

# Enex Paraguay S.A.E.

## Factores relevantes de la calificación

**Fuerte vínculo con su accionista:** La calificación deriva de la calificación de su accionista final Quiñenco S.A. calificada en AA+(cl) por Fitch Ratings. Enex Paraguay S.A.E. es controlada por Enex Investments Paraguay S.A. que, mediante aportes de capital por aproximadamente USD 97 millones entre el 2022 y el 2024 ha permitido a la compañía refinanciar sus pasivos y mantener sus operaciones además de contar con un equipo directivo integrado con su controlante. En febrero de 2024, Enex Investments Paraguay S.A. adquirió el 100% del capital social de la compañía. En consecuencia, la calificación de Enex Paraguay S.A.E se iguala con la de su controlador final, Quiñenco S.A., a nivel local. FIX espera que el apoyo de su accionista siga materializándose hasta que la compañía pueda generar los fondos propios necesarios para soportar de manera autónoma las operaciones de la compañía.

**Marco regulatorio:** El sector de combustibles en Paraguay ha operado históricamente en un entorno competitivo, caracterizado por fluctuaciones en precios determinados por la oferta y la demanda. Este marco regulatorio se ha mantenido relativamente estable durante los últimos 20 años, fomentando la libre competencia y la participación de múltiples actores privados, sin que ninguno alcance una posición dominante en el mercado. Petropar, la empresa estatal de petróleo actúa como un referente para los precios de los combustibles en el país. Desde agosto de 2023, se han implementado diversas reducciones en los precios de los combustibles, lo que ha generado una presión significativa sobre los márgenes de ganancia y la participación de mercado de las demás compañías del sector. Adicionalmente, el Decreto 1.400/2024 ha suspendido por un periodo de cinco años las evaluaciones de impacto ambiental para la construcción de nuevas estaciones de servicio en zonas urbanas. De mantenerse la situación en los precios, los flujos operativos podrían verse presionados si no son acompañados con eficiencias en los costos que permitan mantener el margen.

**EBITDA y Flujo operativo negativo:** Si bien la compañía ha logrado mantener su cuota de mercado, la alta competencia derivada de la situación de precios ha presionado los márgenes de ENEX a un punto tal que, al cierre de septiembre de 2024 (nueve meses), tanto el EBITDA como el flujo de caja operativo (FCO) resultasen negativos por PYG 27.158 millones (USD 3,6 millones) y PYG 86.845 millones (USD 11,6 millones) respectivamente. Por otra parte, la caja y equivalentes a misma fecha ascendía a PYG 3.531 millones (USD 0,5 millones). De mantenerse las presiones sobre los márgenes, la compañía podría requerir nuevos aportes de capital y/o incrementos de deuda para solventar las actividades operativas.

**Disminución de deuda financiera:** En diciembre de 2023, ENEX tenía deuda financiera por PYG 500.599 millones (≈USD 69 millones). Luego del aporte de capital realizado por su accionista, la compañía redujo su stock de deuda a PYG 290.437 millones (≈USD 37 millones) a septiembre de 2024 mejorando su perfil de vencimientos. De todas formas, la compañía presenta EBITDA y flujo de caja operativo negativo con lo que las coberturas de intereses y deuda al momento no resultan adecuadas.

**Adecuación del plan de inversiones:** Para 2024, se estimaba la apertura de 2 nuevas estaciones de servicio las cuales serán inauguradas en diciembre. Enex finalizaría con 66 establecimientos (desde 73 del 2023) manteniendo misma cantidad en 2025. La compañía posee un plan de inversiones que prevé la construcción de 6 estaciones de servicio que estarían habilitadas a partir de 2026. Las nuevas estaciones que ya cuentan con la habilitación ambiental aprobada. A partir de 2026 sólo se contempla la realización de inversiones de mantenimiento sin apertura de nuevos establecimientos. En términos de volumen, para 2028 la compañía estima que el volumen comercializado alcance los 126.700 m<sup>3</sup>, lo que significa una reducción del 40% para dicho año en relación con el plan anterior.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	AAAPy
Programa de Emisión Global de Bonos G1 por PYG 50.000 millones*	pyAAA
Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por USD 45 millones*	pyAAA
*Ver Anexo III	
Tendencia	Estable

### Resumen Financiero

Enex Paraguay S.A.E.			
Consolidado	30/09/24	31/12/23	
(Gs. millones)	9 Meses	12 Meses	
Total Activos	1.132.040	1.281.865	
Deuda Financiera	290.437	500.599	
Ingresos	744.395	1.018.047	
EBITDA	-27.158	18.813	
EBITDA (%)	-3,6	1,8	
Deuda Total / EBITDA (x)	-8,0	26,6	
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-7,9	21,6	
EBITDA / Intereses (x)	-1,2	0,5	

### Criterios Relacionados

Manual de calificación de Entidades Corporativas no Financieras, de fecha marzo'20, registrado ante CNV Paraguay.

### Analistas

Analista Principal  
Leticia Inés Wiesztort  
Asociada  
[leticia.wiesztort@fixscr.com](mailto:leticia.wiesztort@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

Analista Secundario  
Lisandro Sabarino  
Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

## Sensibilidad de la Calificación

Una baja en la calificación podría derivarse de la ocurrencia de los siguientes hechos de forma individual o conjunta:

- Menor soporte de su accionista controlante que impacte negativamente en la situación y flexibilidad financiera de la compañía.
- Cambios en la calificación de su controlante que derive en un cambio de calificación en la sociedad local.

