En 2021, a raíz de los efectos de la pandemia, la compañía se enfocó en el servicio de delivery y en los productos congelados. Posteriormente, desde 2022 Walterio no opera comercialmente, sin embargo, Grupo Vázquez mantiene la propiedad de la marca y se encuentra en proceso de reevaluación de su estrategia.

## AMPLIA DIVERSIFICACIÓN DE NEGOCIOS SOBRE LOS QUE MANTIENE UNA PARTICIPACIÓN PATRIMONIAL MAYORITARIA

La compañía en los últimos años ha realizado una estrategia enfocada en el crecimiento de sus operaciones, potenciando su segmento de inversiones por medio de la adquisición de participaciones en distintas sociedades. Ello, generó que las inversiones de largo plazo pasaran desde los Gs. 108.390 millones en 2018 hasta los Gs. 495.465 millones a marzo de 2023.

Hasta fines de 2021, Grupo Vázquez mostró un fuerte crecimiento en inversiones de largo plazo en entidades que no consolidaban en los resultados de la compañía, siendo un 52,7% del total. Sin embargo, al cierre de 2022, el foco se desplazó hacia sociedades que consolidan dentro del grupo con un 98,5% de las inversiones totales. Ello considerando una participación mayoritaria en votos en las compañías asociadas.

A marzo de 2023, según lo dispuesto por la resolución CNV CG N° 35/23, Título 31, Capítulo 3, Artículo 2°, Ueno Holding no se considera dentro de la consolidación de los Estados Financieros, considerando que no es una sociedad controlada mediante el criterio de poseer más del 50% del capital.

Así, al primer trimestre de 2023, las inversiones en sociedades que consolidan dentro de Grupo Vázquez ascendieron a un 57,3% del total.

Al respecto, los mayores aportes en dicha cuenta provienen de Ueno Holding (42,0%) Financiera Ueno (41,4%), seguido por ITTI (15,5%), entre otras siete de menor relevancia (1,1%).

Grupo Vázquez cuenta adicionalmente con un Fideicomiso que asciende, a marzo de 2023, a los Gs. 142.242 millones correspondiente principalmente a los campos rurales de la Estancia Don Miguel (Chaco Paraguay).

## — INVERSIONES HAN GENERADO UNA MAYOR DIVERSIFICACIÓN EN TÉRMINOS DE GENERACIÓN DE LA COMPAÑÍA

Durante el periodo evaluado, se ha observado un constante crecimiento en los ingresos de la compañía debido al fuerte plan de inversiones que permitió diversificar sus fuentes de generación.

Evaluando los números consolidados acumulando los primeros tres meses de 2023, Grupo Vázquez de forma individual representó un 16,2% de los ingresos consolidados y un 28,5% de la generación Ebitda consolidada.

Al respecto de los ingresos de Grupo Vázquez individuales, la venta de acciones correspondía a un 41,4% de los ingresos totales y los dividendos percibidos representó un 40,9%. En tanto, los servicios ofrecidos alcanzaron un 6,7% de los ingresos del periodo, mientras que, la ganadería, considerada la principal actividad a nivel individual del holding, evidenció un comportamiento al alza, representando el 9,5% del total. El 1,6% restante se encuentra asociado a la venta de productos de la explotación forestal, entre otros.

Grupo Vázquez individual, ha percibido una recaudación de dividendos creciente alcanzando su mayor valor de Gs. 29.836 millones durante 2022. A su vez, al primer trimestre de 2023, la entidad ha percibido solo dividendos de ITTI, por un monto de Gs. 17.015 millones.

Se destaca de forma favorable la diversificación de actividades en las que está inmersa la entidad mediante sus distintas inversiones, lo cual le permite en algunos periodos de menor actividad de ciertos segmentos, ser compensados por otros.

De estas, a marzo 2023, ITTI concentró la mayor proporción de ingresos y Ebitda consolidados, con un 53,1% y un 61,7% respectivamente. Mientras, Financiera Ueno, representó un 11,3% de los ingresos del grupo, y un 8,5% de la generación Ebitda consolidado a la misma fecha. Finalmente, Red UTS a pesar de su incipiente operación representó el 19,4% de los ingresos consolidados, sin embargo, con un Ebitda consolidado acotado que alcanzó solo un 1,3% del total.

Con todo, el margen Ebitda consolidado presentado al mismo periodo por la compañía se situó en un 17,2% (20,7% al cierre de 2022).

Cabe mencionar que, a fines de 2022, el resultado en asociadas que se consideró dentro del Ebitda consolidado fue de Gs. 12.918 millones, mientras que a marzo de 2023 aún no se registraron transacciones.

## COMPORTAMIENTO DISPAR DEL INVENTARIO ACORDE A LOS NIVELES DE PRODUCCIÓN EN LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES DE LA COMPAÑÍA

Los inventarios de la compañía evidencian un comportamiento dispar dependiendo de los niveles de actividades de sus principales negocios que consolidan en el balance.

En términos individuales, el inventario de Grupo Vázquez ha presentado un alza sostenida a partir de 2020 (exceptuando 2021) asociado principalmente a los productos forestales y al incremento de las mercaderías gravadas, alcanzando su mayor valor a marzo de 2023 por Gs. 80.009 millones.

A igual fecha, el inventario estaba compuesto mayoritariamente por productos forestales (50,4%), mercaderías gravadas (37,7%), y en menor proporción de activos biológicos en producción (11,9%) concentrado mayoritariamente en productos vacunos.

