

	Sep. 2023	Sep. 2024
Solvencia	BBBpy	BBB-py
Tendencia	Estable	Estable

\* Detalle de calificaciones en Anexo

NUEVO INSTRUMENTO	
Programa USD2	BBB-py

INDICADORES RELEVANTES			
	2022	2023	Jun. 24
Ingresos operacionales	764.987	983.303	430.495
Ebitda Ajustado	60.607	52.523	16.055
Deuda Financiera Ajustada	538.329	588.192	653.192
Margen Ebitda Ajustado	7,9%	5,3%	3,7%
Endeudamiento total	9,4	10,0	12,3
Endeudamiento Financiero Aj.	4,5	5,4	7,1
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj.	1,6	1,0	0,7
Deuda Financiera Aj./ Ebitda Aj.	8,9	11,2	15,8
Deuda Financiera Neta Aj./ Ebitda Aj.	8,8	11,0	15,6
FCNOA / Deuda Financiera Aj.	-25,2%	10,5%	-5,0%

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Diversificación de sus áreas de negocio					
Riesgo de crédito					
Exposición al tipo de cambio					
Participación en industrias competitivas y expuesta al riesgo agrícola					

POSICIÓN FINANCIERA: AJUSTADA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					

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

## FUNDAMENTOS

La baja de calificación de GP S.A.E. (GPSA) desde “BBBpy” a “BBB-py” responde al constante incremento del *stock* de deuda financiera destinada a capital de trabajo donde parte importante de los vencimientos se concentran en el corto plazo, imponiendo relevantes necesidades de refinanciamiento lo que ha presionado su posición de liquidez. Asimismo, se observa una generación operacional que no ha logrado compensar los niveles de deuda financiera, presentando indicadores crediticios tanto a nivel individual como consolidado (incorporando garantías cruzadas a través de la codeudoría de Agropecuaria GP) por fuera del rango esperado para su anterior calificación. Ello, ha resultado en una posición financiera calificada como “Ajustada”. Además, la calificación considera un perfil de negocios categorizado como “Adecuado”.

A junio de 2024, los ingresos se contrajeron en un 27,8% respecto al mismo semestre de 2023, hasta alcanzar los Gs. 430.495 millones, lo que se relaciona con un desfase de las cosechas que desplazaron los flujos hacia la segunda parte del año. De la misma forma, la generación de Ebitda ajustada presentó una variación negativa por 44,5% comparado a junio de 2023, dado el efecto conjunto entre los menores ingresos sumado a menores costos en atención al desplazamiento de los requerimientos de capital de trabajo. Con todo, el margen Ebitda alcanzó un 3,7% al cierre junio 2024 (4,6% al primer semestre de 2023).

La generación de flujos de la compañía, tanto a nivel individual como consolidado, muestra un alto grado de volatilidad, ligado a las necesidades de capital de trabajo que registra la empresa a partir de los ciclos productivos de la industria, en conjunto con la necesidad de financiamiento por parte de los clientes. Esta última, a su vez, dependen de la variación de los precios de los insumos y también se ve afectada por la capacidad de recaudación de los mismos. De esta manera, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) se sitúa en rangos amplios, abarcando cifras deficitarias. Asimismo, la capacidad de pago individual de GPSA, medida a través del indicador de FCNOA sobre deuda financiera ajustada, se muestra volátil, alcanzando un -5,0% a junio de 2024, acorde con el *delay* de los flujos durante el periodo.

GPSA ha exhibido un importante incremento en los niveles de deuda financiera, asociado con el crecimiento en su generación operacional, en conjunto con el financiamiento hacia agricultores. A junio de 2024, la empresa alcanzó un *stock* de deuda financiera ajustado (descontando el efecto de los intereses) por Gs. 653.192 millones, exhibiendo un alza de 11,1% respecto a diciembre de 2023, relacionado con la obtención de créditos bancarios y la colocación de nuevas series de bonos.

En términos individuales, GPSA presenta, a junio de 2024, un endeudamiento financiero ajustado de 7,1 veces, evidenciando un *peak* tras una comportamiento sostenido al alza, asociado con la menor base patrimonial y las crecientes obligaciones financieras. Al respecto, el patrimonio de la compañía se mantuvo creciente a partir de 2020, debido a los resultados de última línea de la compañía, sumado a la suspensión de dividendos en 2020 y 2021, y al aumento del capital emitido en 2022. Sin embargo, en 2023 y junio de 2024, la base patrimonial de la sociedad se ha contraído, considerando el alto reparto de dividendos registrados. Cabe destacar que dichos dividendos, una vez repartidos, retornaron a la compañía como cobro dentro del flujo operacional.

Por su parte, los indicadores de cobertura se han visto presionados, exhibiendo un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado que se ha ido incrementando hasta las 15,6 veces al segundo trimestre de 2024, a partir de las 11,0 veces al cierre de 2023 y de las 6,8 veces al mismo trimestre anterior. A su vez, el índice de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ha sido decreciente, alcanzando las 0,7 veces a junio de 2024, desde la 1,0 vez a diciembre de 2023 y las 1,5 veces a junio de 2023.

En su calidad de sociedades relacionadas GPSA y Agropecuaria GP son fiadoras y codeudoras solidarias respecto de todas y cada una de las obligaciones que ella asuma en virtud de los créditos bancarios y del contrato de emisión de bonos, en proceso de inscripción, por parte de GPSA. En consecuencia, Feller Rate considera que la existencia de estas garantías cruzadas para la deuda financiera de ambas empresas implica que la solvencia de éstas sea interdependiente.

Al cierre del primer semestre de 2024, GPSA mantenía una posición de liquidez calificada en "Ajustada". Esto, considera acotados saldos en caja en comparación a sus obligaciones de corto plazo, con una capacidad de generación de fondos volátil y una política de financiamiento principalmente vía deuda, con una estructura de vencimientos que si bien se encuentra concentrada en el corto plazo, impone relevantes necesidades de refinanciamiento.

A la fecha, la entidad se encuentra en proceso de inscripción del nuevo programa de emisión USD2 que se emitirá por US\$ 10 millones a un plazo máximo de 3.650 días (10 años). El destino de los fondos será entre un 70% a 100% para la reestructuración de pasivos de corto plazo hacia el largo plazo, y entre 0% y 30% a capital operativo.