## Liquidez y Estructura de Capital

A septiembre de 2024, la deuda financiera de la empresa ascendió a PYG 290.437 millones (aproximadamente USD 37 millones), con un 16,3% con vencimiento en el corto plazo. La compañía mantiene una posición de liquidez ajustada, con caja y equivalentes por PYG 3.531 millones (USD 0,5 millones). La deuda financiera representa el 34% de la estructura de capital medido en términos contables.

Tras el aporte de capital del accionista por aproximadamente USD 47 millones en 2024, ENEX logró cancelar pasivos y reducir su deuda financiera, que al cierre de 2023 ascendía a USD 69 millones. Sin embargo, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados con relación al EBITDA y los flujos los cuales al 30 de septiembre resultaron negativos. FIX considera que, a pesar de su ajustada posición de liquidez, ENEX cuenta con buena flexibilidad financiera derivada del soporte de su accionista.

## Perfil del Negocio

ENEX Paraguay es una empresa distribuidora de combustible y lubricantes subsidiaria de Enex Investments Paraguay S.A. (controlada por Invexans S.A.), que pertenece al Grupo Quiñenco.

A noviembre de 2024 cuenta con una red de 66 estaciones de servicios (32 operadas por Enex y 34 por terceros) bajo distintos emblemas Enex (50), Gasur (10) y Otras (6) y 42 tiendas de conveniencia. En febrero de 2022, la empresa adquirió el 100% de las acciones de las empresas de GABANA S.A. y AVANTI S.A. operación a través de la cual sumó 18 estaciones con una inversión de USD 50 millones que le permitió incrementar el volumen comercializado y los ingresos en un 64% y 193% respectivamente.

### Escala de operaciones

A septiembre de 2024 (9 meses), el volumen total comercializado alcanzó los 67.271 m<sup>3</sup> estimando finalizar el año en aproximadamente 90.600 m<sup>3</sup> (92.409 m<sup>3</sup> en 2023 -2% interanual). FIX estima que a medida que avancen las inversiones, el volumen comercializado continúe aumentando hasta llegar a los 126.700 m<sup>3</sup> en 2028, lo que representa una disminución del 40% respecto a las proyecciones estimadas en el plan anterior.

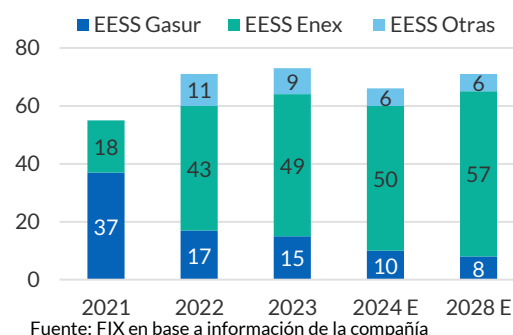
Los precios al público se determinan en base a un análisis de las áreas de influencia donde están ubicadas las estaciones de servicio, el posicionamiento de precio es igualar los precios de los actores dominantes del mercado, los precios de venta a los operadores se determinan en base a los contratos vigentes y al precio de venta a público sugerido, dejando al operador un margen promedio de un 8% sobre el precio de venta. Las condiciones de venta se determinan en cada contrato, en general se le entrega al operador crédito a 30 días.

El volumen de venta de combustibles a octubre de 2024 se compone de un 56% de naftas, 41% de diesel y 3% de otros (alcohol carburante y otros) no se esperan cambios significativos en el mix de ventas.

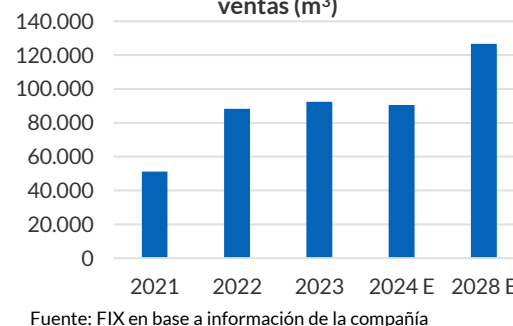
Con relación a los precios, durante 2023, el precio promedio (mix nafta y gasoil) estuvo en aproximadamente 1,38 USD/litro. Actualmente los precios promedios de ENEX se encuentran en el orden de los USD 0,9 a USD 1,2 por litro de gasoil y entre USD 0,8 y USD 1,1 por litro en naftas (dependiendo de la calidad). FIX estima que ENEX terminará el año 2025 con ventas por aproximadamente USD 115 millones con tendencia creciente para los próximos tres años (de cumplirse con el plan de inversiones) llegando a superar los USD 140 millones para 2027.

Las 42 tiendas de conveniencia con las que cerraría el 2024 generarían aproximadamente el 10% de los ingresos totales este porcentaje se reduciría levemente en los próximos años.

### Evolución estaciones de servicio



### Enex consolidado: Volumen de ventas (m<sup>3</sup>)



### Abastecimiento, almacenaje y transporte.

Las ventas son de retail no teniendo contratos mayoristas, el plazo promedio de las cuentas por cobrar es de 10 días.

La compañía cuenta con un contrato de almacenamiento en la terminal TLP SA en la ciudad de Villeta, a 40 km al sur de Asunción, sobre el río Paraguay, la capacidad de almacenaje es de hasta 11.000m<sup>3</sup>, la cual es complementada con 3 camiones propios. Este contrato tiene vencimiento en 2024 se está renovando y si no se utiliza no se paga. Adicionalmente, cuenta con contratos de suministro y planta con Monte Alegre y Fuelpar con vencimiento en marzo de 2025.