A nivel consolidado, al primer trimestre de 2023, el inventario correspondía en un 54,3% a ITTI y 45,7% a Grupo Vázquez. Este disminuyó levemente en 0,3% situándose en los Gs. 174.888 millones, debido principalmente a la compañía ITTI por registrar menores niveles de software almacenados.

## ADECUADO MANEJO DE LAS CUENTAS POR COBRAR LIGADAS A DEUDORES POR VENTAS

A nivel individual de Grupo Vázquez, tras mantener niveles de deudores por ventas por sobre los Gs. 24.000 millones durante 2018 y 2019, se evidenció una fuerte baja hasta los Gs. 916 millones a fines de 2022 y, posteriormente, al cierre de marzo de 2023, se evidenció una leve alza de la cartera de clientes hasta los Gs. 2.490 millones.

No obstante, se debe señalar que la cartera en los últimos años se ha concentrado en cartera al día, manteniendo un 100% al primer trimestre de 2023 como cartera vigente, lo que explica que la sociedad no registre provisiones de dichas cuentas comerciales.



Al analizar los deudores por ventas, en un escenario individual, en comparación a los ingresos de cada periodo, tras evidenciar una relevante participación en 2018 y 2019 (79,5%), durante los años siguientes su incidencia en los ingresos se mantuvo por debajo del 3% (1,0% a marzo 2023), asociado igualmente al incremento de los ingresos operacionales exhibidos por la compañía

A la misma fecha, evaluando las otras compañías del grupo, se observa que ITTI mantiene una cartera bruta de Gs. 49.422 millones. De esta, la totalidad se encontraba vigente, representando cerca de un 9% de los ingresos individuales. A su vez, mantiene a marzo de 2023, una adecuada política de cobertura con una razón de provisiones sobre cartera bruta total de 0,2 veces.

En tanto, Financiera Ueno, al corte de marzo 2023, en línea con su actividad, posee una cartera asociada a sus colocaciones, por un total bruto de Gs. 862.625 millones, de la cual se encuentra vencida o morosa un 6,6%. En cuanto a sus provisiones, estas ascienden a los Gs. 21.269 millones, alcanzando un ratio de cobertura de cartera morosa mayor a 60 día de 1,2 veces.

## PRINCIPALES FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

La compañía durante 2021 impulsó 9 de los 17 objetivos de desarrollo sostenible de las Naciones Unidas. Esto considera; salud y bienestar; educación de calidad; igualdad de género; trabajo decente y crecimiento económico; industria, innovación e infraestructura; producción y consumo responsables; acción por el clima; paz, justicia e instituciones sólidas; y alianzas para lograr los objetivos.

### — AMBIENTALES

La división agrícola ganadera contempla desarrollar su proyecto productivo en convivencia y armonía con el medioambiente, manteniendo una reserva natural de flora y fauna autóctona de más de 6.500 hectáreas. Además, que la ganadería y reforestación sean una unidad eficiente, apostando a la sustentabilidad mediante la producción de biomasa.

### — SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados. La entidad mantiene un modelo de diversidad e inclusión, enfocado en contribuir a una sociedad más inclusiva.

### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

La entidad cuenta con una política de buen gobierno corporativo, enfocados en los procesos de controles internos, detecciones y mitigación de riesgos para asegurar la continuidad del negocio, además de adoptar estándares de calidad con una gestión eficiente, íntegra y transparente.

La plana directiva está compuesta por Miguel Vázquez, Víctor Hugo Vázquez, Juan Gustale, Bernardo Algorta, Guillermo Vázquez, Lia Maniagurria, Laura Vargas, Gloria Villasanti, Pablo Debuchy, Miguel Almada, Julio Rey y Verónica Vázquez (Directora Suplente).

## INDUSTRIA GANADERA EXPUESTA A LAS VARIACIONES DE LOS PRECIOS DE LOS ANIMALES, FACTORES CLIMÁTICOS Y FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO

El segmento agrícola de la compañía considera la cría de animales, cuyo proceso productivo es de mediano plazo, generando que las inversiones en este rubro se vean rentabilizadas en años posteriores a su materialización.

Parte de los riesgos que mantiene el sector agropecuario se encuentran asociados a los cambios climáticos, con eventos de sequías más recurrentes generando variaciones en los niveles de producción, sumado a enfermedades que pueden ocasionar problemas de sanidad animal con consecuencias relevante en la economía.



Al respecto, específicamente en el sector pecuario, parte de la estrategia a nivel general consiste en medidas para proteger los mercados de exportación, como también la inocuidad de los alimentos para mitigar los riesgos como en el caso de la fiebre aftosa y otras enfermedades que son importantes de considerar al momento la exportación de carne y la producción nacional.

La compañía para afrontar los problemas climáticos y sanitarios contempla una estrategia enfocada en la planificación, ajustando el stock de animales mediante proyecciones semestrales para afrontar dichas condiciones como también mantener reservas forrajeras. Ello, contempla además los campos en la Región Oriental que mantiene la entidad, dedicados a la producción de silvopastoril para la ganadería del Chaco ante cualquier imprevisto. En términos sanitarios, Grupo Vázquez mantiene un estricto plan enfocado en la prevención.

### — BUEN POSICIONAMIENTO DE LA INDUSTRIA GANADERA PARAGUAYA A NIVEL INTERNACIONAL

En los últimos años, la industria ganadera del Paraguay ha evidenciado un relevante crecimiento, convirtiéndose en uno de los sectores económicos más importantes para el país. En efecto, después de los granos de soja, la ganadería es el segundo sector más importante en términos de ingresos por exportaciones, representando, durante el año 2022, cerca del 18,8% del total (20,6% a enero de 2023) y un 2,2% del PIB nacional (24,3% del sector primario).

