

Ago. 2024

Solvencia	A-py
Tendencia	Estable

* Detalle de calificaciones en Anexo

NUEVO INSTRUMENTO

Programa de bonos	A-py
-------------------	------

INDICADORES RELEVANTES

	2022	2023	Jun. 24 ^(*)
Ingresos ordinarios	16.935	209.630	120.946
EBITDA	5.549	62.381	33.801
Deuda Financiera	70.451	157.529	163.875
Margen Ebitda	32,8%	29,8%	27,9%
Endeudamiento total	1,0	1,3	0,8
Endeudamiento financiero	0,5	0,7	0,7
Ebitda / Gastos Financieros	31,0	4,7	4,1
Deuda Financiera / Ebitda	12,7	2,5	2,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda	12,5	2,2	2,3
FCNOA/ Deuda Financiera	-22,8%	18,2%	-16,3%

(*) Cifras con anualización simple donde corresponda

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Sensibilidad a los ciclos económicos					
Marco regulatorio genera beneficios para las compañías del sector					
Exposición a la volatilidad del precio de los insumos (maíz)					
Comportamiento commodity de su principal producto (etanol)					
Intensiva en capital de trabajo					
Manejo de inventario con altas necesidades de financiamiento					
Diversificación de clientes					
Industria competitiva e intensiva en inversión					
Diversificación de ingresos por producto					
Posición de mercado					

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Thyare Garín
thyare.garin@feller-rate.com

FUNDAMENTOS

La calificación "A-py" asignada a la solvencia de Enersur S.A. (Enersur) refleja un perfil de negocio calificado como "Adecuado" y una posición financiera calificada como "Satisfactoria".

Enersur se dedica principalmente a la producción y comercialización de etanol y, en menor medida, de DDGS o burlanda. La capacidad de producción actual de la compañía es de 50 millones de litros de etanol y 37 millones de kilos de burlanda, además de 6 millones de litros de biodiesel.

A diciembre de 2023, la compañía alcanzó ingresos por Gs. 209.630 millones y un Ebitda de Gs. 62.381 millones, lo que resultó en un margen Ebitda de 29,8%. Por su parte, a junio de 2024, los ingresos se situaron en los Gs. 120.946 millones, una generación Ebitda por Gs. 33.801 millones, alcanzando un margen Ebitda de 27,9%.

Hacia adelante, en base a las proyecciones del precio del maíz publicado por el BCP y contemplando el aumento de capacidad y mejoras en eficiencia incorporadas por la empresa, se espera que Enersur presente una generación operacional creciente, y que exhiba márgenes Ebitda en torno al 20%-25% acorde con la industria en la que participa.

Asimismo, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) al cierre de 2023 fue de Gs. 28.727 millones y al segundo trimestre de 2024 se encontraba en niveles deficitarios, lo que se explica por la estacionalidad en la recaudación de flujos. Al respecto, a medida que la entidad rentabilice sus inversiones, se estima que el FCNOA debiera presentar valores positivos, y exhibir una capacidad de pago medida a través del índice de FCNOA sobre deuda financiera acorde con su categoría de riesgo.

Al segundo trimestre de 2024, los pasivos financieros de la compañía alcanzaron los Gs. 163.875, compuesto en su totalidad por préstamos bancarios, estructurado en un 20,0% en el corto plazo, asociado a capital de trabajo, y un 80,0% en deuda de largo plazo, la cual corresponde al financiamiento de la reciente expansión de la planta. Considerando una anualización simple de los flujos, a junio de 2024, la empresa presenta indicadores de cobertura con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda de 2,3 veces.

Actualmente, Enersur se encuentra en proceso de emisión de un programa de bonos por un monto de Gs. 145.000 millones, cuyos fondos serán destinados a capital operativo. Considerando este nuevo stock de deuda, la entidad presentará un mayor indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda cercano a las 5,0 veces.

En febrero de 2023 y en abril de 2024, la compañía registró aumentos de capital por Gs. 4.000 millones y Gs. 38.913 millones, respectivamente, generando un crecimiento en su base patrimonial. Así, el *leverage* financiero se mantuvo en las 0,7 veces tanto al cierre de 2023 como a junio de 2024. Con la nueva emisión se estima que el nivel de endeudamiento se sitúe en torno a las 1,5 veces.