El plazo promedio de las cuentas por pagar es de 31 días y cuenta con líneas de crédito de USD 2 MM con Transfigura y Vitol respectivamente. En 2024, no se realizaron importaciones de combustibles, el mismo fue adquirido a Monte Alegre. La compañía mantiene un stock de 8/10 días para cubrir las necesidades de sus clientes.

Los costos de la compañía se componen principalmente de la compra de combustibles. Al 30 de septiembre de 2024, el 75% de las cuentas por pagar corresponden a deuda con Monte Alegre.

### Inversiones

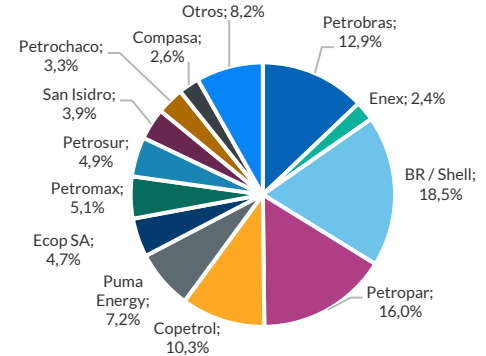
La compañía ha tenido su pico de inversiones en el 2022 cuando se incorporaron 25 EESS al Emblema (crecimiento neto 17 EESS de 2021 a 2022). La compañía finalizaría el año con 66 estaciones de servicio. Para el 2025, la compañía trabaja sobre un plan de crecimiento para sumar 6 establecimientos que comenzarían a operar a partir de 2026. Las mismas ya cuentan con su habilitación ambiental aprobada. La inversión requerida (a realizar en 2025) es por USD 5,4 millones que, sumadas las inversiones de mantenimiento, totalizarían USD 5,6 millones. Las inversiones serían financiadas por deuda incremental y/o aportes de capital. A partir de 2026 sólo se proyectan inversiones de mantenimiento sin contemplar la apertura de nuevos establecimientos.

### Posición competitiva

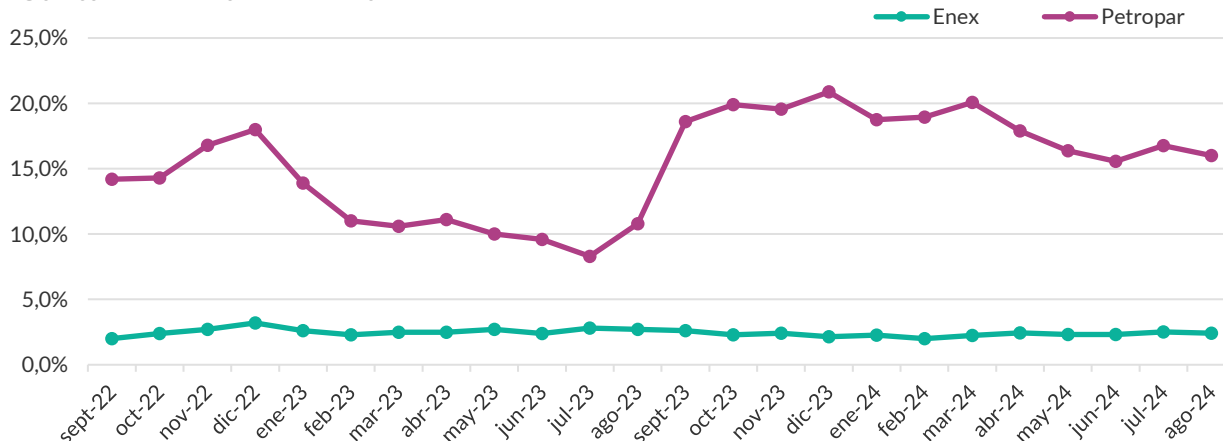
El mercado de comercialización de combustibles en Paraguay es muy competitivo, y ningún jugador tiene una posición dominante. Desde agosto de 2023, la empresa estatal (uno de los principales competidores del mercado), ejerció gran presión en los precios de los combustibles, lo generó un deterioro en los márgenes de la industria. Según datos del MIC, al mes de agosto de 2024, Enx ocupaba el 12º lugar en el mercado de combustibles de Paraguay. Pese a la mayor competencia en términos de precios, la compañía ha logrado mantener su cuota de mercado en un promedio del 2,3% (con pico de 2,6% y mínimo de 2% dentro del año móvil).

La estrategia se orienta a ofrecer una experiencia de compra diferencial a través de sus tiendas y nuevos desarrollos como la App MiEnx, la cual al cierre de 2023 contaba con 27.724 usuarios generando más de USD 1 millón en ventas.

**Cuota de mercado por emblema**  
Ago.24



### Cuota de mercado - Evolución



Fuente: MIC

## Administración y calidad de los accionistas

Enex Investments Paraguay S.A. es propietaria del 100% del capital accionario de Enex Paraguay SAE. A su vez, Enex Investments Paraguay S.A. es controlada por Invexans S.A., que pertenece al Grupo Quiñenco (Quiñenco S.A.), calificado por Fitch Ratings con AA+(cl).

