

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 380 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE  
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 9:00 horas del 31 de mayo 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 las siguientes calificaciones de solvencia:

Entidad	Calificación Anterior		Calificación Actual	
ITTI S.A.E.C.A.	Solvencia	BBBpy	Solvencia	BBB+py
	Bonos PEG G1	BBBpy	Bonos PEG G1 y G2	BBB+py
			Bonos USD1	BBB+py
	Tendencia	Estable	Tendencia	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo están descritos más adelante 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
- Características de las carteras de ahorros y créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

El análisis también incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

**ITTI S.A.E.C.A.****FUNDAMENTOS**

El cambio de clasificación desde "BBBpy" hasta "BBB+py" asignada a la solvencia y los nuevos programas de emisión global de bonos en proceso de inscripción por ITTI S.A.E.C.A., responde al resultado del plan estratégico de la compañía, el que ha considerado un crecimiento vía adquisiciones y desarrollo de nuevos productos, permitiendo la mantención de satisfactorios indicadores de cobertura, pese al mayor nivel de deuda financiera. Lo anterior, reflejado en una posición financiera "Satisfactoria".

La calificación continúa incorporando un perfil de negocios "Adecuado".

ITTI S.A.E.C.A. (ITTI) fue fundada en 2003, bajo el nombre de IT Consultores, participando en el mercado de *software* tecnológico para el mercado financiero con distintos productos, de los cuales destaca el *software* de Core Bancario ITGF, siendo líder de mercado para este segmento. Asimismo, ofrece otros servicios relacionados a las tecnologías de información, como consultorías, manejo de datacenter y desarrollo de *software* según necesidades de clientes, entre otros.

Desde 2018, la compañía ha diversificado su portafolio con la incorporación de nuevos productos, destacando Finera, Kadiko, Mi Negocio y Wepa. Esto, a su vez, le ha permitido acceder a nuevos clientes, aunque sus ingresos permanecen concentrados en más de un 70% en su Core Bancario. No obstante, cabe destacar que la cartera de clientes tiene un adecuado grado de diversificación, además de considerar contrapartes de buena calidad crediticia.

Los ingresos y márgenes de ITTI tienen un grado de volatilidad asociado al modelo de negocios de la compañía, respecto principalmente de la venta de sus licencias. Los años que la compañía realiza la venta de la licencia, se observa un alza tanto en los ingresos como en los costos, esto último por el proceso de implementación, el cual puede durar meses, repercutiendo en el margen Ebitda.

Algunos productos de la compañía, sin embargo, utilizan el modelo de suscripción (*SaaS*, por sus siglas en inglés), en el cual la compañía da acceso al producto a cambio de un monto mensual predefinido, lo cual contribuye a disminuir la volatilidad, otorgando una base más estable de ingresos.

A marzo de 2023, los ingresos individuales de ITTI alcanzaron los Gs. 139.703 millones, evidenciando un incremento del 213,9% respecto de marzo de 2022. Lo anterior, explicado principalmente por la alta comercialización de licencias y los mayores ingresos provenientes de desarrollos solicitados por clientes y su respectiva implementación. Adicionalmente, la evolución favorable considera los ingresos por suministros y servicios provenientes de J. Fleischman.

A igual periodo, la estructura de costos individual evidenció un crecimiento del 245,4%, cifra mayor a la variación de los ingresos. Esto, asociado mayoritariamente a un aumento del 1.404,6% en los costos de venta, producto de la venta de licencias, productos y repuestos, y a una contención en el avance de los gastos de administración y ventas (32,3%).

En línea con lo anterior, pese a que la generación de Ebitda ajustado individual (incorpora resultado neto de empresas relacionadas) aumentó en un 128,7% respecto de marzo del año anterior, alcanzando los Gs. 32.255 millones, el margen Ebitda ajustado del periodo fue de un 23,1% (31,7% a marzo de 2022).

Por otro lado, el plan estratégico de la compañía, con foco en el desarrollo de nuevos productos y adquisiciones, ha sido financiado con un mix de flujos de la operación y endeudamiento financiero. Respecto de esto último, a marzo de 2023, el *stock* de deuda financiera alcanzó los Gs. 167.415 millones, lo que si bien representa una disminución del 6% respecto de diciembre de 2022, se mantiene por sobre lo presentado en años anteriores, en línea con la nueva estructura de la entidad.

En cuanto a los indicadores de cobertura, estos han mostrado una evolución volátil, en función mayoritariamente de la capacidad de generación de Ebitda. En particular, a marzo de 2023, el índice de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,2 veces (1,4 veces a diciembre de 2022), mientras que la razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros alcanzó las 3,6 veces (3,8 veces al cierre de 2022).

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevos programas de emisión (USD1 y G2) con un plazo máximo de 3.650 días (10 años) y por un monto máximo de US\$ 8,0 millones y Gs. 110.000 millones, respectivamente. Los fondos a recaudar estarán destinados a la reestructuración de pasivos financieros y a solventar capital operativo (intereses de préstamos, pagos a proveedores de bienes y servicios y/o compra o importación de mercaderías).