## TENDENCIA: ESTABLE

**ESCENARIO BASE:** Se basa en la expectativa de Feller Rate que la compañía rentabilice el crecimiento exhibido en el último tiempo, lo cual debería permitir una mejora en la generación operacional para enfrentar los vencimientos de corto plazo.

**ESCENARIO DE BAJA:** Podría ocurrir ante una política financiera más agresiva que deteriore los indicadores crediticios por sobre lo estimado en el escenario base, tanto a nivel individual como consolidado (incorporando garantías cruzadas). Además, se podría dar ante mayores presiones en la industria y por ende en los resultados de la compañía.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable dada la reciente baja.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Concentración de ventas en línea de negocios de insumos agrícolas.
- Industria competitiva e intensiva en capital de trabajo, con baja diferenciación en sus productos y dependiente del desempeño de la industria agrícola.
- Existen sinergias entre sus principales segmentos de negocios.
- Adecuado calce de sus pasivos ante variaciones del tipo de cambio.
- Exposición al riesgo climático para las operaciones agrícolas.

#### POSICIÓN FINANCIERA: AJUSTADA

- Generación de flujos volátil debido a altas necesidades de capital de trabajo, por inventarios y financiamiento a clientes.
- Alto nivel de apalancamiento que no ha podido ser compensado por la generación operacional, presionando los indicadores de cobertura.
- Política de reparto de dividendos impacta en la base patrimonial.
- Posición de liquidez calificada como "Ajustada".

#### OTROS FACTORES

- La existencia de garantías cruzadas para la deuda financiera entre compañías relacionadas implica que la solvencia de éstas sea interdependiente.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

G.P. S.A. forma parte de las empresas del Grupo Graciano Pereira (Grupo GP) y es controlada por dos accionistas, los que se constituyen como beneficiarios finales de la empresa: Graciano Pereira Parini, con un 98,8% de la propiedad, y Christian Pereira Ortiz, con el 1,2% restante de la propiedad.

Las actividades del Grupo GP comenzaron en el año 1993, con la constitución de la sociedad Agrosan S.A., como representante de Imperial Chemical Industries (actual Syngenta) en Paraguay. En la actualidad posee participación directa en las sociedades GP S.A.E. y Agropecuaria GP S.A., además de mantener parte de la propiedad través de GP S.A.E. en Arrozales del Chaco S.A. y Gama Technologies S.A.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ADECUADO

GPSA Comercial Industrial (GPSA) forma parte del Grupo GP y se constituyó en el año 2001, inicialmente para el sector del negocio de granos, financiamiento de cultivos y posteriormente en el área industrial, en la producción de semillas, y luego como accionista en una industria de productos foliares.

En 2010, el grupo materializa la venta de la sociedad Agrosan a partir de lo cual, por contrato, hubo un periodo de no competencia en el negocio de financiación de cultivos, el cual finalizó en 2016, por lo que la entidad pudo retomar esta línea de negocios.

Por otro lado, el Grupo GP ha llevado a cabo un proceso de consolidación de filiales, simplificando su estructura, donde en el año 2016, fusionaron las entidades Siembra S.A. y Agrocultivos S.A. quedando esta última como la continuadora legal. Con posterioridad, en el año 2017, se fusionaron las entidades Agrocultivos S.A. con GPSA, manteniendo esta última la continuidad de las sociedades fusionadas.

Además, un proceso paralelo fue llevado a cabo con otras 4 sociedades del grupo, a partir de las cuales, mediante un proceso de fusión en 2016, se dio origen a Agropecuaria GP S.A. (AGPSA).

De esta manera, GPSA concentró las actividades de producción de semillas, comercialización y servicios de granos e insumos agrícolas, y proyectos de producción con agricultores. Por otro lado, AGPSA concentra las actividades de ganadería (cría, engorde, cabaña y capitalización), agricultura (maíz, soja, trigo, arroz, canola y girasol) y el arrendamiento agrícola.

Además, GPSA mantiene el 50% de participación en Arrozales del Chaco S.A. (sociedad dedicada a la producción e industrialización de arroz) y el 72% de Gama Technologies S.A. (dedicada a la comercialización de fertilizantes foliares y Coadyuvantes).

Cabe mencionar que AGPSA durante el último trimestre de 2023 se fusionó con Arrozales del Chaco S.A. lo que le permite a AGPSA diversificar su oferta de productos, considerando que la consolidación de la actividad de Arrozales del Chaco contempló los resultados del cultivo de arroz en 6.500 hectáreas en campos de propiedad de AGPSA.

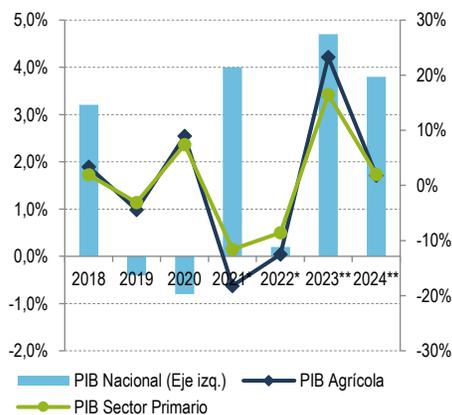
## ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL PARAGUAY PRESENTA UN DESEMPEÑO FAVORABLE

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).

## EVOLUCIÓN PIB

YoY

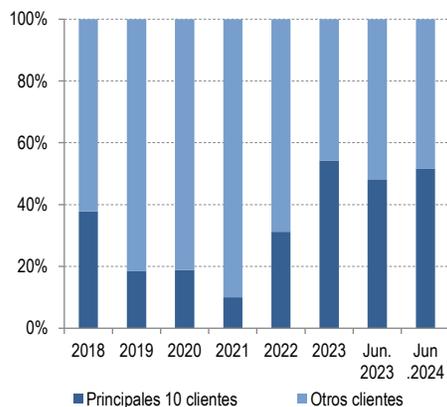


(\*) Cifras preliminares sujetas a revisión.

(\*\*) Proyecciones.

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

## PARTICIPACIÓN EN LOS INGRESOS DE LOS 10 PRINCIPALES CLIENTES



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

Al excluir la producción agrícola y de binacionales, el PIB evidenció un ajuste al alza hasta un 4,5% desde el 4,0% del informe de marzo de 2024. 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.