La gestión de la compañía está centralizada a través de su subsidiaria Enex S.A., que opera en Chile como licenciataria de la marca Shell, administrando aproximadamente 450 estaciones de servicio y más de 210 tiendas de conveniencia bajo la marca "Upa!". El know-how adquirido por el grupo en Chile, junto con las sinergias establecidas con proveedores estratégicos como Trafigura y otros socios clave, representan ventajas comparativas significativas para la operación.

## Riesgos del sector

El marco regulatorio del sector de combustibles en Paraguay está establecido desde hace más de 20 años a través del Decreto 10.911 del año 2000. Este marco permite a los privados participar en actividades de importación, distribución y comercialización de combustibles, promoviendo la libre competencia en un mercado altamente competitivo, donde no existe un jugador con posición dominante. Esto contrasta, por ejemplo, con la situación de Uruguay, donde ANCAP mantiene el monopolio de la importación.

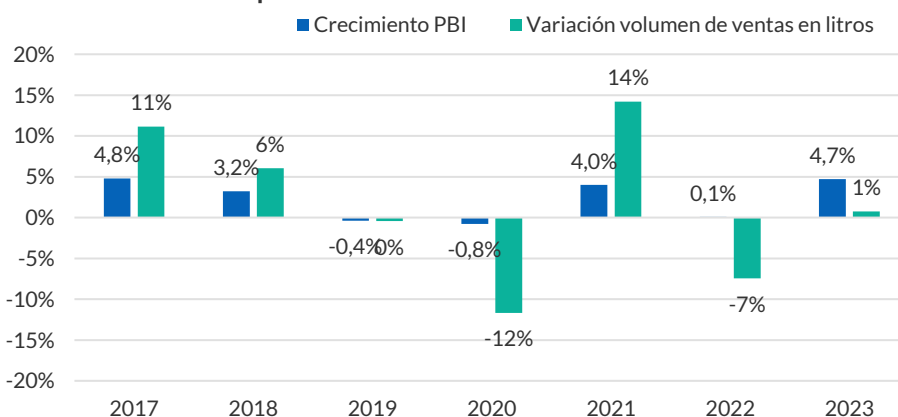
Dado que Paraguay no produce ni refina derivados del petróleo, el país depende de las fluctuaciones de los precios internacionales. En 2024, los precios de los productos refinados han mostrado, en promedio, niveles más bajos y menor volatilidad que en 2023.

Desde agosto de 2023, Petropar (compañía controlada por el gobierno de Paraguay) ha implementado una política de reducción de precios que, de continuar, podría ejercer presión sobre los márgenes de las empresas competidoras en el sector. Esta situación se vio compensada por una recuperación de la demanda en las zonas fronterizas de Paraguay debido a las medidas implementadas en Argentina a finales de 2023, relacionadas con el control de precios de los combustibles y menores precios internacionales del crudo respecto al 2023.

En 2024, el Ministerio de ambiente y desarrollo sostenible publicó el Decreto N° 1400/2024 a través del cual se establecen medidas administrativas temporales que afectan la construcción, operación y gestión de estaciones de servicio en el país. Este decreto, suspende por un periodo de cinco años la evaluación de impacto ambiental requerida para la construcción de nuevas estaciones de servicio en zonas urbanas. La medida tiene como objetivo controlar el crecimiento desmedido de estaciones. Paraguay cuenta con aproximadamente una estación por cada 3.000 habitantes.

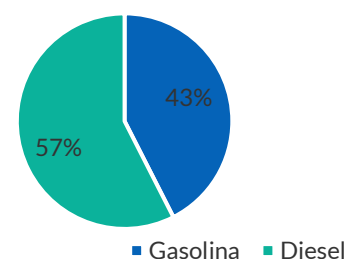
El volumen de venta de combustibles está fuertemente correlacionado con la evolución de la actividad económica. El año 2023, cerró con un crecimiento del PBI en torno al 4,7% acompañado por un crecimiento del volumen de ventas en litros del 1%. Según datos del banco mundial, se espera que, en 2025, el PBI se incremente en un 3,9% impulsado por un rendimiento favorable en sectores clave como manufactura, servicios y construcción compensado por menores expectativas en el sector energético ante condiciones climáticas desfavorables, que han impactado la producción de electricidad y agua en el país.