## TENDENCIA: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Considera que las inversiones recientemente realizadas y el foco de la compañía en la diversificación de sus fuentes de ingresos permitirán evidenciar, de forma estructural, una mayor estabilidad en su generación de flujos y márgenes. Adicionalmente, incorpora que la entidad evidencie una adecuada política de endeudamiento, financiando sus necesidades de capital de trabajo y plan estratégico con un apropiado mix de flujos de la operación y pasivos financieros.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría gatillar como consecuencia de un deterioro prolongado en sus índices crediticios, ante políticas financieras más agresivas o condiciones de mercado más complejas.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera de baja probabilidad dada la reciente alza.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Compañía líder de mercado en software bancario con ITGF, pero participación en otros segmentos se encuentra en desarrollo.
- Ingresos concentrados en línea de Core Bancario. No obstante, con diversificación de portafolio en proceso, con desarrollo de nuevos productos que permitan ampliar la base de clientes.
- Alto nivel de expertise operacional por experiencia y conocimiento del negocio.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones, con desafíos respecto de la retención de talento a nivel mundial.
- Exposición a cambios tecnológicos

#### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- Volatilidad de generación de flujos y márgenes ligada al modelo de negocio de venta de licencias.
- Plan de inversiones concentrado en desarrollo de nuevo software, el cual se espera permita entregar mayor estabilidad a los ingresos y márgenes.
- Aumento en el nivel de endeudamiento financiero debido a nuevos programas de emisión.
- Posición de liquidez calificada como "Satisfactoria".

## PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

ITTI S.A.E.C.A (ITTI) fue fundada en 2003 bajo el nombre de IT Consultores, participando en el mercado de *software* tecnológico para el mercado financiero con distintos productos, de los cuales destaca el *software* de Core Bancario ITGF. Asimismo, ofrece otros servicios relacionados a las tecnologías de información, como consultorías, manejo de datacenter y desarrollo de *software* según necesidades de clientes, entre otros.

Desde 2018, la compañía ha diversificado su portafolio con la incorporación de nuevos productos, destacando Finera, Kadiko, Mi Negocio y Wepa. Esto, a su vez, le ha permitido acceder a nuevos clientes, aunque el fuerte del negocio se mantiene en la línea de Core Bancario.

En 2021, Grupo Vázquez S.A.E. (clasificado en "A-py/Estable" por Feller Rate) entró a la propiedad de ITTI como su nuevo controlador, después de adquirir una participación mayoritaria de su paquete accionario.

En enero de 2022, ITTI anunció, a través de un hecho esencial, la adquisición del 49% de las acciones de J. Fleischman S.A., compañía que ofrece servicios ligados a ciberseguridad, digitalización y soluciones de impresión, mientras que el porcentaje restante de la propiedad de esta última fue adquirido por Grupo Vázquez.

Respecto de lo anterior, con fecha 8 de junio de 2022, la compañía aprobó mediante acta de asamblea extraordinaria de accionistas el acuerdo definitivo de fusión entre ITTI (entidad absorbente) y J. Fleischman (entidad absorbida). De esta forma, J. Fleischman se disolvió sin liquidarse y la sociedad absorbente asumió como cesionaria universal de todos los derechos, deberes, obligaciones, acciones y garantías.

Por otro lado, la compañía mantiene el 64,7% del capital accionario de Red Digital S.A., empresa de red electrónica de pagos y cobranza. A su vez, mantiene el 62,5% de la propiedad de Mowi S.A., enfocada al servicio de red de pagos; y el 99,2% de la propiedad de Impresión, Distribución y Logística S.A. (IDL), compañía dedicada al procesamiento de datos variables en grandes volúmenes para empresas del Paraguay.

Asimismo, posee el 73,3% de IOIO S.A.E.C.A., empresa que comercializa principalmente artículos para el hogar; y el 51,6% de Red Digital de Procesamiento S.A.

Adicionalmente, mantiene una participación minoritaria en la propiedad de Vinanzas S.A. (12,7%), empresa dedicada a servicios de cobranza; y en Ueno Holding S.A.E.C.A. (3%).

### INGRESOS CONCENTRADOS EN CORE BANCARIO, AUNQUE CON MAYOR DIVERSIFICACIÓN EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

La compañía inició sus operaciones en el año 2003 con el desarrollo de tecnología enfocada en el sector financiero mediante su Core Bancario ITGF, siendo una solución de *software* orientada principalmente a instituciones reguladas por el Banco Central de Paraguay (BCP), lo cual limita en parte el crecimiento potencial de ITTI en términos de clientes, pero le permite obtener una adecuada calidad crediticia, ya que los clientes corresponden a entidades reguladas por el Banco Central de Paraguay (BCP), como Finexpar S.A.E.C.A. y Financiera Ueno S.A.E.C.A., además de contar con contratos de largo plazo, con una duración promedio de 2 años.

Por lo anterior, en los últimos años la compañía ha implementado un plan estratégico para ser una entidad centrada en la invocación, con foco en la especialización en el desarrollo de *software* propio y la habilitación de soluciones de terceros con soporte local integral.