A junio de 2024, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada como "Satisfactoria" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja por Gs. 6.009 millones y un FCNOA deficitario, en comparación con vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs. 32.822 millones, asociados a capital de trabajo.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Contempla que la compañía presentará indicadores de endeudamiento más presionados en los próximos periodos, asociado al proceso de emisión del programa de bonos, no obstante, con la rentabilización de sus recientes inversiones en eficiencias y en mayor capacidad instalada, se espera que Enersur

presente un incremento en la generación operacional, manteniendo su actual categoría de riesgo.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría gatillar en el corto plazo ante una estrategia de financiamiento más agresiva o a raíz de un deterioro estructural de las condiciones de mercado que pudiera presionar los principales indicadores crediticios de la compañía.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo ante la reciente calificación asignada.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Operación concentrada en un monoactivo.
- Marco regulatorio genera beneficios para las compañías del sector.
- Exposición a la volatilidad de los precios del maíz y del etanol dado su comportamiento *commodity*.
- Amplias fuentes de abastecimiento de materia prima e insumos.
- Baja diversificación de líneas de negocios.
- Cartera de clientes adecuada, con relaciones comerciales desde el inicio de su operación, no obstante, la compañía solo posee un contrato estructurado en el mediano plazo.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIO

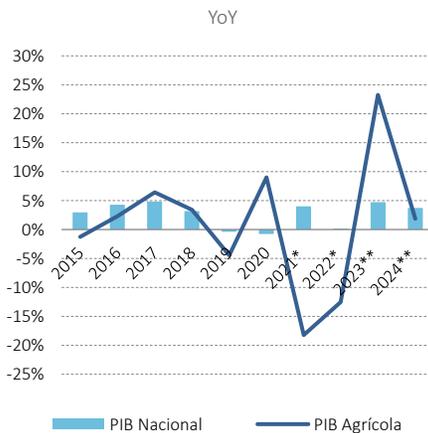
- Margen Ebitda acorde con la industria, sin embargo, la compañía muestra un acotado horizonte de evaluación.
- Generación de flujos operacionales esperados se basan en los buenos fundamentos de la demanda.
- Mayor nivel de endeudamiento y de indicador de cobertura esperado asociado a próxima emisión de bonos.
- Posición de liquidez "Satisfactoria".

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Enersur S.A. es filial de LT S.A., la que mantiene el 99,28% de su capital accionario.

LT S.A. es una compañía que ofrece servicios de construcción y transporte dentro de Paraguay, participando en grandes obras de infraestructura principalmente para proyectos de infraestructura.

EVOLUCIÓN PIB PARAGUAY



(*) Cifras preliminares sujetas a revisión.

(**) Proyecciones.

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por el Banco Central del Paraguay.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

Enersur S.A. (Enersur) fue constituida el 30 de diciembre de 2021, iniciando sus operaciones el 27 de enero de 2022.

La compañía se dedica principalmente a la producción y comercialización de etanol y, en menor medida, de DDGS o burlanda como alimentos para animales.

BUEN DINAMISMO EN LOS NIVELES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LOS ÚLTIMOS PERIODOS

Según cifras preliminares publicadas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2024, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), durante 2023 la actividad nacional evidenció un crecimiento del 4,7% respecto del año anterior. Ello, considera una evolución favorable tanto en el sector primario como en el secundario y de servicios, con una mayor aportación al crecimiento de las industrias de agricultura, electricidad y agua, manufactura y comercio, las que presentaron avances anuales del 23,3%, 16%, 3,1% y 4,4%, respectivamente.

La misma institución prevé para el año 2024 una expansión de la actividad nacional del 3,8% anual, misma cifra proyectada en el informe anterior, aunque con ciertas recomposiciones internas. Al respecto, la estimación del crecimiento del sector de electricidad y agua se revisó a la baja, dadas las condiciones climáticas adversas que afectaron el caudal hídrico del Río Paraná, mientras que la proyección para la actividad de agricultura se mantuvo constante (1,8% anual).