## FUERTE PODER DE NEGOCIACIÓN DE PROVEEDORES Y CLIENTES ATOMIZADOS SUSCEPTIBLES A VARIACIONES DE PRECIOS

Los principales proveedores de los insumos agrícolas que comercializa GPSA son de un tamaño relevante, lo que les entrega un importante poder de negociación frente a la empresa. Además, en el caso de los insumos agrícolas como fertilizantes o productos fitosanitarios existe el riesgo de que los productores se integren verticalmente, instalando sus propias redes de distribución a clientes.

Con el fin de mitigar riesgos asociados con el suministro, anualmente se realizan reuniones de planificación para las campañas, entre los meses de mayo y junio, con el fin de determinar los volúmenes a adquirir y la fijación de precios, de esta manera se genera cierta previsibilidad de suministro de productos y costos de estos.

Los principales proveedores de GPSA son Syngenta (calificada en BBB/Estables en escala internacional) y BASF (A/Estables en escala internacional). Entre estos representan aproximadamente el 50% de las compras realizadas para la comercialización.

Para el principal proveedor, Syngenta, la entidad posee garantías reales para la línea otorgada. En segundo orden de importancia se encuentra BASF, con contratos de largo plazo, y luego proveedores de origen chino, donde el nivel de compras a estos también se establece de acuerdo a las planificaciones de ventas anuales.

En cuanto a los proveedores a nivel local, ocurre una situación similar a la de los proveedores chinos, donde las compras se dan según necesidad de abastecimiento, con negociación de precios al momento de las adquisiciones.

En 2023, se incorporó Brasfertil como nuevo proveedor de productos fertilizantes que representó un 11,1% de las compras del segmento a junio de 2024.

En cuanto a los clientes, durante los últimos periodos, a pesar de que la compañía mantenga una cartera de clientes atomizada, los principales 10 clientes en términos de ingresos de GPSA han evidenciado una mayor participación, pasando de 10,0% en 2021 a un 51,7% a junio de 2024.

Cabe destacar que GPSA cuenta con una cartera cercana a los 700 clientes de diverso tamaño y con distintos tipos de cultivos, los cuales abarcan cerca de un 50% de la superficie cultivable de Paraguay, concentrados principalmente en la soja.

Sin embargo, para lograr retener a los clientes no es suficiente tener una alta variedad de artículos. Múltiples productos comercializados por GPSA tienen características de

## COMPORTAMIENTO DE CARTERA

	2021	2022	2023	Jun. 24
Cartera bruta total (MM USD)	67,7	120,3	138,3	126,0
Mora total (%)	6,2%	28,2%	30,5%	68,0%
Mora mayor a 90 días (%)	4,5%	25,4%	26,9%	19,1%
Mora mayor a 180 días (%)	2,8%	23,2%	22,8%	18,0%
Cartera bruta/Ingresos (%)	58,0%	99,5%	108,2%	118,6%
Cartera mayor a 90 días / Ingresos (%)	2,6%	25,3%	29,1%	22,6%
Cartera mayor a 180 días / Ingresos (%)	1,6%	23,1%	24,7%	21,3%

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda

Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

*commodities*, por lo que los consumidores son sensibles a las variaciones de precios. Es por esto que las alternativas de financiamiento a plazo que entrega la entidad se transforman en un elemento diferenciador, especialmente en el caso de pequeños y medianos agricultores independientes.

## INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA EN CAPITAL DE TRABAJO

La industria de insumos agrícolas se caracteriza por la presencia de múltiples competidores de diverso tamaño, que se pueden segmentar tanto por los productos ofrecidos (de nicho o integrales) como por zona geográfica, lo que da pie a un alto grado de competencia.

Dadas las características de *commodities* que poseen una gran cantidad de insumos agrícolas, el manejo de estructuras de costos, la obtención de eficiencias y los precios de venta se transforman en aspectos claves para la mantención de los márgenes dentro de la industria.

A su vez, GPSA entrega financiamiento a los agricultores, lo que implica importantes exigencias de inversión en capital de trabajo en su ciclo de negocios.

### — CARTERA ATOMIZADA, CON RELEVANTES PRESIONES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

La cartera de créditos de GPSA está formada en su mayoría por empresas agrícolas que poseen sus propios cultivos. La entidad presenta un comportamiento dispar en su cartera bruta, incrementando su nivel de manera relevante en 2022, año impactado por las dificultades de la sequía. Al cierre de 2023, la cartera bruta se situó en los US\$ 138,3 millones, lo que significó un aumento de 15,0% respecto a fines del periodo anterior, acorde con una mayor actividad del sector. Luego, a junio de 2024, debido a la menor facturación del periodo, la cartera bruta se redujo en 8,9% en comparación a 2023 hasta alcanzar los US\$ 126,0 millones.

En cuanto a la incidencia en los ingresos operacionales, se observa que a partir de 2022 en adelante la totalidad de las ventas se realizan a crédito, presentando un indicador en torno al 100%.

La mora mayor a 90 días, tras una tendencia a la baja en cuanto a su participación sobre los ingresos, desde 2022 este indicador se ha mantenido en torno al 25% (22,6% a junio de 2024). Esta misma tendencia siguió la mora mayor a 180 días, presentando un índice promedio de 23% los últimos 3 periodos (21,3% al segundo trimestre de 2024).

Respecto a la importancia de la morosidad en la cartera bruta total, la mora superior a 90 días se ha situado en un promedio de 24% en los últimos 3 periodos evaluados (19,1% al primer semestre de 2024), mientras que la mora mayor a 180 días ha sido en promedio un 21% (18,0% a junio de 2024).

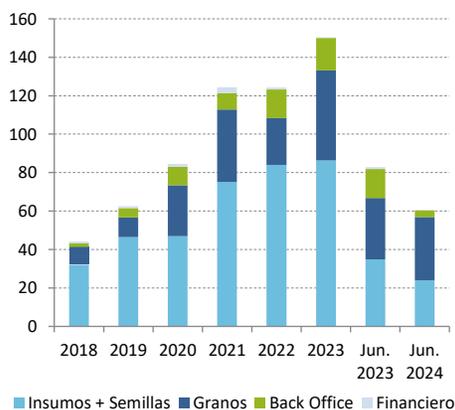
Desde los estados contables publicados en 2022 se registran provisiones de las cuentas por cobrar. Sin embargo, estas son marginales comparado a la relevancia de la mora respecto a los ingresos durante el horizonte de evaluación.