Referente a lo anterior, actualmente Paraguay es uno de los mayores exportadores de carne bovina a nivel global, ubicándose como el noveno mayor exportador a nivel mundial y como el tercer mayor exportador de América Latina entre 2019 y 2021.

En términos de demanda, se ha observado un sostenido aumento del consumo global de carne, promediando un avance del 1,4% entre los años 2011 y 2020 (0,98% explicado por el incremento en la población y el porcentaje restante por un mayor consumo per cápita). No obstante, el consumo mundial per cápita de carne de vacuno ha exhibido una tendencia a la baja desde el año 2007, promediando los 6,4 kilogramos por persona durante los años 2018 y 2020, y proyectando que continúe disminuyendo hacia el año 2030, donde alcanzaría los 6,3 kilogramos per cápita.

Lo anterior, en el caso de los países con ingresos medios y bajos, influenciado por un aumento en los ingresos que no ha sido suficiente para estimular un cambio en la dieta de los consumidores. Adicionalmente, en países con ingresos altos (donde el consumo está en gran medida saturado) la tendencia ha estado limitada por diferentes factores, como los intereses ambientales, éticos, de bienestar de los animales y de salud, entre otros.

Sin embargo, cabe destacar que los productos ganaderos del Paraguay son exportados principalmente a América Latina (destacando Chile, Brasil y Uruguay); región que continúa presentando un mayor consumo per cápita de carne bovina respecto del promedio global (16,2 kilogramos por persona entre 2018 y 2021) y que además exhibiría una menor disminución hacia el año 2030.

### FINANCIERA UENO TIENE UN FOCO EN LA ACTIVIDAD DE CRÉDITO Y SERVICIOS AFINES. MIENTRAS, UENO HOLDING CONSTITUYE UNA SOCIEDAD DE INVERSIÓN PARA EL GRUPO VAZQUEZ

Grupo Vázquez posee el control de Financiera Ueno S.A.E.C.A y Ueno Holding S.A.E.C.A.

Financiera Ueno es una entidad pequeña dentro del sistema financiero con activos por Gs 1.789.701 millones y un patrimonio de Gs 218.424 millones a diciembre de 2022, los que representaron un 0,9% y 0,7% de la industria de bancos y financieras, respectivamente. La entidad se desenvuelve en un entorno de alta competencia, compitiendo en algunos segmentos con financieras, bancos pequeños y entidades no reguladas.

En el mercado de las financieras, Ueno pasó a convertirse en la segunda financiera más grande en términos de colocaciones netas, luego de la conversión a banco de otra entidad del segmento. Al cierre de 2022, su cartera de créditos neta concentró un 18,3% del total de créditos de esa industria. Cabe indicar, que la par-

tipificación de la entidad en captaciones del total del sistema se encontraba alineada a su participación de mercado en colocaciones (rangos de 0,9%).

Desde la entrada del Grupo Vázquez a la propiedad de Financiera Ueno en 2021, se han producido importantes cambios en la institución que determinaron una nueva plana organizacional. El actual modelo de negocios de la entidad opera a través de una estructura más liviana y un modelo de atención completamente digital, apoyado en el uso de aplicaciones y medios digitales como parte fundamental de la estrategia en el largo plazo.

El plan de negocios original para Financiera Ueno consideraba la integración con la institución financiera Credicentro S.A.E.C.A. (hoy denominada Ueno Holding), también controlada por el Grupo Vázquez. En la actualidad, el plan de los accionistas considera realizar integraciones verticales con otras sociedades del grupo. Adicionalmente, la financiera busca convertirse en una entidad bancaria, de manera de ampliar su gama de servicios y fortalecer su posición competitiva en el mercado.

Por su parte, Ueno Holding (Ex Credicentro) actualmente opera como una sociedad de inversión, agrupando a las compañías Forward S.A., Vinanzas S.A. e IOIO S.A.E.C.A. Si bien anteriormente Ueno Holding desarrolló su actividad como casa de crédito (actualmente en proceso de retiro de dicho registro) entregando financiamiento para empresas y personas, la nueva estrategia de los accionistas es ofrecer diversos servicios corporativos y de recursos humanos, además de la administración de las filiales. Acorde a lo definido por la compañía, la totalidad de los préstamos vigentes serán trasladados a un fideicomiso para su administración. A diciembre de 2022, los activos totales de la compañía eran de Gs 1.138.931 millones, con un patrimonio neto de Gs. 419.913 millones.

## ITTI SE ENCUENTRA EN UNA INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA TANTO EN INVERSIONES COMO EN RECURSOS HUMANOS

Dada la relevancia de la participación de ITTI en los resultados del grupo, se considera la industria en la que está inmersa dicha sociedad, Tecnologías de la Información, la cual ha tenido un fuerte crecimiento en los últimos años, producto de la digitalización en múltiples industrias, de la globalización en el uso de las tecnologías y aplicaciones, junto con el rol clave que tiene en la creación de valor en las empresas.

Dentro de los factores claves para la continuidad y rentabilidad de las empresas prestadoras de servicios tecnológicos destacan la eficiencia en la estructura de costos, una amplia, continua y actualizada oferta de servicios, disponibilidad de personal altamente calificado y la mantención de una diversificada cartera de clientes. Estos elementos se traducen en barreras de entrada para nuevos competidores y fomentan relaciones de largo plazo con los clientes, aspectos fundamentales para generar ingresos recurrentes en el tiempo y permitir el crecimiento orgánico mediante la oferta integral de productos y servicios.