Al excluir la producción agrícola y de binacionales, el PIB evidenció un ajuste al alza, desde un 4,0% del informe de marzo de 2024 hasta un 4,5%. Ello, se explica principalmente por el desempeño esperado del sector terciario, impulsado por las perspectivas del comercio y los otros servicios (en particular la intermediación financiera, los servicios a los hogares y los servicios a las empresas).

Por el lado del gasto, se estima un mayor dinamismo en la demanda interna, lo que estaría asociado a un mayor consumo privado y de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, las proyecciones de inflación para igual periodo se sitúan en torno a la meta.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando relevantes fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran las tensiones geopolíticas (sobre todo en Medio Oriente) y la posibilidad de una desaceleración del crecimiento de China mayor a la esperada, entre otras.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática.

Ante lo anterior, Feller Rate se mantendrá monitoreando el nivel de actividad de la compañía y su efecto sobre el perfil de negocios y la posición financiera de la entidad.

ADECUADO EQUIPAMIENTO PARA EJECUTAR SU PROCESO PRODUCTIVO CONCENTRADO EN UN MONOACTIVO

El mix de producción de la entidad se compone principalmente de alcohol anhidro (99,5° GL) y alcohol carburante (96° GL). En menor proporción la entidad produce DDGS o burlanda como coproducto del procesamiento del maíz.

PRECIO MAÍZ CHICAGO

USD/Ton



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por el Banco Central del Paraguay.

Para llevar a cabo su proceso productivo, Enersur cuenta con un complejo industrial, ubicado en el distrito de Francisco Caballero Álvarez, departamento de Canindeyú, Paraguay. Dentro de este, la planta opera entre 300 a 330 días al año y posee una capacidad de producción anual aproximada de 50 millones de litros de etanol y de 37 millones de kilos de burlanda.

Lo anterior, sigue la proporción de que, por cada tonelada de maíz procesado, se producen 400 litros de etanol y, a su vez, por cada litro de etanol producido, se obtienen 750 gramos de DDGS.

En el mismo complejo industrial, Enersur posee un adecuado equipamiento inherente a la producción y almacenamiento de etanol, tal como caldera de producción de vapor alimentada con biomasa, dornas de fermentación, molinos de maíz, trituradora de caña de azúcar, depósitos para productos terminados, equipamiento de laboratorio y secador de burlanda.

En cuanto a logística para la comercialización de sus productos, Enersur posee contrato con su matriz, LT, para el servicio de transporte.

PLAN DE INVERSIONES ENFOCADO EN INCREMENTAR LA CAPACIDAD PRODUCTIVA INSTALADA

A mediados de 2024 la compañía finalizó las primeras obras de expansión de su planta, la que permitió aumentar la capacidad productiva de etanol en 20 millones de litros al año, pasando desde los 30 millones de litros anuales hasta los 50 millones de litros anuales, lo que, en efecto, significa una producción de DDGS de 37 millones de kilos al año aproximadamente desde los 22 millones previo a la ampliación. Además, el proyecto incorporó la producción de 6 millones de litros de biodiesel.

La inversión para dicha ampliación se situó en los US\$ 10 millones, cuyo financiamiento se estructuró en un 50% *equity* y 50% deuda bancaria.

Cabe destacar que, en caso de que la compañía aloje un plan de inversiones de gran envergadura dentro de su estructura financiera, la calificación de riesgo de Enersur incorporará el riesgo de construcción del proyecto, asignando el menor *rating* crediticio entre la calificación *stand alone* de la sociedad y la del EPCista.

INDUSTRIA INTENSIVA EN CAPITAL DE TRABAJO

La principal materia prima de la compañía es el maíz, alcanzando una capacidad de procesamiento anual cercana a las 125.000 toneladas.

La compra de maíz se concentra mayoritariamente en el cuarto trimestre del año. Para el abastecimiento, la compañía posee contrato con ADM donde la tarifa se fija de forma anual, además de acuerdos con productores de maíz de la zona.