De esta manera, en el año 2018, ITTI llevó a cabo una reingeniería del *software* de Core Bancario, comenzando el desarrollo de Finera, el cual utiliza una arquitectura más moderna que ITGF, otorgando mayores opciones como multilinguaje, y se encuentra alojado en la nube. Las versiones de Finera lanzadas al mercado en 2021 se enfocaron en Casas de Crédito y Cooperativas de Ahorro y Crédito, mientras que se espera que versiones posteriores consideren entidades reguladas y bancos.

Por otra parte, se encuentra el negocio de Originación de Productos, el cual utiliza la Plataforma Digital de Negocios para manejar, de forma digital, las solicitudes dentro del proceso de obtención de productos financieros. Aunque el crecimiento de esta línea se relaciona en parte al crecimiento del Core Bancario, dado que los componentes se integran a estos últimos, ITTI también proyecta oportunidades de crecimiento del producto *stand alone*.

La compañía también ha incursionado en la Reportería e Integración de Sistemas con el desarrollo de Kadiko, una plataforma que permite conectar, traducir y procesar información de distintos sistemas, con el fin de avanzar en la automatización de tareas y generación de reportes de cualquier negocio.

Además, la compañía ha incursionado en el comercio electrónico y en las redes de pago, con Mi Negocio y Wepa, respectivamente. Mi Negocio es una plataforma web que permite la administración autónoma de canales digitales, además de entregar herramientas adicionales para la gestión del negocio. La plataforma considera tres grandes productos: un originador de tiendas en línea (Mi Negocio), un ERP en la nube (Mi Negocio +) y herramientas de administración de RRHH en la nube (Selecto).

Finalmente, Wepa es una red de transacciones digitales para el pago de servicios y productos de consumo, incluyendo servicios como cobros web y una app de cobros.

Aparte de los productos de software, la compañía también ofrece servicios de consultoría y de nuevos desarrollos, además de soporte técnico y mantenimiento de sus productos.

Durante 2022, la compañía concluyó el proceso de fusión con J. Fleischman, sumando a su portafolio productos que tienen asociados flujos operacionales más estables, tales como suministros (tóner de impresoras), soporte técnico y *leasing* de impresoras. A su vez, incorporó representaciones y marcas con presencia en el mercado de TI y de servicios corporativos (NCR, RICOH, KOFAX, Docuware, Precodata, Axentria, Scanovate, entre otras).

De esta forma, aunque los ingresos de ITTI se mantienen concentrados de forma significativa en sus productos de Core Bancario -representando cerca de un 70% de los ingresos operacionales-, estos han presentado una participación relativa a la baja, reflejando la estrategia de diversificación de la compañía y la fusión antes mencionada.

El porcentaje restante de los ingresos operacionales está asociado a desarrollos solicitados por clientes y su respectiva implementación, servicios y soporte, suministros e ingresos asociados a la plataforma *online* "Mi-Negocio".

Por otro lado, cabe destacar que por el momento los productos de ITTI se comercializan únicamente en Paraguay, no obstante, la compañía está evaluando la posibilidad de ampliarse a otros mercados de la región.

## MANTENCIÓN DE UNA ROBUSTA POSICIÓN COMPETITIVA CON SU CORE BANCARIO

ITTI es el actual líder de mercado al evaluar el sistema de Core Bancario gracias a ITGF, el cual es usado en alrededor del 30% de las transacciones financieras en el mercado nacional. Actualmente, es usado por 10 de las 23 compañías reguladas por el Banco Central de Paraguay y se espera que, en el corto plazo, se incorporen otras, aumentando su relevancia.

La compañía ha podido mantener este posicionamiento gracias a la mantención de un sistema sólido de desarrollo y control de calidad (QA, por sus siglas en inglés), manteniendo una metodología interna en línea con lo exigido por el BCP y una plataforma dedicada para el rastreo de los *tickets* de soporte. Asimismo, mantienen estándares exigentes para minimizar el riesgo de ciberataques.

Cabe destacar que, dada las características y los requerimientos técnicos que debe cumplir el software utilizado para Core Bancario, la competencia se limita a pocos proveedores. El principal competidor de ITTI en este caso es una empresa extranjera.

Sin embargo, la participación de mercado de sus otros servicios todavía no alcanza los niveles de ITGF, dado el lanzamiento reciente de estos. Se espera que los esfuerzos comerciales de la compañía en los próximos años continúen impulsando la participación de mercado del resto de los servicios de la entidad. Sin embargo, se estima que enfrente mayor competencia en estos servicios dada la existencia de otros productos ya establecidos para los distintos segmentos, como plataformas de pago.