## BUEN POSICIONAMIENTO EN INDUSTRIA AGRÍCOLA, ADEMÁS DE UNA BAJA DIVERSIFICACIÓN DE ÁREAS DE NEGOCIO

Desde 2017, tras la fusión de las tres compañías, GPSA fue la sociedad continuadora de los negocios que abarcaban la producción de semillas, comercialización y servicio de

## FACTURACIÓN POR UNIDAD DE NEGOCIOS

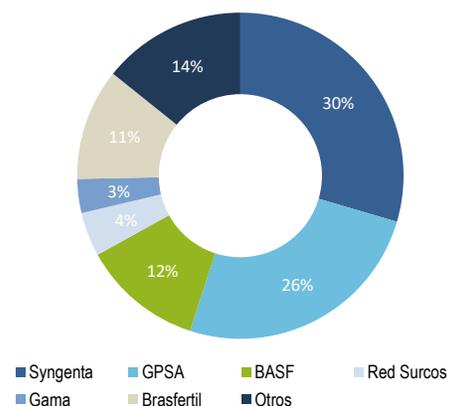
Cifras en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

## PRINCIPALES LÍNEAS DE PRODUCTO

A junio 2024



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

granos, comercialización de insumos agrícolas, y proyectos de producción. A ello se añade el servicio de Back Office y de asesoría financiera.

### — INSUMOS Y SEMILLAS

Esta es la principal línea de negocios de GPSA que incorpora la oferta de insumos para la producción agrícola, tal como herbicidas, insecticidas, fungicidas, coadyuvantes, y productos para el tratamiento de semillas y nutrición vegetal. Entre estos insumos también se encuentran las semillas, las cuales son producidas y posteriormente comercializadas por la misma entidad.

Dentro de la oferta de la compañía se encuentran 6 líneas principales de productos que provienen de Syngenta, GPSA, Demas, Basf, Red Surcos, Brasfertil y Gama. Cabe mencionar que lo correspondiente a "GPSA" son los productos genéricos que comercializa la entidad a los cuales se les adiciona la marca GPSA.

La administración contempla en su plan de negocios ampliar la participación de esta línea de productos dado el mayor margen que genera.

Esta unidad de negocios, al cierre de 2023, representó el 57,5% de los ingresos de GPSA, recaudando US\$ 86,4 millones, lo que significó un crecimiento de 2,9% respecto al cierre de 2022. Ello, debido a un mejor desempeño en la venta de insumos, contrarrestado por menores ingresos en la venta de semillas que exhibió una disminución de 54,5% del volumen de comercialización por 9.954 toneladas (66,7% semillas de soja, 31,4% de trigo y 1,9% de maíz).

A junio de 2024, esta línea de negocios alcanzó un 39,6% de los ingresos del periodo, con ventas por US\$ 24,0 millones, presentando una importante baja de 31,1% en comparación al mismo trimestre del año anterior. Esto responde a una baja en la facturación de insumos debido a las malas condiciones para el cultivo de maíz impactando los flujos percibidos de los agricultores de este producto, desplazando los ingresos hacia el segundo semestre del año.

### — GRANOS

La entidad de igual manera participa en el negocio de "Granos", segmento en que GPSA opera como un intermediario entre grandes terratenientes de campos productivos y los productores. Entre estos se encuentran granos de arroz, avena, canola, chí, girasol, maíz, soja y trigo.

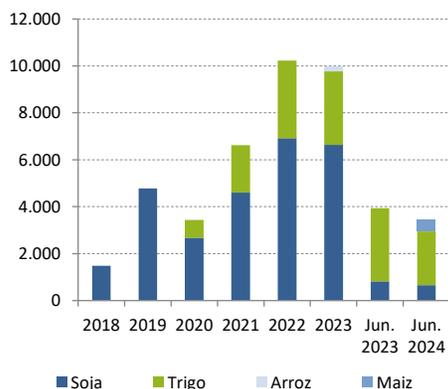
A partir de este segmento, GPSA realiza "proyectos productivos" donde la empresa arrienda los campos a grandes terratenientes y los subarrienda a productores, por medio de contratos. El pago de alquileres de los productores a GPSA es en toneladas de granos por hectárea, previamente establecidos por medio de los contratos de arrendamiento, y a su vez, la compañía paga el alquiler a los terratenientes con granos.

El valor agregado de la unidad de negocios "Granos" corresponde a la comercialización de los insumos y semillas necesarias para la explotación de los campos que la compañía alquila. Cabe mencionar que, dada la gestión operacional, el margen Ebitda que proviene de este segmento es poco relevante.

A diciembre de 2023, la entidad percibió US\$ 46,8 millones de este segmento, lo que representó un 31,1% de los ingresos de GPSA, situándose en un 92,4% por sobre el año anterior, lo que se explica por un mayor volumen vendido de 79,8% por sobre 2022 en concordancia con la baja base comparativa de este periodo en línea con la sequía que impactó a la industria.

## VOLÚMENES DE SEMILLAS COMERCIALIZADOS ANUALES

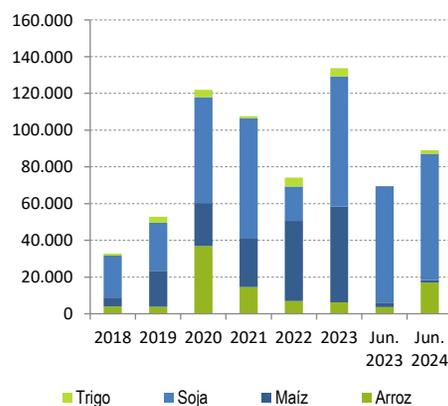
Cifras en toneladas



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

## VOLÚMENES DE GRANOS COMERCIALIZADOS ANUALES

Cifras en toneladas



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la empresa

Por su parte, a junio de 2024, “Granos” representó un 54,5% de los ingresos, exhibiendo una leve alza por 2,8% respecto al mismo trimestre de 2023 dado un mayor volumen comercializado por 28,3% que alcanzó las 89.050 toneladas, efecto que fue contrarrestado por el menor precio que presentó la soja en el mercado.