La industria es sensible a los ciclos económicos, ya que el gasto y la inversión en tecnología se ven afectados en períodos recesivos de la economía. Cabe señalar que ciertos servicios, como el outsourcing, son menos vulnerables a volatilidades, debido a la mayor dependencia de este servicio para el funcionamiento de las empresas. A nivel agregado, el impacto de ciclos económicos sobre los sistemas TI condiciona más el tipo de inversión tecnológica proyectada (suspensión de proyectos) que el nivel de gasto materialmente efectuado. Esto está basado en que el costo de cambiar de prestador de servicios o migrar la plataforma informática, en general, tiende a ser bastante elevado con respecto a otros gastos en tecnología, como la inversión en plataformas, las cuales presentan una mayor ciclicidad.

La tendencia agregada de inversión se basa en el crecimiento de los servicios de tecnología, aplicaciones y equipos de redes, por sobre la tradicional venta de equipos o hardware. Esto se debe a la mayor necesidad de soluciones informáticas orientadas a la automatización y eficiencia de procesos en las áreas clave de las empresas, tanto a nivel vertical como horizontal, y a la fuerte competencia en la venta de hardware que ha llevado a sostenidas caídas de precios y menores márgenes asociados.

## POSICION FINANCIERA

### SATISFACTORIA

Aclaración: Grupo Vázquez presenta Estados Financieros individuales, sin embargo, debido a que mantiene más del 50% del control en distintas sociedades, debe elaborar Estados Financieros complementarios (consolidados) en base a lo dispuesto en el Capítulo 9, artículo N° 7 de la Resolución CNV CG N° 30/21.

Para la consolidación al corte de marzo 2023, los Estados Financieros Complementarios se adecuan a la resolución CNV CG N° 35/23, Título 31, Capítulo 3, Artículo 2°, donde se estipula que la compañía deberá presentar Estados Financieros Consolidados si fuese una sociedad controlante de otra (s) mediante el control de más del cincuenta por ciento del capital.

Bajo la metodología de Feller Rate, la calificación de riesgo considera para el perfil de negocios y para la posición financiera, el análisis tanto de manera individual como consolidada.

## RESULTADOS Y MÁRGENES:

### Estrategia de negocios diversifica las fuentes de generación de Ebitda

Durante el periodo analizado, los ingresos de la compañía mantienen volatilidades inherentes a la actividad en cada negocio y los factores macroeconómicos que determinan la demanda por sus productos y servicios. Asimismo, en el caso del segmento ganadero, se deben considerar los plazos de crianza y comercialización.

Los ingresos de Grupo Vázquez a nivel individual, durante los últimos años, evidenciaron un fuerte crecimiento desde un promedio aproximado de Gs. 28.000 millones (entre 2016 hasta 2019) hasta los Gs. 227.413 millones a fines de 2022, producto principalmente de la estrategia adoptada por el grupo asociada a invertir en empresas vinculadas de manera de diversificar su negocio principal, gatillando un mayor flujo de ventas de mercadería.

Por su parte, la generación individual de flujos operacionales de la sociedad mantiene un comportamiento dispar debido a las necesidades de financiamiento de capital de trabajo asociado a las industrias en las que participa, con requerimientos cíclicos en algunos segmentos. Ello, también considera los desafíos de la pandemia durante los últimos años en términos de manejo de caja, control de costos y necesidades de financiamiento.

Lo anterior se condice con la evolución de la generación de flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA), el cual evidenció durante el periodo de análisis dos años con resultados deficitarios y, posteriormente, un fuerte crecimiento situándose en un máximo de Gs. 47.431 millones al cierre de 2021 (Gs. 28.385 millones a fines de 2020). A diciembre de 2022, el FCNOA alcanzó los a Gs. 15.514 millones siendo un 67,3% menor que 2021.

A pesar del incremento de la deuda financiera a raíz de la colocación de bonos materializada durante 2021, el indicador de cobertura de FCNOA sobre deuda financiera ajustada se situó en un 16,4% a diciembre de 2021 (22,0% a 2020). A diciembre de 2022, considerando la menor generación de FCNOA, el ratio disminuyó hasta las 4,6%.

A marzo de 2023, los ingresos individuales de la empresa se situaron en los Gs. 42.222 millones, registrando un crecimiento de 68,5% respecto al mismo trimestre de 2022 explicado principalmente a una relevante venta de acciones. No obstante, ello conllevó de igual forma altos costos asociados a dicha venta, además del incremento de los costos operacionales a nivel generalizado.

Así, la entidad exhibió una generación Ebitda por Gs. 12.604 millones, lo que representó una baja del 29,8% en comparación a marzo de 2022 debido a que el aumento de los costos superó al de los ingresos del periodo. Con todo, la compañía registró un margen Ebitda de 29,9% al cierre del primer trimestre de 2023.

En cuanto a FCNOA, a marzo de 2023 la sociedad alcanzó los Gs. 1.412 millones en contraste con la generación deficitaria presentada al primer trimestre de 2022, observando un índice de FCNOA sobre deuda financiera ajustada por 6,2%.

Cabe mencionar que, a partir del cierre de 2021, Grupo Vázquez comenzó a presentar Estados Financieros consolidados, los que a diciembre de 2022 contemplan a ITTI, Financiera Ueno, Ueno Holding y Red UTS.

A fines de 2022, el grupo registró ingresos consolidados ajustados (incluye ingresos solo de negocios no financieros) por Gs. 643.982 millones, los que se concentran en un 58,0% en ITTI, 34,1% en Grupo Vázquez y un 7,9% en Red UTS.