Cabe destacar que, según cifras publicadas por la Cámara Paraguaya de Exportadores y Comercializadores de Cereales y Oleaginosas (CADECO), las plantaciones de maíz en el Paraguay se han ido incrementando año tras año, situándose como el segundo cultivo más relevante luego de la soja, alcanzando a 2024 una producción de 3,2 millones de toneladas, la que posee incluso un mayor rendimiento por hectárea cosechada de 4.246 Kg/Ha (por sobre los 2.767 Kg/Ha de la soja al mismo periodo). Lo anterior, permite que la compañía posea amplias fuentes de abastecimiento a precios cada vez más competitivos.

Enersur posee un plan de desarrollo de cultivo de caña de azúcar propia en un terreno de 7.000 hectáreas, de manera de disminuir el riesgo de abastecimiento diversificando las fuentes de materia prima.

EXPOSICIÓN A VARIACIONES EN EL PRECIO DE SU PRINCIPAL INSUMO, ASÍ COMO TAMBIÉN DE SU PRINCIPAL PRODUCTO

Dentro de los principales factores que afectan los resultados de la compañía están las variaciones en los precios de su principal insumo, el maíz, dado que se mueven según las condiciones de mercado.

Entre los principales factores que han presionado al alza el precio del maíz a nivel internacional en los últimos periodos, se encuentran las repercusiones de la contingencia sanitaria como fue la crisis logística; el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, dado que entre ambos concentraban hasta 2021 el 20% del suministro mundial de maíz; y la sequía que afectó los rendimientos de los cultivos de maíz y otros granos en Estados Unidos, que es el principal productor de este cereal.

Por su parte, los precios de su principal producto, el etanol, se rigen bajo el comportamiento de la oferta y demanda interna de Paraguay, debido a que en base al Artículo N°3 de la Resolución N°2.162/99 se establece el régimen de licencia previa no automática de este biocombustible, generando un mercado protegido ante las restricciones a la importación y su producción en base a insumos proveniente del mercado local. A su vez, este también absorbe las variaciones del precio del maíz y de la caña de azúcar al ser los principales insumos para la producción de etanol.

Cabe mencionar que este precio comenzó a regularizarse durante 2023, no obstante, las expectativas del BCP es que se mantenga por sobre lo observado en el periodo prepandemia.

EXPOSICIÓN A CAMBIOS EN EL MARCO REGULATORIO

La industria de los biocombustibles se ve favorecida por la Ley de Fomento de Uso de Alcohol Absoluto y Alcohol Carburante (N° 5.444/2015) que, entre algunos decretos, libera de impuestos la importación de vehículos con motores Flex (habilitados para funcionar con mezcla de gasolina-etanol), además de liberar de la carga de Impuestos Selectivo de Consumo e IVA a los biocombustibles, y aprueba la Política Energética de la República de Paraguay que promueve el uso de fuentes de energías renovables generados dentro del territorio.

Adicionalmente, se rige por la Ley N° 2.748/2005 "De Fomento de los Biocombustibles" que se reglamenta a través del Decreto N° 10.703/2013, donde se establecen las proporciones de las mezclas obligatorias entre las naftas y el etanol. Así, bajo la Resolución N° 385/2018 se determinó para las naftas de 85 y 90 octanos un porcentaje de etanol anhidro mínimo de 24% del volumen, y como máximo del 27%. En tanto, para las naftas de 95 octanos, el porcentaje de etanol mínimo es de 24% del volumen, y como máximo del 25%.

Al respecto, ante eventuales cambios a dicha normativa, Feller Rate se mantendrá monitoreando el posible impacto sobre los resultados y flujos de la entidad que gatillen cambios en su perfil de negocios y posición financiera.

INVENTARIO CONCENTRADO PRINCIPALMENTE EN MATERIA PRIMA ASOCIADO AL MAÍZ

Enersur es una empresa que se encuentra en la fase inicial de su desarrollo comercial, sin embargo, se espera que, en base a los buenos fundamentos detrás de la demanda del biocombustible y a medida que la compañía rentabilice sus inversiones, aumenten los niveles de procesamiento y producción de etanol, y por ende el volumen del inventario.

Al respecto, se estima que, dentro del inventario, las existencias de maíz se concentren mayoritariamente en los meses de septiembre, octubre y noviembre. Además, la mantención de materia prima para procesamiento debería situarse en torno al 50% respecto al *stock* de inventario total.