## UTILIZACIÓN DE NUEVAS TECNOLOGÍAS POR ALIANZAS ESTRATÉGICAS Y DEL SISTEMA CLOUD PROVOCAN CAMBIOS EN MODELO DE NEGOCIO

Frente a las necesidades de sus clientes y a un mercado altamente competitivo, la compañía ha mantenido un alto nivel de inversión en el desarrollo de *software*, incorporando nuevas tecnologías a través de alianzas estratégicas con empresas como Oracle e incorporando el uso de la nube en el desarrollo. Esto último entrega ventajas tanto a los clientes como a ITTI, permitiendo en el caso de los primeros el acceso a los servicios que usan por medio de internet, sin depender de un solo equipo para su uso.



En el caso de ITTI, permite que la compañía aproveche el desarrollo evolutivo de *software*, lo cual se refiere a la posibilidad de entregar mejoras y actualizaciones continuas de un programa sin ser necesario instalar versiones nuevas, con los costos que eso conlleva. A su vez, permite que la empresa pueda reaccionar más rápido a retroalimentación de sus clientes, implementando cambios a la plataforma o producto ya vigente, en vez de tener que esperar un nuevo lanzamiento.

El desarrollo evolutivo de *software* también ha tenido un impacto en el modelo de negocios de la compañía. Originalmente comercializaba su producto a través de la venta de la licencia perpetua del programa y ofrecía, como un contrato separado, el servicio de soporte, lo cual provocaba un grado de volatilidad en los ingresos ligado a la cantidad de licencias comercializadas en un periodo. También, cuando se trata de la tercerización de clientes, se cobra un adelanto antes del comienzo del trabajo, con el monto restante siendo cobrado al momento de la entrega final.

El desarrollo evolutivo ha permitido que ITTI adopte, para sus plataformas y productos más nuevos, el modelo de *software* como un servicio (*Saas*, por sus siglas en inglés) o suscripción, en el cual la compañía da acceso al producto a cambio de un monto mensual predefinido, permitiendo disminuir la volatilidad.

Los ingresos de la compañía hoy en día provienen de un mix de ambos sistemas de venta (en torno al 60% está asociado a *Saas*), aunque se espera que, dada la fusión con J. Fleischman, la participación relativa de los ingresos bajo el modelo *Saas* tienda a la baja en los próximos años.

## INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA TANTO EN INVERSIONES COMO EN RECURSOS HUMANOS

La industria de Tecnologías de la Información 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 más importantes 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, 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 periodos 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.

Asimismo, cabe destacar la exposición a nivel industria a cambios tecnológicos, lo que implica inversiones constantes para mantener actualizado el catálogo de productos y asegurar que cumplan con los estándares de calidad y funcionalidad exigidos por los clientes.

En los últimos años, se ha observado a nivel industria un aumento en la competencia por personal calificado, debido a la posibilidad de que este sea contratado de forma remota desde el extranjero. Por lo mismo, se espera un fuerte énfasis en inversiones destinadas a retener al personal en los próximos años, ofreciendo beneficios que vayan más allá de lo monetario.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

### AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se estima poco probable que se pueda producir una afectación de su entorno debido a sus operaciones.

A nivel corporativo, la compañía ha tomado iniciativas para promover un consumo eficiente de recursos, considerando elementos que contribuyan a esto en la remodelación de sus oficinas.

## 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 compañía y sus empleados.

Cabe destacar que, en 2023, ITTI se posicionó en el lugar 13 del ranking de "Great Place to Work" en Paraguay, en la categoría de más de 250 empleados.

## GOBIERNOS CORPORATIVOS

Al ser una empresa que participa en la bolsa de valores, ITTI mantiene las obligaciones de transparencia con el mercado estipuladas en la ley.

Por otro lado, el Directorio está compuesto por cinco integrantes, designados por los accionistas, donde los cargos están compuestos por un presidente, un vicepresidente y tres directores titulares. El nombramiento de los directores será por dos años, pudiendo ser reelectos indefinidamente.

## POSICIÓN FINANCIERA

SATISFACTORIA

**Aclaración:** ITTI 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.

Bajo la metodología de Feller Rate, la calificación de riesgo considera el análisis tanto de manera individual como consolidada.

## RESULTADOS Y MÁRGENES

Alto nivel de volatilidad en la generación de flujos y en los márgenes de la operación, ligado al modelo de negocios de la compañía

Dentro del período de análisis, se observa un alto grado de volatilidad tanto en los ingresos como en los márgenes de ITTI, el cual se explica por el modelo de negocios de la compañía. De esta forma, los años con más ingresos se deben, en general, a la venta puntual de licencias de alguno de los productos de la compañía, sin embargo, debido al alto costo de su implementación, esto no se reflejaba en una mejora del Ebitda y de los márgenes, mientras que los años de menores ingresos, la compañía se sustentaba en sus ingresos por servicios, lo cual conlleva un menor costo, permitiendo mayores márgenes operacionales.

Esta volatilidad, junto a la posibilidad de ampliar el mercado objetivo al cual apunta con sus productos, es lo que llevó a ITTI a comenzar el desarrollo de nuevos productos desde 2018 e incursionar en productos con un modelo Saas. Mi Negocio entró en operación en 2020 y Finera, en 2021, por lo que a la fecha todavía no provocan un cambio significativo en la composición de ingresos, aunque se espera que contribuyan en los próximos años a entregar mayor estabilidad a la generación de flujos.