En cuanto al Ebitda consolidado ajustado, el cual incorpora los resultados de inversiones en asociadas y excluye los negocios financieros, ascendió a los Gs. 170.110 millones, donde ITTI representa un 59,1%, Grupo Vázquez un 32,0%, y marginalmente Red UTS un 0,3%. En tanto, el 8,5% restante corresponde a los resultados obtenidos por inversiones en empresas vinculadas que no consolidan en los resultados del grupo.

En tanto, el margen Ebitda consolidado ajustado asciende a un 26,8%, cifra menor al margen Ebitda ajustado obtenido a nivel individual, debido principalmente a la disminución de los márgenes operacionales de ITTI durante el periodo.

Con los números al cierre de marzo 2023, la consolidación contempla únicamente a ITTI, Financiera Ueno y Red UTS. No obstante, al ajustar las cifras consolidadas descontando los efectos del sector financiero, las cifras e indicadores se mantienen comparables de un periodo a otro.

De esta manera, durante los primeros tres meses de 2023, el grupo registró ingresos consolidados ajustados (incluye ingresos solo de negocios no financieros) por Gs. 228.359 millones, los que se concentran en un 59,8% en ITTI, 18,2% en Grupo Vázquez y un 21,9% en Red UTS.

En cuanto al Ebitda consolidado ajustado, el cual excluye los negocios financieros e incorpora los resultados de inversiones en asociadas (los que, sin embargo, a la fecha de los Estados Financieros marzo 2023, no registran movimientos), ascendió a los Gs. 40.511 millones, donde ITTI representó un 67,5%, Grupo Vázquez un 31,1%, y marginalmente Red UTS un 1,4%.

En tanto, el margen Ebitda consolidado ajustado disminuyó de un 26,8% al cierre de 2022, a un 17,7% a marzo de 2023, debido principalmente al incremento de los costos operacionales durante el periodo.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores financieros consolidados muestran mayores presiones asociado al negocio financiero. No obstante, los indicadores ajustados se alinean con el escenario individual

La compañía ha realizado una estrategia de crecimiento fortaleciendo sus operaciones principales como también la incorporación de distintas sociedades incrementando su diversificación. Esto, va de la mano de una estrategia financiera con un adecuado mix de financiamiento entre generación propia, deuda financiera y, en caso de ser necesario, aportes de capital.

Lo anterior ha contemplado un constante crecimiento en los pasivos financieros individuales ajustados de la entidad (descontando el efecto de los intereses) pasando de los Gs. 71.020 millones en 2017 hasta los Gs. 289.134 millones a diciembre de 2021, la cual incorpora la colocación de bonos corporativos por Gs. 50.000 millones y US\$ 25 millones. Ello, representó un 120,1% por sobre el cierre de 2020, con una estructura concentrada en el mediano plazo (no corriente).

Al cierre de 2022, esta cifra se incrementó en 16,9% respecto a fines de 2021 hasta los Gs. 337.873 millones, asociado con el financiamiento de capital de trabajo requerido para la operación. En tanto, a marzo de 2023, se situó en los Gs. 339.018 millones evidenciando un alza leve de 0,3% respecto a fines de 2022.

Cabe mencionar que, durante el primer semestre de 2023, la compañía emitió dos programas de bonos, G2 y USD2 por Gs. 150.000 millones y US\$ 3 millones respectivamente. A la fecha de este informe, solo se colocaron Gs. 58.000 millones del PG2.

Considerando el stock de deuda financiera consolidada, al primer trimestre de 2023, esta alcanzó los Gs. 2.069.357 millones, siendo un 23,4% inferior al cierre de 2022 debido a que la consolidación del último periodo no consideró Ueno Holding. Así, esta deuda financiera correspondía en un 76,2% a Financiera Ueno, 15,6% a Grupo Vázquez, 8,1% a ITTI y un saldo marginal proviene de Red UTS.

A su vez, dichas obligaciones financieras se estructuraban en un 52,2% en el corto plazo, y corresponden principalmente a depósitos del público (76,2%) asociados a Financiera Ueno, seguidos de préstamos bancarios (9,0%) mantenidos en Grupo Vázquez, ITTI y Red UTS, y finalmente bonos corporativos (14,8%), emitidos por Grupo Vázquez e ITTI.

Como se expuso anteriormente, al analizar la deuda en términos consolidados, gran parte de esta corresponde a Financiera Ueno asociado con la industria en la que participa. Debido a esto, a marzo de 2023, los pasivos financieros consolidados ajustados (eliminando el negocio financiero) ascienden a los Gs. 491.648 millones.

En términos de base patrimonial individual, Grupo Vázquez ha evidenciado un constante incremento en línea con la estrategia de su controlador de fortalecer la posición de la compañía ante el plan de inversiones ejecutado en el último tiempo pasando desde los Gs. 189.659 millones en 2016 hasta los Gs. 321.303 millones al primer cuarto de 2023. Sin embargo, el crecimiento estructural en los pasivos financieros individuales ha gatillado en que el leverage financiero ajustado individual pase de estar por debajo de las 0,5 veces hasta alcanzar la 1,1 vez a marzo de 2023.

El fuerte plan de inversiones realizado en los últimos años se vio contrarrestado por los dividendos adicionales al Ebitda. Así, a nivel individual, la compañía obtuvo un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 4,3 veces (4,0 veces a 2022). En el caso del indicador de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se mantuvo en las 2,2 veces.