OPERACIÓN CONCENTRADA EN UN CONTRATO COMERCIAL, CON ACTIVIDAD RESTANTE ASOCIADA A UN ADECUADO MIX DE CLIENTES AL SPOT

Enersur actualmente posee un relevante contrato de venta con Petrobras, importante empresa en la industria de distribución y comercialización de combustibles, a la que provee de 20 millones de litros de etanol anuales. Dicho contrato tiene vigencia hasta el año 2025 con posibilidad de renovación.

Asimismo, posee relaciones comerciales con grandes compañías de la industria de distribución de combustibles tales como Shell, Petromax, Puma Energy, Fuelpar, Integral y Copetrol. Dichas relaciones datan, en su mayoría, desde el inicio de la operación de Enersur, principalmente con acuerdos mensuales. Respecto a la producción remanente de Etanol, esta se transa en el mercado *spot*.

Los precios de venta de la compañía se encuentran indexados mayoritariamente a los costos de la materia prima, al dólar y, cierta parte, a los precios internacionales del etanol.

En cuanto a la modalidad de pago, las ventas de etanol se realizan en un plazo de entre 15 a 30 días, mientras que la venta de burlanda se extiende hasta los 40 días. A la fecha, la compañía no presenta morosidad, por lo que no cuentan con políticas de previsión de la cartera.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

— AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se puede producir la afectación del entorno donde se desarrolla el negocio producto de una falta de atención de sus obligaciones.

Entre algunas iniciativas medioambientales se encuentra la gestión de residuos, los cuales son reutilizados y eliminados de manera sustentable. Adicionalmente, la vinaza (residuo orgánico de la producción de etanol) se reutiliza en la etapa de cocción y el resto se utiliza como fertilizantes. Asimismo, dentro del proceso productivo la compañía utiliza biomasa para alimentar la caldera y en la producción de vapor.

— SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la compañía aplica la regulación laboral vigente de la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados.

Enersur se inclina por el abastecimiento de mano de obra, materia prima e insumos local, activando la economía interna y el comercio local de Paraguay, además de generar nuevos ingresos al municipio en el que opera y al país.

A su vez, la compañía emplea directamente a más de 100 personas e indirectamente genera un impacto a más de un millar de familias de la región.

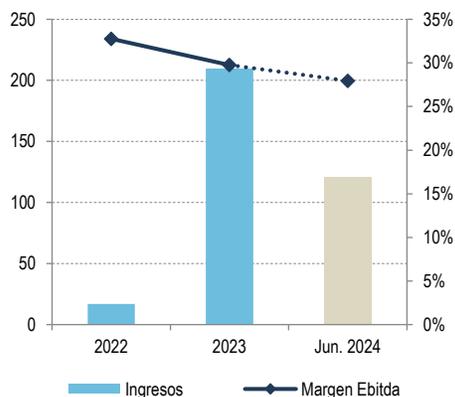
— GOBIERNOS CORPORATIVOS

La sociedad es administrada por un Directorio, el cual se compone por tres miembros y sesiona regularmente para definir los lineamientos de la estrategia del negocio.

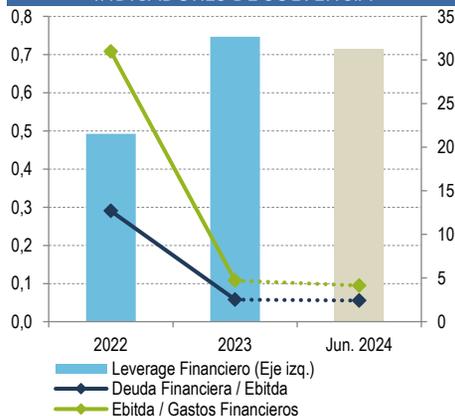
Omar Bustos es el presidente del Directorio y Graciela Adi posee el cargo de vicepresidente.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en miles de millones de Gs.