### — BACK OFFICE

El segmento “Back Office” se encuentra asociado con unidades no productivas, tal como la venta de activo fijo, ingresos por recupero de gastos, entre otros. Esta línea de negocios representó, a fines de 2023, el 11,2% de los ingresos operacionales de GPSA, y un 5,7% al primer semestre de 2024.

### — FINANCIERO

Otra unidad de negocio de la sociedad corresponde a “Financiero”, el cual contempla los créditos otorgados a las entidades vinculadas y socios, entre las que se encuentran principalmente Agropecuaria GP y Graciano Pereira. Este segmento es menor, el cual representó un 0,2% de los ingresos de GPSA, tanto a diciembre de 2023 como a junio de 2024.

## EXPOSICIÓN A RIESGO AGRÍCOLA, ACORDE CON FACTORES CLIMATOLÓGICOS Y FITOSANITARIOS

El desempeño de esta industria está fuertemente ligado al de la industria agropecuaria, que está expuesta a múltiples riesgos, dentro de los cuales destacan factores climáticos y fitosanitarios.

El proceso de crecimiento de los distintos cultivos y el rendimiento de las cosechas pueden verse afectados por estos, modificando la disponibilidad de la oferta y la demanda, lo que puede impactar los márgenes operacionales de la entidad.

En este sentido, la compañía busca mitigar estos riesgos con una serie de medidas, entre las cuales destacan el tipo de contrato por zafra, lo que genera que el descalce no se extienda en el largo plazo. Además, cuenta con una cartera atomizada de clientes quienes participan en la industria agraria cultivando diferentes categorías de productos, lo que le permite a la sociedad diversificar su exposición a posibles bajas en la producción agrícola.

La exposición de la compañía a los factores climáticos se ve reflejada en la sequía que atravesó Paraguay a partir de 2020, concentrada mayoritariamente a fines de 2021 e inicios de 2022, impactada por el fenómeno La Niña que gatilló altas temperaturas, una baja de precipitaciones y la bajante en el volumen de ríos. Hacia 2023 la condición seca disminuyó considerablemente, acotada al norte del país, y se inició el fenómeno El Niño en el mes de septiembre, lo que generó mayores precipitaciones, dando paso a condiciones húmedas en varias localidades del país, incluso generando desborde de ríos en algunos sectores.

Lo anterior afecta la puesta en marcha de ciertos cultivos y su cosecha generando impactos colaterales en la operación de GPSA, por lo que la compañía va adecuando su oferta en línea con la producción disponible.

## PLAN DE INVERSIONES ENFOCADO EN INCREMENTAR SU CAPACIDAD PRODUCTIVA

En 2023, con la incorporación de Arrozales del Chaco, AGPSA añadió a sus cultivos las plantaciones de arroz. Ello impacta positivamente en GPSA, considerando que se encarga del tratamiento del grano de arroz que produce AGPSA para posteriormente comercializarlo.

Para ello, la compañía está en proceso de construcción de un nuevo silo y un molino, cuya inversión asciende a los US\$2 millones que será financiado con flujos operacionales.

Cabe mencionar que, el 17 de septiembre de 2024, AGPSA firmó un contrato con el Estado de Paraguay para el desarrollo y producción de arroz en la Estancia Pedernal, propiedad del Ministerio de Defensa Nacional, que está situada colindante a la Estancia 7 Puntas de propiedad del Grupo GP. Dicho acuerdo tiene una duración de 20 años a partir de 2024, posterior a la habilitación de los terrenos.

La Estancia Pedernal cuenta con 25.000 hectáreas, de las cuales 15.000 serían destinadas a la producción de arroz. Por su parte, la Estancia 7 Puntas posee 7.000 hectáreas productivas, con un crecimiento esperado hasta las 10.000 hectáreas.

En consideración de lo anterior, Feller Rate se mantendrá monitoreando el avance del plan de inversiones y su financiamiento, considerando las mayores presiones que ha presentado la compañía en los últimos periodos evaluados, que han gatillado en un deterioro de la posición financiera de GPSA.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

Uno de los pilares estratégicos en la operación de GPSA es la sustentabilidad de su negocio, considerando una gestión responsable con el medioambiente, como también en su gobernanza e impacto social.

### — AMBIENTAL:

La estrategia para el manejo del impacto medioambiental de GPSA se basa, en gran parte, en lograr buenas prácticas agrícolas, que va de la mano con su sistema de gestión ambiental para la contención y disposición de productos, para lo cual cuentan con las habilitaciones necesarias vigentes para la actividad comercial a la cual se dedican.

La compañía de igual manera promueve prácticas de I+D en beneficio y avance de la agricultura en busca de mayores eficiencias en los ciclos productivos, para lo cual dispone de áreas de campo experimental destinadas a ello, enfocándose en el desarrollo de variedades de oleaginosas y cereales.

GPSA, dado el giro de su negocio y el contexto climático de Paraguay, también contempla dentro de sus factores de gestión medioambiental el uso responsable y sustentable de los recursos hídricos.

### — SOCIAL:

La sociedad considera como sus principales actores sociales a sus colaboradores, sus proveedores, sus clientes y las comunidades.

Al respecto de sus colaboradores, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo laboral existente entre la entidad y sus empleados.

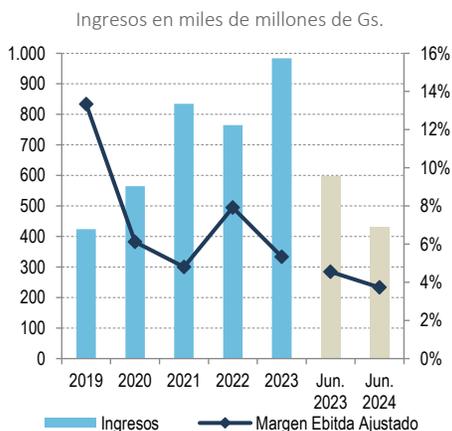
A su vez, uno de sus enfoques principales es incentivar el desarrollo y la sustentabilidad del trabajo local, entregando oportunidades laborales a jornaleros de la zona. También posee programas de capacitación para agricultores.