Evaluando los indicadores crediticios consolidados al primer trimestre de 2023, la deuda financiera ajustada, restando las obligaciones del negocio financiero, y considerando el Ebitda ajustado, este ratio se posiciona en las 2,3 veces (2,8 veces a 2022). A su vez, el indicador de cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados alcanza las 2,8 veces (3,0 veces a diciembre de 2022).

Se observa entonces que los indicadores financieros ajustados consolidados se encuentran en línea con el rango de calificación evidenciado a nivel individual, presentando inclusive una relativa mayor holgura.

Feller Rate se mantendrá monitoreando la estrategia de negocios de la compañía y sus impactos tanto en resultados como en indicadores de cobertura a nivel individual y consolidado.

## LIQUIDEZ: SUFICIENTE

A marzo de 2023, la liquidez de Grupo Vázquez se encontraba calificada como "Suficiente", considerando un nivel de caja a nivel individual por Gs. 3.949 millones, sumado a una generación de FCNOA a 12 meses por Gs. 20.983 millones en comparación a vencimientos de corto plazo por Gs. 35.689 millones con intereses asociados por Gs. 1.331 millones.

Además, se contemplan los flujos obtenidos a través de la inversión en compañías asociadas y la próxima colocación de bonos, la cual será utilizada en una buena parte al refinanciamiento de los vencimientos de la deuda financiera de corto plazo. Sumado a ello, se consideran las necesidades de financiamiento que implica su plan de inversiones de la compañía, sumado a un reparto de dividendos en línea con su política de repartos y los aportes de capital que ha realizado el grupo en caso de ser necesario.

Adicionalmente, la liquidez de la compañía se ve respaldada por el acceso que tiene Grupo Vázquez al mercado financiero.

**Resumen Financiero a nivel individual**
*Cifras en millones de guaraníes*

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar.2022	Mar.2023
Ingresos Operacionales	40.427	29.458	31.372	162.485	272.237	227.413	25.059	42.222
Ebitda <sup>(1)</sup>	13.401	13.804	-20.689	20.857	44.855	53.364	17.946	12.604
Ebitda Ajustado	13.401	13.804	-20.689	33.488	55.658	83.200	17.946	12.604
Resultado Operacional	5.237	8.484	-26.980	19.875	42.594	51.298	17.446	12.446
Ingresos Financieros	4.289	3.025	5.901	928	584	1.064		
Gastos Financieros	-8.215	-15.503	-15.026	-17.327	-23.376	-37.196	-9.262	-7.868
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.665	2.274	2.410	11.363	27.122	24.578	6.363	10.232
<b>Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)</b>	-5.697	3.416	-14.985	28.385	47.431	15.514	-4.058	1.412
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	-5.697	3.416	-14.985	28.385	47.431	15.514	-4.058	1.412
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-5.697	3.416	-14.985	28.385	36.842	5.624	-5.750	-270
Inversiones en Activos Fijos Netas	-4.182	-6.723		-34.526	-204.994	-3.811	-2.352	-2.387
<b>Inversiones en Acciones</b>								
Flujo de Caja Libre Operacional	-9.879	-3.308	-14.985	-6.142	-168.152	1.813	-8.101	-2.657
Dividendos Pagados						-6.411		-1.780
Flujo de Caja Disponible	-9.879	-3.308	-14.985	-6.142	-168.152	-4.598	-8.101	-4.437
<b>Movimiento en Empresas Relacionadas</b>								
Otros Movimientos de Inversiones							2.111	1.609
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-9.879	-3.308	-14.985	-6.142	-168.152	-4.598	-5.990	-2.828
Variación de Capital Patrimonial	625		40.000		9.000	400		
Variación de Deudas Financieras	8.317	10.176	-15.026	10.723	158.811	24.630	7.853	-4.207
Otros Movimientos de Financiamiento		-6.772	-10.030	-3.454	-235	-20.425	-1.114	6.916
<b>Financiamiento con Empresas Relacionadas</b>								
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-937	96	-41	1.127	-576	7	748	-119
Caja Inicial	1.308	372	468	427	1.552	976	976	982
Caja Final	372	468	427	1.554	976	982	1.724	864
<b>Caja y Equivalentes</b>	372	468	427	1.552	4.243	4.134	2.629	3.949
Cuentas por Cobrar Clientes	53.322	33.406	24.945	15.988	14.609	916	15.130	2.490
Inventario	31.677	61.531	45.609	79.029	18.558	79.466	21.792	80.009
Deuda Financiera	71.020	73.090	89.750	132.227	291.037	322.622	306.460	324.600
Deuda Financiera Ajustada	71.020	73.090	89.750	129.114	289.134	337.873	304.662	339.018
<b>Activos Totales</b>	337.270	342.498	345.322	454.149	715.683	731.092	741.305	767.715
<b>Pasivos Totales</b>	131.624	141.571	128.671	201.019	419.864	420.021	439.123	446.412
<b>Patrimonio + Interés Minoritario</b>	205.646	200.927	216.651	253.130	295.819	311.071	302.183	321.303

(1) Ingresos Operacionales: Ingresos de actividades ordinarias + parte de los otros ingresos considerados como operacionales.

(2) Ebitda: Resultado operacional + depreciación y amortización de activos.

(3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.

(5) Caja y equivalentes: Caja final + otros activos financieros corrientes (considerando instrumentos como: acciones, cuotas de Fondos Mutuos e Instrumentos financieros de alta liquidez).

(6) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(7) A contar de 2020 se descuenta efecto neto de intereses pagados y a devengar.