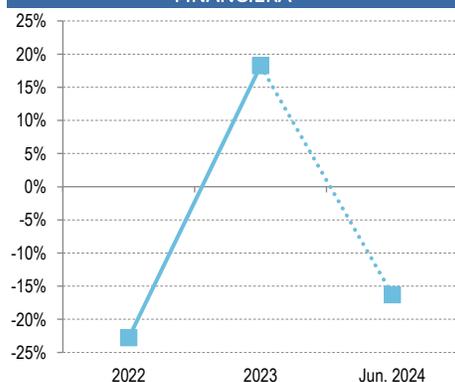


EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



(*) Cifras consideran una anualización simple

COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



(*) Cifras consideran una anualización simple

POSICIÓN FINANCIERA

Satisfactoria

Aclaración: La compañía se constituyó en el año 2021, presentando por primera vez Estados Financieros auditados que abarcan desde el 27 de enero hasta el cierre de 2022, registrando por primera vez transacciones a partir de octubre de dicho año.

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Márgenes relativamente estables asociado al calce entre ingresos y egresos operacionales

Enersur desarrolla su operación en la industria del biocombustible, la cual posee buenos fundamentos que soportan la demanda y exhibe un calce entre los precios de venta y los costos, lo cual, potencialmente, permitiría a la sociedad mantener márgenes relativamente estables a pesar de la inherente volatilidad en los ingresos y egresos operacionales dado el comportamiento *commodity* del etanol y su materia prima.

En particular, a diciembre de 2023, la compañía alcanzó ingresos por Gs. 209.630 millones y un Ebitda de Gs. 62.381 millones, lo que resultó en un margen Ebitda de 29,8%. Por su parte, a junio de 2024, los ingresos se situaron en los Gs. 120.946 millones, una generación Ebitda por Gs. 33.801 millones, alcanzando un margen Ebitda de 27,9%.

Hacia adelante, en base a las proyecciones del precio del maíz publicado por el BCP y contemplando el aumento de capacidad y mejoras en eficiencia incorporadas por la empresa, se espera que Enersur presente una generación operacional creciente, y que exhiba márgenes Ebitda en torno al 20%-25% acorde con la industria en la que participa.

Asimismo, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) al cierre de 2023 fue de Gs. 28.727 millones y al segundo trimestre de 2024 se encontraba en niveles deficitarios, lo que se explica por la estacionalidad en la recaudación de flujos. Al respecto, a medida que la entidad rentabilice sus inversiones, se estima que el FCNOA debiera presentar valores positivos, y exhibir una capacidad de pago medida a través del índice de FCNOA sobre deuda financiera acorde con su categoría de riesgo.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Mayor nivel de endeudamiento esperado en línea con el nuevo programa de emisión de bonos

Al segundo trimestre de 2024, los pasivos financieros de la compañía alcanzaron los Gs. 163.875, compuesto en su totalidad por préstamos bancarios, estructurado en un 20,0% en el corto plazo, asociado a capital de trabajo, y un 80,0% en deuda de largo plazo, la cual corresponde al financiamiento de la reciente expansión de la planta.

Considerando una anualización simple de la generación de flujos, a junio de 2024, la empresa presenta indicadores de cobertura con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda de 2,3 veces.

Actualmente, Enersur se encuentra en proceso de emisión de un programa de bonos por un monto de Gs. 145.000 millones, cuyos fondos serán destinados a capital operativo.

Considerando este nuevo stock de deuda, la entidad presentará un mayor indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda cercano a las 5,0 veces.

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2024, por Gs. 6.009 millones.
- Flujo de fondos operativos deficitarios.

PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.
- Reparto de dividendos en línea con lo informado por la compañía.

En febrero de 2023 y en abril de 2024, la compañía registró aumentos de capital por GS. 4.000 millones y Gs. 38.913 millones, respectivamente, generando un crecimiento en su base patrimonial. Así, el *leverage* financiero se mantuvo en las 0,7 veces tanto al cierre de 2023 como a junio de 2024. Con la nueva emisión se estima que el nivel de endeudamiento se sitúe en torno a las 1,5 veces.

Feller Rate se mantendrá monitoreando la evolución operacional de la compañía y la rentabilización de sus inversiones, y cómo impactan en sus indicadores crediticios, así como también en su calificación de riesgo.

LIQUIDEZ: SATISFACTORIA

A junio de 2024, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada como "Satisfactoria" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs. 6.009 millones y un FCNOA que se encuentra en niveles deficitarios, en comparación con vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs. 32.822 millones, asociados a capital de trabajo.