### Comparativo PBI Vs venta de combustibles



Fuente: MIC

### Paraguay: Consumo por tipo de combustible (2023)



Fuente: MIC

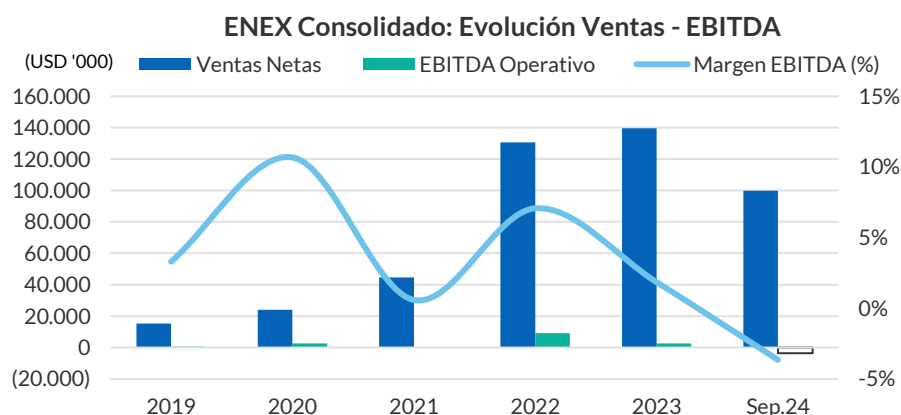
## Factores de Riesgo de la compañía

- **Alta exposición a la volatilidad del precio internacional del crudo:** La compañía está significativamente expuesta a las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo, lo que puede afectar su rentabilidad.
- **Impacto de nuevas regulaciones en el sector:** La implementación de nuevas regulaciones en el sector podría tener repercusiones en la rentabilidad y en la generación de flujo de caja de la compañía.
- **Influencia de los precios de otros competidores:** Los precios de combustibles en el mercado de Paraguay siguen la tendencia de los precios impuestos por Petropar. La baja en los precios de esta compañía podría generar presiones sobre los márgenes y volúmenes comercializados por Petromax.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Enex ha mostrado un comportamiento cíclico en relación con su rendimiento en términos de EBITDA. Para los 9 meses finalizados a septiembre 2024, las ventas ascendieron a PYG 744.395 millones (≈USD 100 millones) generaron EBITDA negativo por PYG 27.158 millones (USD 3,6 millones). FIX espera para 2024 un EBITDA neutral o levemente negativo con tendencia creciente a partir de 2025, considerando la normalización en la situación de precios en el mercado con un margen del 3% en el período 2025 a 2028.



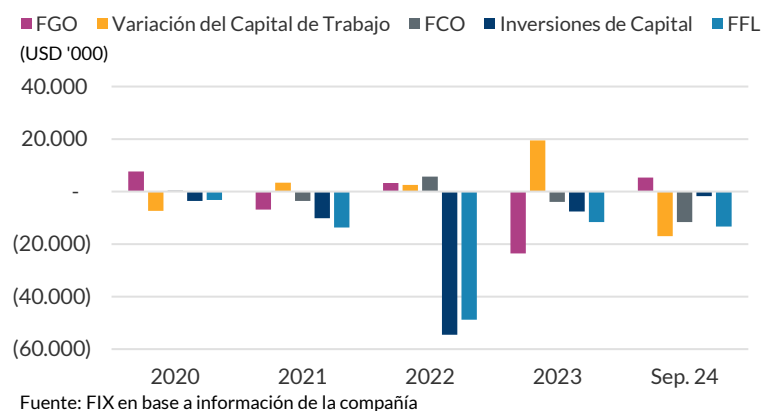
### Flujo de fondos

Al cierre del 2023, ENEX obtuvo un flujo generado por las operaciones (FCO) negativo por PYG 29.084 millones (≈USD 4 millones) que, sumado a las inversiones por PYG 55.393 millones (USD 7,6 millones), dio como resultado un flujo de fondos libres (FFL) negativo por PYG 84.478 millones (USD 11,6 millones).

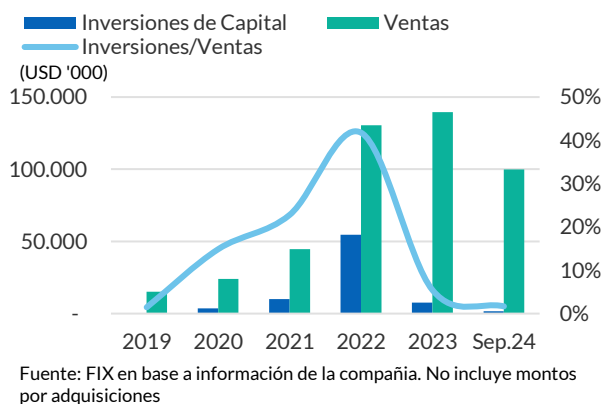
Para los nueve meses del 2024, el FCO resultó negativo por PYG 86.845 millones que luego de cubrir inversiones por PYG 12.502 millones (USD 1,7 millones) derivaron en un FFL negativo por PYG 99.346 millones (USD 13,3 millones).

FIX estima que el FFL se mantenga negativo hasta 2025 derivado del plan de inversiones. Enex estima realizar inversiones en 2025 por un monto estimado en USD 5,6 que comenzarían a generar flujo a partir del 2026. Luego, sólo se proyectan inversiones de mantenimiento sin incremento de estaciones de servicio. A la fecha no se han repartido dividendos, no hay definida una política de dividendos.

### ENEX Consolidado: Flujo de fondos



### Inversiones de Capital



#### Flujo de Fondos – Enex Consolidado

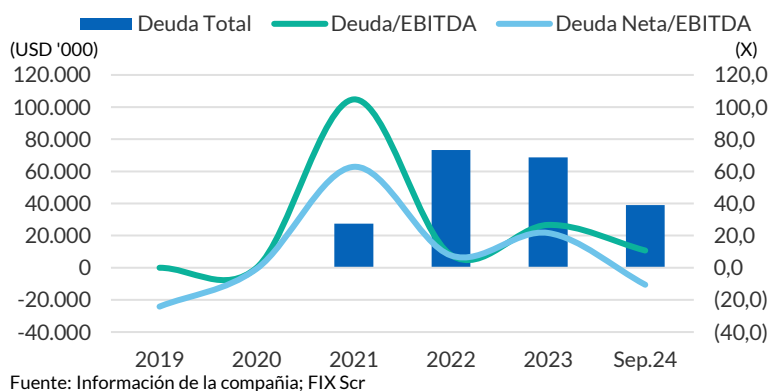
Gs. millones	2020	2021	2022	2023	sep-24
Ventas	163.036	301.605	912.078	1.018.047	744.395
Flujo Generado por las Operaciones	52.135	(46.758)	22.742	(171.490)	40.089
Variación del Capital de Trabajo	(49.640)	22.894	17.444	142.405	(126.934)
Flujo de Caja Operativo	2.494	(23.864)	40.186	(29.084)	(86.845)
Inversiones de Capital	(24.239)	(68.710)	(381.074)	(55.393)	(12.502)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	(21.745)	(92.574)	(340.888)	(84.478)	(99.346)