**Principales Indicadores Financieros individuales**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar.2022	Mar.2023
Margen Bruto (%)	49,9%	72,1%	40,9%	24,2%	24,3%	35,4%	95,5%	44,6%
Margen Operacional (%)	13,0%	28,8%	-86,0%	12,2%	15,6%	22,6%	69,6%	29,5%
Margen Ebitda (%)	33,1%	46,9%	-65,9%	12,8%	16,5%	23,5%	71,6%	29,9%
Margen Ebitda Ajustado (%)	33,1%	46,9%	-65,9%	20,6%	20,4%	36,6%	71,6%	29,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	0,8%	1,1%	1,1%	4,5%	9,2%	7,9%	11,1%	8,9%
Costo/Ventas	50,1%	27,9%	59,1%	75,8%	75,7%	64,6%	4,5%	55,4%
Gav/Ventas	37,0%	43,3%	126,9%	12,0%	8,6%	12,9%	25,9%	15,1%
Días de Cobro	474,8	408,2	286,2	35,4	19,3	1,4	18,3	3,7
Días de Pago	1.070,0	2.978,6	681,6	16,8	23,3	67,6	27,6	93,3
Días de Inventario	563,4	2.694,8	886,1	231,1	32,4	194,8	37,8	170,3
Endeudamiento Total	0,6	0,7	0,6	0,8	1,4	1,4	1,5	1,4
Endeudamiento Financiero	0,3	0,4	0,4	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,4	0,4	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,3	0,4	0,4	0,5	1,0	1,1	1,0	1,1
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,3	0,4	0,4	0,5	1,0	1,1	1,0	1,0
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1,5)</sup>	5,3	5,3	-4,3	6,3	6,5	6,0	4,9	6,8
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1,6)</sup>	5,3	5,3	-4,3	3,9	5,2	4,1	4,1	4,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1,5)</sup>	5,3	5,3	-4,3	6,3	6,4	6,0	4,8	6,7
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda (vc) <sup>(1,6)</sup>	5,3	5,3	-4,3	3,8	5,1	4,0	4,1	4,3
Ebitda / Gastos Financieros(vc) <sup>(1)</sup>	1,6	0,9	-1,4	1,2	1,9	1,4	1,9	1,3
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados (vc)	1,6	0,9	-1,4	1,9	2,4	2,2	2,3	2,2
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(1)</sup>	-8,0%	4,7%	-16,7%	21,5%	16,3%	4,8%	14,2%	6,5%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(3,5)</sup>	-8,1%	4,7%	-16,8%	21,7%	16,5%	4,9%	14,3%	6,5%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%) <sup>(1,6)</sup>	-8,0%	4,7%	-16,7%	22,0%	16,4%	4,6%	14,2%	6,2%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada (%) <sup>(3,6)</sup>	-8,1%	4,7%	-16,8%	22,3%	16,6%	4,6%	14,4%	6,3%
Liquidez Corriente (vc)	1,2	1,2	0,9	4,2	1,7	1,4	2,1	1,3

(1) Ebitda: Resultado operacional + depreciación y amortización de activos.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.

(4) Caja y equivalentes: Caja final + otros activos financieros corrientes (considerando instrumentos como: acciones, cuotas de Fondos Mutuos e Instrumentos financieros de alta liquidez).

(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(6) A contar de 2020 se descuenta efecto neto de intereses pagados y a devengar.



**Resumen Financiero Consolidado**
*Cifras en millones de guaraníes*

	2022	Mar.2022	Mar.2023
Ingresos Operacionales <sup>(1)</sup>	1.015.143	104.422	274.695
Ingresos Ajustados <sup>(1)</sup>	634.982	50.168	245.576
Ebitda <sup>(2)</sup>	210.627	20.592	44.269
Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup>	173.734	13.488	40.511
Resultado Operacional	163.301	16.984	38.074
Resultado Operacional Ajustado	129.849	10.548	34.315
Ingresos Financieros			
Gastos Financieros	-58.159	-16.870	-17.698
Gastos Financieros Ajustados	-58.159	-16.870	-17.698
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	108.523	16.111	25.823
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	n.d.	n.d.	n.d.
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(3)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(4)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
Inversiones en Activos Fijos Netas	n.d.	n.d.	n.d.
Inversiones en Acciones	n.d.	n.d.	n.d.
Flujo de Caja Libre Operacional	n.d.	n.d.	n.d.
Dividendos Pagados	n.d.	n.d.	n.d.
Flujo de Caja Disponible	n.d.	n.d.	n.d.
Movimiento en Empresas Relacionadas	n.d.	n.d.	n.d.
Otros Movimientos de Inversiones	n.d.	n.d.	n.d.
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	n.d.	n.d.	n.d.
Variación de Capital Patrimonial	n.d.	n.d.	n.d.
Variación de Deudas Financieras	n.d.	n.d.	n.d.
Otros Movimientos de Financiamiento	n.d.	n.d.	n.d.
Financiamiento con Empresas Relacionadas	n.d.	n.d.	n.d.
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	n.d.	n.d.	n.d.
Caja Inicial	n.d.	n.d.	n.d.
Caja Final	n.d.	n.d.	n.d.
Caja y equivalentes <sup>(5)</sup>	133.968	140.224	202.291
Caja y equivalentes ajustada <sup>(5)</sup>	11.681	2.570	7.092
Cuentas por Cobrar Clientes	1.857.862	1.231.982	961.563
Inventario	175.503	53.362	174.909
Deuda Financiera <sup>(6)</sup>	2.701.626	1.716.967	2.069.357
Deuda Financiera Ajustada	500.304	402.633	491.648
Activos Totales	3.695.908	2.546.654	2.863.811
Pasivos Totales	2.976.749	2.018.726	2.364.493
Patrimonio + Interés Minoritario	719.159	527.928	499.319