Entre otros factores, se contempla el buen acceso al mercado financiero de Enersur, evidenciado por la disponibilidad de líneas de crédito por aproximadamente US\$ 15 millones, y una emisión de programa de bonos por Gs. 145.000 para capital operativo.

Además, considera la determinación de los accionistas de la capitalización de aproximadamente el 90% de los dividendos repartidos.

NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS

Clasificado en “A-py/Estable”

Actualmente, Enersur se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa de emisión global de bonos, denominado PEG G1.

— PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS G1

El monto total del programa es de Gs. 145.000 millones, dividido en una cantidad series aún por definir con cortes mínimos de Gs. 1.000.000. Los plazos de vencimiento van entre los 365 y 3.650 días (1 y 10 años, respectivamente), con amortizaciones de capital y pago de intereses según se defina en el Complemento de Prospecto correspondiente a cada serie. A su vez, la tasa de interés será definida en el momento de la emisión de cada serie respectiva dentro del marco de este programa.

El uso de los fondos obtenidos será en un 100% para capital operativo.

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 Enersur tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates de los títulos de deuda emitidos en las series afectadas.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

El nuevo programa de bonos contará con los siguientes compromisos por parte de la Emisora:

- o Cumplimiento de compromisos financieros: el Emisor se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - Ratio Ebitda / Intereses mayor o igual a 0,5x.
 - Pasivo Total / PN menor o igual a 6,0x.

20 Ago. 2024

Solvencia	A-py
Tendencia	Estable

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2022 ^(*)	2023 ¹	Jun. 24
Ingresos Operacionales	16.935	209.630	120.946
Ebitda ⁽¹⁾	5.549	62.381	33.801
Resultado Operacional	5.549	57.846	30.352
Ingresos Financieros	107	1.535	933
Gastos Financieros	-179	-13.219	-8.165
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.089	38.913	17.828
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-16.054	28.727	-13.347
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	-16.054	28.727	-13.347
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-16.054	28.727	-13.347
Inversiones en Activos Fijos Netas	-53.492	-83.831	-1.199
Inversiones en Acciones			
Flujo de Caja Libre Operacional	-69.547	-55.104	-14.547
Dividendos Pagados		-89	
Flujo de Caja Disponible	-69.547	-55.193	-14.547
Movimiento en Empresas Relacionadas			
Otros Movimientos de Inversiones			
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-69.547	-55.193	-14.547
Variación de Capital Patrimonial	1.004		317
Variación de Deudas Financieras	70.451	76.499	-1.610
Otros Movimientos de Financiamiento	-695	-672	
Financiamiento con Empresas Relacionadas			
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	1.214	20.635	-15.840
Caja Inicial		1.214	21.849
Caja Final	1.214	21.849	6.009
Caja y Equivalentes	1.214	21.849	6.009
Cuentas por Cobrar Clientes	88.542	71.809	68.469
Inventario	5.707	79.223	35.518
Deuda Financiera	70.451	157.529	163.875
Activos Totales	289.012	491.046	421.979
Pasivos Totales	145.938	280.032	192.820
Patrimonio + Interés Minoritario	143.074	211.014	229.160

(*) Ejercicio 2022 contempla operación desde el mes de octubre a diciembre.

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

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2022 (*)	2023	Jun. 24 (**)
Margen Bruto (%)	53,2%	40,9%	44,8%
Margen Operacional (%)	32,8%	27,6%	25,1%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	32,8%	29,8%	27,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	2,9%	18,4%	15,6%
Costo/Ventas	46,8%	59,1%	55,2%
Gav/Ventas	20,5%	13,3%	19,7%
Días de Cobro	1.882,2	123,3	101,9
Días de Pago	411,2	261,2	56,5
Días de Inventario	259,4	230,0	95,7
Endeudamiento Total	1,0	1,3	0,8
Endeudamiento Financiero	0,5	0,7	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	0,6	0,7
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	12,7	2,5	2,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	12,5	2,2	2,3
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	31,0	4,7	4,1
FCNOA / Deuda Financiera (%)	-22,8%	18,2%	-16,3%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-23,2%	21,2%	-16,9%
Liquidez Corriente (vc)	1,3	1,2	2,0

(*) Ejercicio 2022 contempla operación desde el mes de octubre a diciembre.