Durante 2022, los resultados de la sociedad se vieron influenciados, de forma adicional, por la absorción entre ITTI (entidad absorbente) y J. Fleischman S.A. (entidad absorbida), aprobada con fecha 8 de junio de 2022. Por lo anterior, J. Fleischman se disolvió sin liquidarse e ITTI asumió como cesionaria universal de todos los derechos, obligaciones, acciones y garantías.

El nuevo capital social al momento de la fusión contempla la absorción de los resultados de las entidades correspondientes al periodo iniciado el 1 de enero de 2022 hasta la fecha de concreción del acuerdo.

Adicionalmente, se encuentran influenciados por la entrada en la propiedad de ITTI a IOIO S.A.E.C.A.

A marzo de 2023, los ingresos individuales de ITTI alcanzaron los Gs. 139.703 millones, evidenciando un incremento del 213,9% respecto de marzo de 2022. Lo anterior, explicado principalmente por la alta comercialización de licencias y los mayores ingresos provenientes de desarrollos solicitados por clientes y su respectiva implementación.

Adicionalmente, la evolución favorable considera los ingresos por suministros y servicios provenientes de J. Fleischman.

A igual periodo, la estructura de costos individual evidenció un crecimiento del 245,4%, cifra mayor a la variación de los ingresos. Esto, asociado a un aumento del 1.404,6% en los costos de venta, producto de la venta de licencias, productos y repuestos, y una contención en el un avance de los gastos de administración y ventas (32,3%).

En línea con lo anterior, pese a que la generación de Ebitda ajustado individual (incorpora resultado neto de empresas relacionadas) aumentó en un 128,7% respecto de marzo del año anterior, alcanzando los Gs. 32.255 millones, el margen Ebitda ajustado del periodo fue de un 23,1% (31,7% a marzo de 2022).

La volatilidad mencionada al inicio de esta sección se ve reflejada, además, en la capacidad de pago individual de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado de intereses (FCNOA) sobre deuda financiera). A marzo de 2023, el indicador fue del 70%, lo que se encuentra en línea con lo exhibido a diciembre de 2022 (69%), pero por debajo del promedio de los últimos siete años (102%).

Por su parte, al analizar las cifras bajo los estados contables consolidados (incorpora las actividades de Impresión, Distribución y Logística S.A. (IDL), Red Digital S.A., Red de Procesamiento S.A., IOIO S.A.E.C.A. y



Mowi S.A.) se observa, a marzo de 2023, un aumento del 323,3% en los ingresos consolidados, alcanzando los Gs. 193.173 millones.

A igual fecha, la generación de Ebitda consolidado ajustado (considera resultado neto de empresas relacionadas) alcanzó los Gs. 11.613 millones, con un margen Ebitda consolidado ajustado del 6%, lo que se encuentra por debajo de lo exhibido a igual periodo del año anterior (29,3%).

Feller Rate espera que los ingresos de los próximos años de la compañía mantengan una tendencia al alza de la mano de las recientes adquisiciones y los nuevos productos en desarrollo, con un margen Ebitda y una generación de flujos que deberían mostrar un mayor grado de estabilidad respecto de años recientes.

## ENDEUDAMIENTO Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA

Mayor nivel de deuda financiera producto del plan estratégico implementado en los últimos años

El plan estratégico de la compañía, con foco en el desarrollo de nuevos productos y adquisiciones, ha sido financiado con un mix de flujos de la operación y endeudamiento financiero. Respecto de esto último, a marzo de 2023, el *stock* de deuda financiera alcanzó los Gs. 167.415 millones, lo que si bien representa una disminución del 6% respecto de diciembre de 2022, se mantiene por sobre lo presentado en años anteriores, en línea con la nueva estructura de la entidad.

Al respecto, la compañía emitió durante 2021 las Series 1, 2, 3 y 4 del programa de bonos G1, por montos de Gs. 10.000 millones cada una. Asimismo, durante 2022, inscribió las Series 5, 6, 7, 8, 9 y 10, por montos de Gs. 10.000 millones, Gs. 20.000 millones, Gs. 10.000 millones, Gs. 10.000 millones, Gs. 5.000 millones y Gs. 10.000 millones, respectivamente. Con lo anterior, ITTI emitió la totalidad de los fondos posibles del programa antes mencionado.

En línea con lo informado en el respectivo prospecto de emisión, los fondos recaudados con las emisiones fueron utilizados en una parte importante (entre un 60% y un 70%) para la reestructuración de pasivos financieros, lo que le permitió a la sociedad seguir evidenciado una estructura de amortización concentrada principalmente en el mediano y largo plazo (80,4% a marzo de 2023).

Al primer trimestre de 2023, el *stock* de deuda financiera estaba asociado mayoritariamente a bonos corporativos (57,6%) y en menor medida a préstamos con instituciones financieras (42,4%). Respecto de esto último, los préstamos financieros con entidades relacionadas (Financiera UENO S.A.E.C.A.) representaban un 6,0% del total (16,5% de los préstamos con instituciones financieras).