### Liquidez y estructura de capital

A septiembre de 2024, la deuda financiera de la empresa ascendía a PYG 290.437 millones (aproximadamente USD 37 millones), con un 16,3% correspondiente a vencimientos corrientes. La compañía mantiene una posición de liquidez ajustada, con caja y equivalentes por PYG 3.531 millones (USD 0,5 millones). La deuda financiera representa el 34% de la estructura de financiamiento en términos contables.

Tras el aporte de capital del accionista por aproximadamente USD 47 millones, ENEX logró cancelar pasivos y reducir su deuda financiera, que al cierre de 2023 ascendía a USD 69 millones. Sin embargo, a pesar de esta disminución, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados en relación con el EBITDA y los flujos generados.

### ENEX Consolidado: Deuda total y endeudamiento



### Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que, a pesar de su ajustada posición de liquidez, ENEX cuenta con buena flexibilidad financiera derivada de la relación con su accionista. Su deuda actual se compone

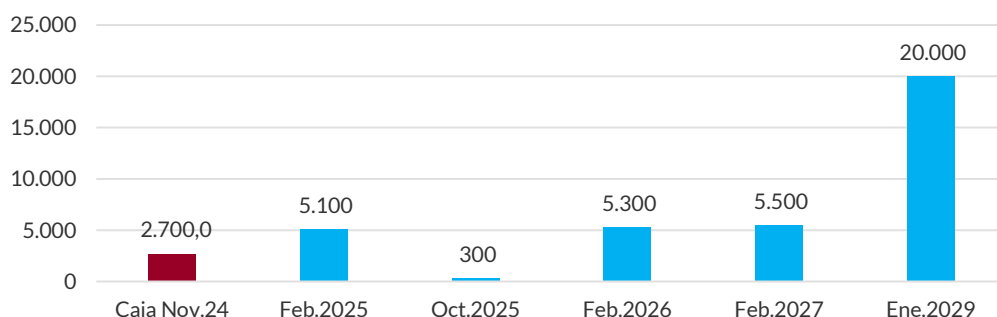
de: USD 20 millones en obligaciones negociables, USD 15,9 millones correspondientes al saldo pendiente por la adquisición de las sociedades Gabana y Avanti, y USD 0,3 millones en deuda bancaria.

La deuda relacionada con la compra de las acciones de Gabana y Avanti está respaldada por las mismas acciones adquiridas, mientras que el resto de la deuda no cuenta con garantías ni cláusulas especiales de aceleración.

En el segundo trimestre de 2024, Enx Investments Paraguay S.A. realizó un aporte de capital de USD 47 millones destinado a la reestructuración de pasivos, lo que permitió la reducir la deuda en USD 30 millones respecto al cierre del 2023. Cabe destacar que, en 2022 y 2023, el accionista ya había aportado capital por USD 40 millones y USD 10 millones respectivamente. FIX espera que el apoyo de su accionista siga materializándose hasta que la compañía pueda generar los fondos propios necesarios para soportar de manera autónoma las operaciones de la compañía.

#### ENEX Consolidado: Perfil de vencimientos

(USD '000)



Fuente: FIX en base a datos de Enx.

## Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero – Enex Paraguay S.A.E. Consolidado					
(miles de Gs, año fiscal finalizado en diciembre)					
Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	sep-24	2023	2022	2021	2020
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	(27.158.480)	18.812.778	64.501.742	1.772.697	17.399.572
Margen de EBITDA	(3,6)	1,8	7,1	0,6	10,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,3	(16,9)	6,3	(16,0)	50,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,3)	(8,3)	(37,4)	(30,7)	(13,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(23,8)	(26,9)	(24,3)	(9,5)	N/A
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,8	(3,9)	1,7	(27,2)	592,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(1,2)	0,5	2,0	1,1	197,4
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,4)	0,1	0,3	0,0	14,6
FGO / Cargos Fijos	2,8	(3,9)	1,7	(27,2)	592,3
FFL / Servicio de Deuda	(1,3)	(0,3)	(1,3)	(0,5)	(18,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,3)	0,2	(1,2)	(0,1)	(8,1)
FCO / Inversiones de Capital	(6,9)	(0,5)	0,1	(0,3)	0,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,5	(3,7)	9,8	(4,2)	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(8,0)	26,6	8,3	106,2	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(7,9)	21,6	8,0	63,6	(0,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,6	6,7	8,8	1,7	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	16,3	30,7	38,4	100,0	100,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	1.132.040.059	1.281.864.813	1.125.233.166	377.149.460	138.567.265
Caja e Inversiones Corrientes	3.531.092	94.425.175	19.588.992	75.416.516	12.056.278
Deuda Corto Plazo	47.296.220	153.700.760	206.707.345	188.242.315	1.102.071
Deuda Largo Plazo	243.141.278	346.898.312	331.412.396	0	0
Deuda Total	290.437.498	500.599.073	538.119.741	188.242.315	1.102.071
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	290.437.498	500.599.073	538.119.741	188.242.315	1.102.071
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	290.437.498	500.599.073	538.119.741	188.242.315	1.102.071
Total Patrimonio	570.574.952	307.399.719	323.715.181	93.355.687	102.618.839
Total Capital Ajustado	861.012.450	807.998.791	861.834.923	281.598.002	103.720.910
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	40.089.067	(171.489.699)	22.741.591	(46.757.846)	52.134.788
Variación del Capital de Trabajo	(126.933.887)	142.405.385	17.444.102	22.893.738	(49.640.500)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(86.844.820)	(29.084.314)	40.185.692	(23.864.108)	2.494.289
Inversiones de Capital	(12.501.608)	(55.393.295)	(381.074.068)	(68.710.196)	(24.239.233)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(99.346.428)	(84.477.609)	(340.888.375)	(92.574.304)	(21.744.944)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(155.534.231)	(98.000)	0
Otras Inversiones, Neto	713.892	1.034.173	1.277.391	(30.657.471)	(46.006.382)
Variación Neta de Deuda	(318.501.699)	86.813.854	189.358.365	188.242.315	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0