Además, en cuanto a la relación con las comunidades, la empresa proporciona apoyo a las comunidades indígenas en los sectores aledaños a los campos y lugares de producción.

#### — GOBIERNO CORPORATIVO:

La compañía es administrada por un Directorio, compuesto por un Presidente y cinco directores, el cual define los lineamientos de la estrategia y los objetivos del negocio. Actualmente la sociedad se encuentra en proceso de formalizar políticas de gobiernos corporativos, estableciendo disposiciones tanto para la toma de decisiones como para el relacionamiento de los distintos cargos.

## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



## POSICION FINANCIERA

AJUSTADA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Generación operacional expuesta a la volatilidad propia de la industria, pero con importantes crecimientos en la facturación

Los ingresos operacionales de GPSA durante el periodo analizado han presentado un alza sostenida, con una interrupción en 2022 a raíz de la sequía, hasta alcanzar una cifra récord a fines de 2023 por Gs. 983.303 millones, siendo un 28,5% superior a 2022. Ello se explica por una mayor recaudación en sus tres segmentos principales, impulsado principalmente por el segmento de granos, debido a una mayor base comparativa que se vio afectado el año anterior.

No obstante, los márgenes operacionales de la compañía han presentado una tendencia a la baja desde el año 2020, debido a las presiones que ha registrado GPSA sobre su estructura de costos. Al respecto, a diciembre de 2023, la entidad exhibió una generación de Ebitda ajustada (considerando resultados en asociadas correspondientes a dividendos cobrados) por Gs. 52.523 millones, lo que significó una disminución de 17,6% respecto a 2022, explicado principalmente por mayores costos asociados a la soja. Así, la compañía presentó un margen Ebitda ajustado de 5,3% a diciembre de 2023 (7,9% en 2022).

Por su parte, a junio de 2024, los ingresos se contrajeron en un 27,8% respecto al mismo trimestre de 2023, hasta alcanzar los Gs. 430.495 millones, lo que se relaciona con un desfase de las cosechas que desplazaron los flujos hacia la segunda parte del año.

De la misma forma, la generación de Ebitda ajustada presentó una variación negativa por 44,5% comparado a junio de 2023, dado el efecto conjunto entre los menores ingresos sumado a menores costos en atención al desplazamiento de los requerimientos de capital de trabajo. Con todo, el margen Ebitda alcanzó un 3,7% al cierre junio 2024 (4,6% al primer semestre de 2023).

Es importante destacar que la estructura de deuda que posee GPSA considera codeuda solidaria con Agropecuaria GP, de esta manera, es relevante analizar el desempeño de la unidad económica en términos consolidados, incorporando el desempeño de esta última en la generación operacional.

Al respecto, se tiene que, en términos generales, GPSA representa en torno al 90% de la facturación total consolidada, mientras que, en términos de Ebitda, esta representa alrededor del 80%, asociado con mayores márgenes de los negocios de AGPSA. No obstante, en los últimos periodos se observa un comportamiento distinto, asociado con los impactos que ha tenido la industria de agrogranadera.

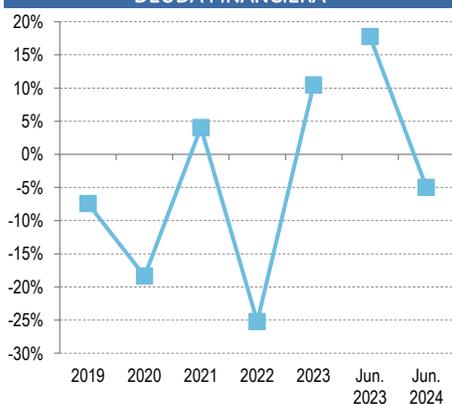
A junio de 2024, bajo proforma realizado por Feller Rate, se observan ingresos por alrededor de Gs. 533.605 millones en términos consolidados, presentando una baja menor al individual contrarrestado por los ingresos de AGPSA. En tanto, a igual fecha, se observa una generación de Ebitda deficitaria lo que guarda relación con un Ebitda negativo proveniente de AGPS, en línea con la ciclicidad de los flujos de dicha sociedad.

La generación de flujos de la compañía, tanto a nivel individual como consolidado, muestra un alto grado de volatilidad, ligado a las necesidades de capital de trabajo que registra la empresa a partir de los ciclos productivos de la industria, en conjunto con la necesidad de financiamiento por parte de los clientes. Esta última, a su vez, dependen de

## EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



## EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



## INDICADORES CONSOLIDADOS RELEVANTES

	2022	2023	Jun. 24
Ingresos operacionales	873.072	1.181.880	533.605
EBITDA	72.184	91.387	-2.755
Deuda Financiera	687.622	807.637	914.129
Margen Ebitda	8,3%	7,7%	-0,5%
Endeudamiento total	1,3	1,5	1,7
Endeudamiento financiero	0,7	0,8	0,9
Ebitda / Gastos Financieros	1,2	1,2	0,8
Deuda Financiera / Ebitda	9,5	8,8	12,7
Deuda Financiera Neta / Ebitda	9,4	8,7	13,0
FCNOA / Deuda Financiera	-19,8%	7,6%	-3,6%

la variación de los precios de los insumos y también se ve afectada por la capacidad de recaudación de los mismos.

De esta manera, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) se sitúa en rangos amplios, abarcando cifras deficitarias en varios periodos. Asimismo, la capacidad de pago individual de GPSA, medida a través del indicador de FCNOA sobre deuda financiera ajustada, se muestra volátil, alcanzando un -5,0% a junio de 2024, acorde con el *delay* de los flujos durante el periodo.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Política de financiamiento considera un alto componente de deuda financiera, lo que ha presionado los indicadores crediticios

En el periodo analizado, GPSA ha exhibido un importante incremento en los niveles de deuda financiera, asociado con el crecimiento en su capacidad operacional, en conjunto con el financiamiento hacia agricultores. Al respecto, durante 2017, la entidad contaba con pasivos financieros ajustados (descontando el efecto de los intereses) por Gs. 177.261 millones y hacia el cierre de 2023, la entidad exhibió un importante crecimiento de esta, hasta alcanzar los Gs. 588.192 millones.