A igual periodo, los pasivos financieros estaban denominados principalmente en guaraníes (71,2%) y en menor medida en dólares de los Estados Unidos (28,8%).

El mayor nivel de deuda financiera antes mencionada ha sido mitigado, en parte, por un fortalecimiento del capital patrimonial, lo que refleja los positivos resultados de la entidad y los aumentos de capital desde su controlador, Grupo Vásquez. A marzo de 2023, el *leverage* financiero alcanzó las 1,1 veces (1,3 veces a diciembre de 2022).

En cuanto a los indicadores de cobertura, estos han mostrado una evolución volátil, en función mayoritariamente de la capacidad de generación de Ebitda. En particular, a marzo de 2023, el índice de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,2 veces (1,4 veces a diciembre de 2022), mientras que la razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros alcanzó las 3,6 veces (3,8 veces al cierre de 2022).

En cuanto a los indicadores consolidados, a marzo de 2023, se observa un índice de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado de 2,2 veces. Por su parte, la cobertura sobre gastos financieros alcanzó las 1,3 veces, lo que se encuentra por debajo de lo presentado al cierre de 2022 (2,0 veces).

Feller Rate espera que el plan estratégico de la compañía, centrado en la comercialización de nuevos productos y la rentabilización de los ya existente, en conjunto con la absorción de J. Fleischman, le permitan mantener, a nivel individual y consolidado, una adecuada capacidad de generación de Ebitda, de manera de mantener de forma estructural indicadores crediticios en línea con la calificación de solvencia asignada.

## LIQUIDEZ: SATISFACTORIA

La liquidez individual de ITTI está calificada como "Satisfactoria", incorporando un nivel de efectivo y equivalente, a marzo de 2023, de Gs. 1.919 millones y una capacidad de generación de fondos de la operación

(FCNOA) que, considerando los últimos 12 meses, alcanzaba los Gs. 116.710 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 32.782 millones.

Por otro lado, la calificación considera el respaldo de su controlador, Grupo Vásquez, el cual quedó evidenciado en el proceso de aumento de capital del año 2021.

A lo anterior, se suma el actual plan de inversiones de la compañía, concentrado en el desarrollo de *software* y la implementación de este a nuevos clientes, aunque se agrega también la remodelación de las dependencias de ITTI como parte de su plan de atracción y retención de talento. Asimismo, se añade el pago de dividendos.

## NUEVOS PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS

---

Calificado en “BBB+py/Estables”

Actualmente, ITTI se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevos programas de bonos, cuyos fondos serán utilizados para refinanciamiento de pasivos financieros y para solventar el plan estratégico en curso.

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD1

El monto total del programa es de US\$ 8,0 millones, con plazos entre los 365 a 3.650 días (1 a 10 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de fondos estará restringido a capital operativo, lo que considerará intereses de préstamos, pagos a proveedores de bienes y servicios y/o la compra o importación de mercaderías.

Se prevé la posibilidad de rescate anticipado, de acuerdo con lo establecido en la Resolución N° 1.013/11 de la BVA. Así, el Directorio de ITTI tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los títulos de deuda emitidos en las series afectadas, teniendo en cuenta la situación financiera de la sociedad.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS G2

El monto total del programa es de Gs. 110.000 millones, con plazos entre los 365 a 3.650 días (1 a 10 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de fondos estará restringido entre un 60% y 70% a reestructuración de pasivos financieros y entre un 40% y 30% a capital operativo (intereses de préstamos, pagos a proveedores de bienes y servicios y/o compra o importación de mercaderías).

Se prevé la posibilidad de rescate anticipado, de acuerdo con lo establecido en la Resolución N° 1.013/11 de la BVA. Así, el Directorio de ITTI tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los títulos de deuda emitidos en las series afectadas, teniendo en cuenta la situación financiera de la sociedad.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