Otros (Inversión y Financiación)	325.644.855	72.318.200	277.220.000	0	100.965
Variación de Caja	(91.489.380)	75.688.619	(28.566.852)	64.912.539	(67.650.361)

<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	744.395.378	1.018.047.251	912.078.356	301.604.838	163.036.398
Variación de Ventas (%)	N/A	11,6	202,4	85,0	N/A
EBIT Operativo	(43.212.602)	(37.447.240)	4.051.178	(2.802.305)	12.541.729
Intereses Financieros Brutos	22.873.171	34.645.492	31.900.637	1.656.527	88.166
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(104.276.349)	(84.802.089)	(50.757.999)	(9.263.152)	12.071.955

## Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- EESS: Estaciones de servicio.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- FIX: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### **Programa de Emisión Global de bonos USD1 por dólares por 45 millones.**

Monto del Programa y Moneda.: USD 45.000.000 - (dólares cuarenta y cinco millones)

Forma de emisión de los bonos: Se emitirá un Título Global por cada una de las Series que conforman este Programa de Emisión Global y cuyo contenido se halla ajustado a los términos establecidos en el Reglamento Operativo del Sistema Electrónico de Negociación. Este título otorga acción ejecutiva. Este título se emitirá a nombre de la Bolsa y quedará depositado en la Bolsa, quien actuará de custodio para los inversionistas, con arreglo a las disposiciones reglamentarias aplicables. Las liquidaciones, negociaciones, transferencias, pagos de capital, e intereses correspondientes al título global se realizarán de acuerdo con las normas y procedimientos operativos establecidos en el Reglamento Operativo y en el Reglamento Operativo del Sistema Electrónico de Negociación, en el Contrato de Custodia, Compensación y Liquidación que será suscripto con la Bolsa.

Series: Los bonos podrán ser emitidos en una o más Series. Los términos y condiciones de cada Serie podrán variar con respecto a los términos y condiciones de otras Series en circulación, pero no dentro de la misma serie. ENEX PARAGUAY S.A.E. establecerá los términos específicos de cada Serie en el respectivo complemento de Prospecto.

Cortes mínimos: USD 1.000.- (dólares americanos un mil)

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3.650 días, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Garantía: común

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

Lugar y forma de pago de Vencimientos de capital e intereses: A través del Banco designado por la Bolsa para la realización de los débitos y créditos en las cuentas de liquidación habilitadas de los montos afectados y declarados en el Título Global de cada Serie a ser suscripta.

Forma de pago del capital: A ser definidos en cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Forma de pago de intereses: A ser definidos en cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Destino de los Fondos: Reestructuración de pasivos y capital operativo.

Procedimiento en caso de incumplimiento: Se adecuará a lo establecido en el Reglamento del Sistema Electrónico de Negociación.

Representante de Obligacionistas: BASA Casa de Bolsa S.A. con las facultades previstas en la Ley de Mercado de Valores, y en el Código Civil. Esta designación es sin perjuicio de cambio por parte de los obligacionistas (inversionistas), en cuyo caso la sociedad reconocerá al nuevo representante designado por los mismos.

Rescate Anticipado: Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 1.013/11, el Directorio de ENEX PARAGUAY S.A. 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, en una fecha a ser determinada por el Directorio.

Agente organizador: BASA Casa de Bolsa S.A.

Intermediario colocador: BASA Casa de Bolsa S.A.

Sistemas de liquidación y compensación: A través del Agente de Pago designado por la Bolsa para la realización de los débitos y créditos en las cuentas de liquidación habilitadas en el Banco Itaú y de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Compensación y Liquidación suscripto con la Bolsa.

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

Moneda: dólares.

Monto: USD 20 millones.

Tasa de interés: 6,0%.

Vencimiento: 11/01/2029.

Plazo de Vencimiento: 2.548 días.

Pago de capital: al vencimiento.

Pago de interés: Trimestral.