*n.d.: No disponible.*

- (1) Ingresos Operacionales: Ingresos de actividades ordinarias + parte de los otros ingresos considerados como operacionales.
- (2) Ebitda: Resultado operacional + depreciación y amortización de activos.
- (3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.
- (4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.
- (5) Caja y equivalentes: Caja final + otros activos financieros corrientes (considerando instrumentos como: acciones, cuotas de Fondos Mutuos e Instrumentos financieros de alta liquidez).
- (6) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Principales Indicadores Financieros consolidados			
	2022	Mar.2022	Mar.2023
Margen Bruto (%)	45,0%	69,6%	32,7%
Margen Operacional (%)	16,1%	16,3%	13,9%
Margen Operacional Ajustado (%)	12,8%	10,1%	12,5%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	20,7%	19,7%	16,1%
Margen Ebitda Ajustado (%) <sup>(1)</sup>	27,4%	26,9%	16,5%
Rentabilidad Patrimonial (%)	15,1%	18,0%	26,9%
Costo/Ventas	55,0%	30,4%	67,3%
Gav/Ventas	28,9%	53,4%	18,9%
Días de Cobro	658,9	524,7	268,4
Días de Pago	70,3	106,8	59,2
Días de Inventario	113,2	44,7	84,8
Endeudamiento Total	4,1	3,8	4,7
Endeudamiento Financiero	3,8	3,3	4,1
Endeudamiento Financiero Neto	3,6	3,0	3,7
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,7	0,8	1,0
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,7	0,8	1,0
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1,5)</sup>	12,8	8,6	8,1
Deuda Financiera Ajustado/ Ebitda Ajustado (vc) <sup>(1,6)</sup>	2,9	2,0	2,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1,5)</sup>	12,2	7,9	7,3
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda (vc) <sup>(1,6)</sup>	2,8	2,0	2,3
Ebitda / Gastos Financieros(vc) <sup>(1)</sup>	3,6	1,9	3,4
Ebitda Ajustado / Gatos Financieros Ajustados (vc)	3,0	1,9	2,8
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(1)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(3,5)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%) <sup>(1,6)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada (%) <sup>(3,6)</sup>	n.d.	n.d.	n.d.
Liquidez Corriente (vc)	1,4	1,1	1,1

n.d.: No disponible.

(1) Ebitda: Resultado operacional + depreciación y amortización de activos.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.

(4) Caja y equivalentes: Caja final + otros activos financieros corrientes (considerando instrumentos como: acciones, cuotas de Fondos Mutuos e Instrumentos financieros de alta liquidez).

(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(6) A contar de 2020 se descuenta efecto neto de intereses pagados y a devengar.

**Características de los instrumentos**

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa G1	Programa USD1
Valor total de la emisión	50.000 millones de guaraníes	25 millones de dólares
Fecha de registro	26.06.2021	26.06.2021
Covenants	No Contempla	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa G2	Programa USD2
Valor total de la emisión	150.000 millones de guaraníes	3 millones de dólares
Fecha de registro	-	-
Covenants	No Contempla	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 1
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1	USD1
Monto de la emisión	10.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes	30.000 millones de guaraníes	3 millones de dólares
Plazo	1.826 días	2.555 días	3.650 días	1.826 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	10,25%	10,75%	11,25%	6,5%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 2	Serie 3	Serie 4	Serie 5
Al amparo de la emisión	USD1	USD1	USD1	USD1
Monto de la emisión	5 millones de dólares	7 millones de dólares	2 millones de dólares	4 millones de dólares
Plazo	2.555 días	3.650 días	1.460 días	2.191 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	7,0%	7,5%	6,25%	6,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 6
Al amparo de la emisión	USD1
Monto de la emisión	4 millones de dólares
Plazo	3.101 días
Pago de Intereses	Trimestral
Tasa de Interés Anual	7,25%
Amortización de Capital	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

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

Fecha de calificación: 2 de agosto de 2023.

Tipo de reporte: Revisión anual

Estados Financieros referidos al 31.03.2023

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

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

Av. Gral Santos 487 c/ Avda. España, Asunción, Paraguay.

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

Entidad	Calificación Local	
Grupo Vázquez S.A.E.	Solvencia	A-py
	Bonos G1	A-py
	Bonos USD1	A-py
	Bonos G2	A-py
	Bonos USD2	A-py
	Tendencia	Estable

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

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

## METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

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

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

## NOMENCLATURA

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

<http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

## DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

El Consejo deja constancia que en el proceso de evaluación de las entidades calificadas no se desarrollaron auditorías de los estados financieros. No obstante, con una periodicidad anual o según lo amerite la situación, Feller Rate revisa y analiza en terreno los procedimientos de crédito, con particular énfasis en los procedimientos de control y cuantificación del riesgo. Este análisis incluye, entre otros, la revisión de manuales operativos, manuales de crédito y de garantías e informes de auditoría y de control interno. Asimismo, incluye la revisión de una muestra de carpetas de crédito con el objetivo de verificar el cumplimiento de los procedimientos y evaluar la información disponible sobre los deudores en las diversas instancias de la gestión crediticia.

Vistos todos los puntos considerados y por acuerdo de todos los miembros del Consejo, se levantó la sesión a las 13:00 horas, designándose como firmantes a los Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil.

EDUARDO FERRETTI  
CONSEJERO

ESTEBAN PEÑAILILLO  
CONSEJERO

MARÍA BETSABÉ WEIL  
CONSEJERO