## RESUMEN FINANCIERO - INDIVIDUAL

Valores en miles de Gs.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar. 2023
Ingresos Operacionales	6.665.457	36.261.861	10.679.070	74.901.577	51.837.475	432.677.330	139.702.503
Ebitda <sup>(1)</sup>	1.837.644	5.755.756	4.923.345	13.064.510	36.067.939	121.672.323	32.254.841
Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup>	1.837.644	5.755.756	4.923.345	13.064.510	36.067.939	122.210.902	32.254.841
Resultado Operacional	877.360	2.200.751	1.121.983	9.312.158	31.012.065	98.100.022	26.304.910
Ingresos Financieros							
Gastos Financieros	-399.161	-128.166	-365.791	-1.872.690	-6.892.092	-32.324.687	-10.364.042
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	373.754	1.796.674	353.258	7.260.855	22.054.227	45.453.950	10.933.513
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	24.818.597	-20.094.643	2.439.126	18.156.136	23.249.565	122.669.571	20.261.688
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(3)</sup>	24.818.597	-20.094.643	2.439.126	18.156.136	23.249.565	122.669.571	20.261.688
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(4)</sup>	24.818.597	-20.432.765	1.291.256	14.540.936	23.249.565	114.415.237	18.764.607
Inversiones en Activos Fijos Netas	-29.955.708	18.359.846	-9.774.260	-15.599.049	-56.115.276	-11.051.456	-7.457.870
Inversiones en Acciones							
Flujo de Caja Libre Operacional	-5.137.111	-2.072.919	-8.483.005	-1.058.113	-32.865.712	103.363.781	11.306.737
Dividendos Pagados						-4.004.177	
Flujo de Caja Disponible	-5.137.111	-2.072.919	-8.483.005	-1.058.113	-32.865.712	99.359.604	11.306.737
Movimiento en Empresas Relacionadas							
Otros Movimientos de Inversiones					-111.780.030	-108.787.955	3.272.746
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-5.137.111	-2.072.919	-8.483.005	-1.058.113	-144.645.742	-9.428.351	14.579.483
Variación de Capital Patrimonial					35.000.000	1.788.443	
Variación de Deudas Financieras	4.691.032	538.950	9.139.782	2.616.473	108.224.177	17.012.800	-19.530.484
Otros Movimientos de Financiamiento	525.755	1.490.947	-167.594	-79.175	384.724	-3.945.515	480.689
Financiamiento con Empresas Relacionadas							
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	79.675	-43.022	489.183	1.479.186	-1.036.840	5.427.376	-4.470.312
Caja Inicial	8.999	88.674	30.558	519.741	1.998.927	962.087	6.389.463
Caja Final	88.674	45.652	519.741	1.998.927	962.087	6.389.463	1.919.151
Caja y Equivalentes	88.674	45.652	519.741	1.998.927	962.087	6.389.463	1.918.912
Cuentas por Cobrar Clientes	4.147.527	2.691.631	5.460.223	1.143.849	12.640.035	27.325.927	59.336.233
Inventario	73.921	73.921	94.492	6.293.853	75.325	96.016.187	94.879.008
Deuda Financiera <sup>(5)</sup>	10.114.029	10.652.978	19.777.666	22.394.139	117.265.760	178.082.331	167.415.462
Deuda Financiera Ajustada <sup>(6)</sup>	14.779.258	10.652.978	19.777.666	22.394.139	117.265.760	178.082.331	167.415.462
Activos Totales	54.652.120	31.318.887	41.144.739	63.021.637	238.459.650	435.524.475	458.370.670
Pasivos Totales	37.258.116	12.066.546	21.456.397	25.539.878	155.012.664	294.822.033	306.734.713
Patrimonio + Interés Minoritario	17.394.003	19.252.341	19.688.342	37.481.759	83.446.987	140.702.444	151.635.957

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Incorpora resultado neto de empresas relacionadas.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de dividendos pagados.

(4) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

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

(6) Considera préstamos de accionistas.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS - INDIVIDUAL

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar. 2023
Margen Bruto (%)	94,8%	32,3%	96,7%	21,8%	90,0%	46,0%	45,1%
Margen Operacional (%)	13,2%	6,1%	10,5%	12,4%	59,8%	22,7%	18,8%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	27,6%	15,9%	46,1%	17,4%	69,6%	28,1%	23,1%
Margen Ebitda Ajustado (%) <sup>(1)(2)</sup>	27,6%	15,9%	46,1%	17,4%	69,6%	28,2%	23,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	2,1%	9,3%	1,8%	19,4%	26,4%	32,3%	32,9%
Costo/Ventas	5,2%	67,7%	3,3%	78,2%	10,0%	54,0%	54,9%
Gav/Ventas	81,6%	26,2%	86,2%	9,4%	30,2%	23,3%	26,3%
Días de Cobro	224,0	26,7	184,1	5,5	87,8	22,7	40,5
Días de Pago	28.209,4	18,4	1.514,7	12,3	400,6	116,7	93,7
Días de Inventario	76,8	1,1	97,4	38,7	5,2	147,9	111,9
Endeudamiento Total	2,1	0,6	1,1	0,7	1,9	2,1	2,0
Endeudamiento Financiero	0,6	0,6	1,0	0,6	1,4	1,3	1,1
Endeudamiento Financiero Neto	0,6	0,6	1,0	0,5	1,4	1,2	1,1
Endeudamiento Financiero Ajustado <sup>(3)</sup>	0,8	0,6	1,0	0,6	1,4	1,3	1,1
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(3)</sup>	0,8	0,6	1,0	0,5	1,4	1,2	1,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1)(4)</sup>	5,5	1,9	4,0	1,7	3,3	1,5	1,2
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)(4)</sup>	8,0	1,9	4,0	1,7	3,3	1,5	1,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1)(4)</sup>	5,5	1,8	3,9	1,6	3,2	1,4	1,2
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)(4)</sup>	8,0	1,8	3,9	1,6	3,2	1,4	1,2
Ebitda / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)</sup>	4,6	44,9	13,5	7,0	5,2	3,8	3,6
Ebitda Aj. / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)(2)</sup>	4,6	44,9	13,5	7,0	5,2	3,8	3,6
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(4)(5)</sup>	245,4%	-188,6%	12,3%	81,1%	19,8%	68,9%	69,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(4)(5)</sup>	247,6%	-189,4%	12,7%	89,0%	20,0%	71,4%	70,5%
Liquidez Corriente (vc)	0,1	0,6	0,9	6,0	2,2	1,4	1,4

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Incorpora resultado neto de empresas relacionadas.