**Programa de Emisión Global de bonos G1 por PYG 50.000 millones.**

**Monto y Moneda:** PYG 50.000 millones - (guaraníes cincuenta mil millones).

**Forma de emisión de los bonos:** Se emitirá un Título Global por cada una de las Series que conforman el Programa de Emisión Global y cuyo contenido se halla ajustado a los términos establecidos en el Reglamento Operativo del Sistema Electrónico de Negociación. Este título otorga acción ejecutiva. El título se emitirá a nombre de la Bolsa y quedará depositado en la Bolsa, quien actuará de custodio para los inversionistas, con arreglo a las disposiciones reglamentarias aplicables. Las liquidaciones, negociaciones, transferencias, pagos de capital, e intereses correspondientes al título global se realizarán de acuerdo con las normas y procedimientos operativos establecidos en el Reglamento Operativo y en el Reglamento Operativo del Sistema Electrónico de Negociación, en el Contrato de Custodia, Compensación y Liquidación que será suscripto con la Bolsa.

**Series:** Los bonos podrán ser emitidos en una o más Series. Los términos y condiciones de cada Serie podrán variar con respecto a los términos y condiciones de otras Series en circulación, pero no dentro de la misma serie. ENEX PARAGUAY S.A.E. establecerá los términos específicos de cada Serie en el respectivo complemento de Prospecto.

**Cortes mínimos:** PYG. 1 millón (guaraníes un millón)

**Plazo de vencimiento:** Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3.650 días, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

**Garantía:** común.

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

**Lugar y forma de pago de vencimientos de capital e intereses:** A través del Banco designado por la Bolsa para la realización de los débitos y créditos en las cuentas de liquidación habilitadas de los montos afectados y declarados en el Título Global de cada Serie.

**Forma de pago del capital:** A ser definidos en cada Serie a ser emitida dentro del marco del Programa.

**Forma de pago de intereses:** A ser definidos en cada Serie a ser emitida dentro del marco del Programa.

**Destino de los Fondos:** 10% capital operativo y 90% reestructuración de pasivos.

**Procedimiento en caso de incumplimiento:** Se adecuará a lo establecido en el Reglamento del Sistema Electrónico de Negociación.

**Representante de Obligacionistas:** BASA Casa de Bolsa S.A. con las facultades previstas en la Ley de Mercado de Valores, y en el Código Civil. Esta designación es sin perjuicio de cambio por parte de los obligacionistas (inversionistas), en cuyo caso la sociedad reconocerá al nuevo representante designado por los mismos.

**Rescate Anticipado:** Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 1.013/11, el Directorio de ENEX PARAGUAY S.A. 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, en una fecha a ser determinada por el Directorio.

**Agente organizador:** BASA Casa de Bolsa S.A.

**Intermediario colocador:** Casas de Bolsa habilitadas por la Superintendencia de Valores y la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A.

**Sistemas de liquidación y compensación:** A través del Agente de Pago designado por la Bolsa para la realización de los débitos y créditos en las cuentas de liquidación y de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Compensación y Liquidación suscripto con la Bolsa.

## Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de **Fitch Ratings**), en adelante **FIX**, realizado el **16 de diciembre de 2024**, confirmó\* en Categoría **AAAPy** la calificación de emisor de **ENEX Paraguay S.A.E.** y confirmó\* en Categoría **pyAAA** la calificación de los siguientes programas de emisión global de bonos (PEG):

**Programa de Emisión Global de bonos USD1 por dólares por 45 millones.**

- USD1 Serie 1 por USD 20 millones.

**Programa de Emisión Global de Bonos G1 por PYG 50.000 millones**

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

**Categoría AAAPy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyAAA:** 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.

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

La Tendencia de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. Las tendencias reflejan perspectivas financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicho comportamiento se mantiene. La Tendencia puede ser:

- Fuerte (+): Indica que la calificación podría subir.
- Estable: Indica que la calificación no se modificaría.
- Sensible (-): Indica que la calificación podría bajar.

Una tendencia sensible o fuerte no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con tendencia estable puede ser cambiada antes de que la tendencia se modifique a fuerte o sensible si existen elementos que lo justifiquen.

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

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

\*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

## Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 16 de diciembre de 2024.
- Tipo de reporte: Integral.
- Estados Financieros referidos al 30.09.2024.
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
  - [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)
  - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
  - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: [info@fixscr.com](mailto:info@fixscr.com)
  - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
  - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
  - (+595) 21 203 030 / [alejandro.piera@ghp.com.py](mailto:alejandro.piera@ghp.com.py)

Entidad	Calificación Local	
ENEX Paraguay S.A.E.	Emisor	AAAPy
ENEX Paraguay S.A.E.	Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 45 millones	pyAAA
ENEX Paraguay S.A.E.	Serie 1 del PEG USD1 por USD 20 millones	pyAAA
ENEX Paraguay S.A.E.	Programa de Emisión Global de bonos G1 por PYG 50.000 millones	pyAAA
ENEX Paraguay S.A.E.	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.fixscr.com](http://www.fixscr.com)
- [www.enex.com.py](http://www.enex.com.py)

### Metodología y procedimiento de calificación

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

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

### Nomenclatura

**Categoría AAAPy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyAAA:** 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.

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

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

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

### Descripción general

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

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

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

### Fuentes

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

- Balances al 31/12/2023, 31/12/2022, 31/12/2021, 31/12/2020 (12 meses).
- Informe de los auditores de la compañía.
- Balance al 30/09/2024 (9 meses) con sus correspondientes notas y anexos.
- Información de gestión proporcionada por la compañía.
- Tendencias de la industria y perspectivas suministradas por la compañía.
- Modelo económico-financiero provisto por el emisor.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la información y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.