A junio de 2024, la empresa alcanzó un *stock* de deuda financiera ajustado por Gs. 653.192 millones, exhibiendo un alza de 11,1% respecto a diciembre de 2023, relacionado con la obtención de créditos bancarios y la colocación de nuevas series de bonos. Esta se encontraba compuesta en un 75,0% por pasivos bancarios y un 23,1% por bonos corporativos, además, esta se estructuraba en un 44,4% en el corto plazo.

Lo anterior, se explica debido a que la mayoría de los préstamos bancarios de corto plazo corresponden a préstamos asociados a capital de trabajo, los cuales muestran un comportamiento estacional, calzando las compras de materia prima que necesitan las compañías para sus operaciones y que son cubiertas posteriormente en la venta de las cosechas.

GPSA en términos individuales presenta, a junio de 2024, un endeudamiento financiero ajustado de 7,1 veces, evidenciando un *peak* tras un comportamiento sostenido al alza, asociado con la menor base patrimonial y las crecientes obligaciones financieras.

Al respecto, el patrimonio de la compañía se mantuvo creciente a partir de 2020, debido a los resultados de última línea de la compañía, sumado a la suspensión del dividendos en 2020 y 2021, y al aumento del capital emitido en 2022. Sin embargo, en 2023 y junio de 2024, la base patrimonial de la sociedad se ha contraído, considerando el alto reparto de dividendos registrados. Cabe destacar que dichos dividendos, una vez repartidos, retornaron a la compañía como cobro dentro del flujo operacional.

Por su parte, los indicadores de cobertura se han visto presionados, exhibiendo un ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado que se ha ido incrementando hasta las 15,6 veces al segundo trimestre de 2024, a partir de las 11,0 veces al cierre de 2023 y de las 6,8 veces al mismo trimestre anterior. A su vez, el índice de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ha sido decreciente, alcanzando las 0,7 veces a junio de 2024, desde la 1,0 vez a diciembre de 2023 y las 1,5 veces a junio de 2023.

Como se mencionó anteriormente, GPSA y Agropecuaria GP en su calidad de sociedades relacionadas, son fiadoras y codeudoras solidarias respecto de todas y cada una de las obligaciones que ella asuma en virtud de los créditos bancarios y del contrato de emisión de bonos inscrito por GPSA.

**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, a junio de 2024, por Gs. 5.675 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

**PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ**

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.
- Política de dividendos según lo informado por la compañía

En consecuencia, Feller Rate considera que la existencia de estas garantías cruzadas para la deuda financiera de ambas empresas implica que la solvencia de éstas sea interdependiente.

De esta manera, al analizar la entidad en términos consolidados, se observa un importante fortalecimiento en los niveles de endeudamiento, asociado con el respaldo patrimonial de Agropecuaria GP. Así, a junio de 2024, la compañía en términos consolidados registró un nivel de endeudamiento financiero ajustado de 0,9 veces. Ello, debido al aporte patrimonial de la AGPSA, contrarrestado levemente por la incorporación de su deuda financiera, situando los pasivos financieros consolidados en Gs. 914.129 millones. No obstante, los indicadores de coberturas no mostraron el mismo comportamiento, asociado con el menor Ebitda ajustado generado en términos consolidados. Así, el indicador de deuda financiera neta ajustada a Ebitda ajustado se ubicó en las 13,0 veces al segundo cuarto de 2024 (9,1 veces a junio de 2023) y la cobertura de gastos financieros alcanzó las 0,8 veces (1,0 veces a junio de 2023).

**LIQUIDEZ: AJUSTADA**

GPSA, al cierre del primer semestre de 2024, exhibió una posición de liquidez calificada como "Ajustada". Esto, considerando un nivel de caja y equivalentes de Gs. 5.675 millones y una generación de FCNOA de Gs. 17.218 millones. Por la parte de los usos de fondos se contemplan importantes vencimientos de corto plazo por Gs. 278.536 millones, asociados principalmente a requerimientos de capital de trabajo, de los cuales parte importante corresponde a deuda financiera *revolving*.

Además, se contempla un Capex asociado con la inversión en un nuevo silo y molino en el corto plazo, pero sin mayores exigencias para los próximos periodos.

## NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS

Clasificada en “BBB-py/Estables”

### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS

Actualmente, GPSA se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa de emisión global de bonos corporativos, denominado USD2.

El monto total del programa es de US\$ 10 millones, con plazos entre 365 y 3.650 días, con amortizaciones de capital y pago de intereses según se defina en cada complemento de prospecto correspondiente a cada serie dentro del marco del presente programa. A su vez, la tasa de interés será definida en el momento de dichas emisiones.

El uso de los fondos obtenidos será entre un 70% a 100% para la reestructuración de pasivos de corto plazo hacia el largo plazo, y entre 0% y 30% destinado a capital operativo.

En cuanto a la posibilidad de rescate anticipado, de acuerdo con lo establecido en la Resolución N° 1.013/11 de la BVPASA, el directorio de GPSA tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más series del programa de emisión, la posibilidad de realizar rescates de los títulos de deuda emitidos en las series afectadas, en una o más fechas que serán determinadas por el directorio cuando se considere necesario, teniendo en cuenta la situación financiera de la sociedad.

Además de lo anterior, la emisión no contempla garantías ni resguardos adicionales, salvo por la codeuda solidaria con Agropecuaria GP, en su calidad de sociedad relacionada para todas las obligaciones emanadas de esta emisión.

	20 Sep. 2022	28 Sep. 2023	30 Sep. 2024
Solvencia	BBBpy	BBBpy	BBB-py
Tendencia	Estable	Estable	Estable
Bonos	BBBpy	BBBpy	BBB-py