(3) Considera préstamos de accionistas.

(4) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(5) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de dividendos pagados.



## RESUMEN FINANCIERO - CONSOLIDADO

Valores en miles de Gs.

	2021	2022	Mar. 2023
Ingresos Operacionales	51.864.239	437.097.801	193.172.937
Ebitda <sup>(1)</sup>	34.961.908	106.080.226	11.613.432
Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup>	34.961.908	106.618.805	11.613.432
Resultado Operacional	29.906.033	101.024.352	11.613.432
Ingresos Financieros			22.911.843
Gastos Financieros	-6.910.701	-54.330.186	-28.804.561
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	20.929.892	45.549.121	12.575.366
Caja y Equivalentes	1.365.139	12.646.422	7.333.238
Cuentas por Cobrar Clientes	12.744.022	33.661.025	260.294.630
Inventario	75.325	98.289.043	98.908.138
Deuda Financiera <sup>(5)</sup>	118.721.790	178.081.475	233.765.403
Activos Totales	240.905.617	456.612.853	695.316.082
Pasivos Totales	158.382.965	298.782.779	424.580.142
Patrimonio + Interés Minoritario	82.522.651	157.830.075	270.735.940

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Incorpora resultado neto de empresas relacionadas.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de dividendos pagados.

(4) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

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

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS - CONSOLIDADO**

	2021	2022	Mar. 2023
Margen Bruto (%)	90,0%	46,0%	34,4%
Margen Operacional (%)	57,7%	23,1%	6,0%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	67,4%	24,3%	6,0%
Margen Ebitda Ajustado (%) <sup>(1)(2)</sup>	67,4%	24,4%	6,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	25,4%	28,9%	19,4%
Costo/Ventas	10,0%	54,0%	65,6%
Gav/Ventas	32,3%	22,9%	28,4%
Días de Cobro	88,5	27,7	160,3
Días de Pago	520,2	113,7	58,1
Días de Inventario	5,2	150,0	99,6
Endeudamiento Total	1,9	1,9	1,6
Endeudamiento Financiero	1,4	1,1	0,9
Endeudamiento Financiero Neto	1,4	1,0	0,8
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1)(3)</sup>	3,4	1,7	2,2
Deuda Financiera / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)</sup>	3,4	1,7	2,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1)(3)</sup>	3,4	1,6	2,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)</sup>	3,4	1,6	2,2
Ebitda / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)</sup>	5,1	2,0	1,3
Ebitda Aj. / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)(2)</sup>	5,1	2,0	1,3
Liquidez Corriente (vc)	1,9	1,5	1,7

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Incorpora resultado neto de empresas relacionadas.

(3) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

**LOS INSTRUMENTOS**

<b>EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS</b>	<b>Programa G1</b>	<b>Programa G2</b>
Valor total de la emisión	105.000 millones de guaraníes	110.000 millones de guaraníes
Fecha de registro	12.01.2016	-
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

<b>EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS</b>	<b>Programa USD1</b>
Valor total de la emisión	8 millones de dólares
Fecha de registro	-
Covenants	No contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

<b>EMISIONES DE BONOS VIGENTES</b>	<b>Serie 1</b>	<b>Serie 2</b>	<b>Serie 3</b>	<b>Serie 4</b>
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1	G1
Monto de la emisión	10.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes
Plazo	1.823 días	2.550 días	3.646 días	3.648 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,0%	11,5%	12,25%	11,0%
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

<b>EMISIONES DE BONOS VIGENTES</b>	<b>Serie 5</b>	<b>Serie 6</b>	<b>Serie 7</b>	<b>Serie 8</b>
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1	G1
Monto de la emisión	10.000 millones de guaraníes	20.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes
Plazo	1.816 días	1.820 días	2.184 días	1.093
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,2%	12% anual	13% anual	11% anual
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

<b>EMISIONES DE BONOS VIGENTES</b>	<b>Serie 9</b>	<b>Serie 10</b>
Al amparo de la emisión	G1	G1
Monto de la emisión	5.000 millones de guaraníes	10.000 millones de guaraníes
Plazo	1.821 días	2.549 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	12,25% anual	13,25% anual
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

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

Fecha de calificación: 31 de mayo de 2023.

Tipo de reporte: Revisión anual y nuevo instrumento.

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. Brasilia 236 c/José Berges, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 200633 // Fax: (595) 21 200633 // Email: [info@feller-rate.com.py](mailto:info@feller-rate.com.py)

Entidad	Calificación Local	
ITTIS.A.E.C.A.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G1 y G2	BBB+py
	Bonos USD1	BBB+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

BBB: Instrumentos 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. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <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 9:30 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