(**) Cifras consideran anualización simple donde corresponda.

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

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

BONOS EN PROCESO DE INSCRIPCIÓN

Programa PEG 1

Valor total de la emisión	Gs. 145.000.000.000
Covenants	Ebitda/Intereses >= 0,5x Pasivo Total/PN <= 6,0x
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría 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.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A LAS CATEGORÍAS ANTES SEÑALADAS FELLER RATE AGREGARÁ EL SUFIJO "PY" PARA INDICAR QUE LA CALIFICACIÓN PERTENECE A LA ESCALA NACIONAL DE PARAGUAY. ADICIONALMENTE, PARA LAS CATEGORÍAS DE RIESGO ENTRE "AA" Y "B", LA CALIFICADORA UTILIZA LA NOMENCLATURA (+) Y (-) PARA OTORGAR UNA MAYOR GRADUACIÓN DE RIESGO RELATIVO.

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): 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.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

ACCIONES

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

TENDENCIA

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadoradora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

CREDITWATCH

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

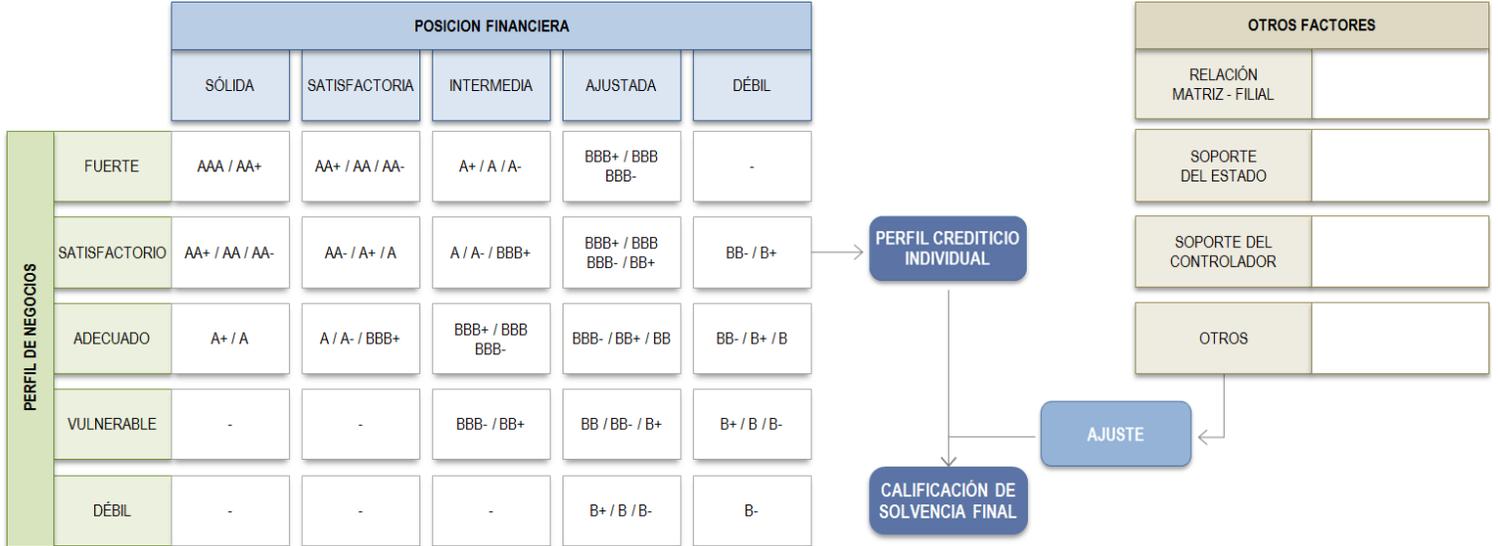
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



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

Fecha de calificación: 20 de agosto de 2024.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 30.06.2024.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Avenida Perú esq. España N° 505 - Asunción | Paraguay

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

Entidad	Calificación Local	
Enersur S.A.	Solvencia	A-py
	Bonos G1	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

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: 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. 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
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

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.

EDUARDO FERRETTI

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILILLO

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.

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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.