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de Gs.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Jun. 23	Jun. 24
Ingresos Operacionales	184.662	262.943	424.458	564.994	834.466	764.987	983.303	596.426	430.495
Ebitda <sup>(1)</sup>	22.523	32.863	56.617	34.008	39.212	59.647	49.141	23.762	13.192
Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup>	22.523	32.863	56.617	34.608	40.108	60.607	52.523	27.144	16.055
Resultado Operacional	20.172	29.706	52.226	29.688	33.722	54.468	43.686	20.948	10.352
Ingresos Financieros				11.862	21.826	31.505	42.122	16.022	34.180
Gastos Financieros	-15.629	-13.668	-18.126	-24.737	-29.287	-37.682	-53.720	-25.553	-29.550
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.607	14.195	21.260	6.549	27.113	34.146	31.849	17.689	14.067
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-40.558	7.984	-22.080	-89.692	-13.861	-173.536	7.766	85.879	-12.332
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(3)</sup>	-40.558	7.984	-22.080	-64.031	14.754	-135.854	61.486	111.433	17.218
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-56.266	7.984	-41.269	-89.692	-13.861	-173.536	7.768	85.880	-12.332
Inversiones en Activos Fijos Netas	-2.847	-29.464	-10.667	5.457	8.033	-4.306	-7.084	-3.230	-16.031
Inversiones en Acciones									
Flujo de Caja Libre Operacional	-59.112	-21.480	-51.935	-84.235	-5.828	-177.841	683	82.650	-28.363
Dividendos Pagados	-444	-50	-22.123			-20.713	-28.631	-34.146	-31.849
Flujo de Caja Disponible	-59.556	-21.530	-74.059	-84.235	-5.828	-198.554	-27.948	48.505	-60.212
Movimiento en Empresas Relacionadas									
Otros Movimientos de Inversiones									
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-59.556	-21.530	-74.059	-84.235	-5.828	-198.554	-27.948	48.505	-60.212
Variación de Capital Patrimonial									
Variación de Deudas Financieras	59.599	26.222	86.905	89.334	5.517	206.712	33.981	-31.777	56.588
Otros Movimientos de Financiamiento	1.420	-2.440	-11.515	-10.093	4.587	-9.724	1.638	4.582	-1.628
Financiamiento con Empresas Relacionadas									
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	1.463	2.251	1.331	-4.994	4.277	-1.566	7.671	21.310	-5.252
Caja Inicial	495	1.958	4.209	5.540	546	4.823	3.256	3.256	10.928
Caja Final	1.958	4.209	5.540	546	4.823	3.256	10.928	24.567	5.675
Caja y Equivalentes	1.958	4.209	5.540	546	4.823	3.256	10.928	24.567	5.675
Cuentas por Cobrar Clientes	219.981	323.570	498.077	468.953	396.506	674.797	696.427	610.074	655.327
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas				94.183	236.887	258.819	299.045	262.213	340.079
Inventario	50.131	79.240	101.716	109.469	172.890	212.620	105.705	133.636	110.212
Deuda Financiera	177.261	215.250	296.569	371.152	369.816	539.261	593.883	532.028	660.551
Deuda Financiera Ajustada <sup>(4)</sup>	177.261	215.250	296.569	348.391	364.375	538.329	588.192	530.818	653.192
Activos Totales	342.009	498.052	710.125	816.818	926.649	1.259.187	1.200.761	1.152.661	1.217.840
Pasivos Totales	281.815	426.118	638.997	738.745	820.037	1.138.357	1.092.084	1.048.287	1.126.204
Patrimonio + Interés Minoritario	60.195	71.935	71.128	78.072	106.612	120.830	108.677	104.374	91.636

\*Indicadores financieros pueden variar respecto de lo indicado en EEFF de la compañía

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

(2) Ebitda Ajustado = Incorpora dividendos percibidos de Gama Technologies S.A.

(3) FCNOA = Flujos de efectivo procedentes de las actividades de la operación – intereses percibidos.

(4) Deuda Financiera Ajustada= descuenta los efectos de los intereses financieros.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Jun. 23	Jun. 24
Margen Bruto (%)	21,3%	20,7%	23,3%	21,1%	17,6%	18,6%	13,3%	27,0%	12,6%
Margen Operacional (%)	10,9%	11,3%	12,3%	5,3%	4,0%	7,1%	4,4%	3,5%	2,4%
Margen Ebitda <sup>(1)</sup> (%)	12,2%	12,5%	13,3%	6,0%	4,7%	7,8%	5,0%	4,0%	3,1%
Margen Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup> (%)	12,2%	12,5%	13,3%	6,1%	4,8%	7,9%	5,3%	4,6%	3,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,7%	19,7%	29,9%	8,4%	25,4%	28,3%	29,3%	40,8%	30,8%
Costo/Ventas	78,7%	79,3%	76,7%	78,9%	82,4%	81,4%	86,7%	73,0%	87,4%
Gav/Ventas	10,4%	9,4%	11,0%	15,8%	13,5%	11,5%	8,9%	23,5%	10,2%
Días de Cobro	428,9	443,0	422,4	298,8	171,1	317,6	255,0	206,5	288,6
Días de Pago	239,2	345,8	366,7	268,7	218,7	330,5	192,2	193	188,8
Días de Inventario	124,1	136,9	112,5	88,4	90,5	123,0	44,6	54,9	50,0
Endeudamiento Total	4,7	5,9	9,0	9,5	7,7	9,4	10,0	10,0	12,3
Endeudamiento Financiero	2,9	3,0	4,2	4,8	3,5	4,5	5,5	5,1	7,2
Endeudamiento Financiero Neto	2,9	2,9	4,1	4,7	3,4	4,4	5,4	4,9	7,1
Endeudamiento Financiero Ajustado <sup>(3)</sup>	2,9	3,0	4,2	4,5	3,4	4,5	5,4	5,1	7,1
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(3)</sup>	2,9	2,9	4,1	4,5	3,4	4,4	5,3	4,9	7,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	7,9	6,5	5,2	10,9	9,4	9,0	12,1	7,5	17,1
Deuda Financiera Ajustada <sup>(3)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup> (vc)	7,9	6,5	5,2	10,1	9,1	8,9	11,2	7,1	15,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	7,8	6,4	5,1	10,9	9,3	9,0	11,9	7,2	17,0
Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(1)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(1)</sup> (vc)	7,8	6,4	5,1	10,1	9,0	8,8	11,0	6,8	15,6
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	1,4	2,4	3,1	1,4	1,3	1,6	0,9	1,5	0,7
Ebitda Ajustado <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros (vc)	1,4	2,4	3,1	1,4	1,4	1,6	1,0	1,5	0,7
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera (%)	-22,9%	3,7%	-7,4%	-17,3%	4,0%	-25,2%	10,4%	17,7%	-5,0%
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera Ajustada <sup>(3)</sup> (%)	-23,1%	3,8%	-7,6%	-17,3%	4,0%	-25,3%	10,5%	18,6%	-5,0%
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera Neta (%)	-22,9%	3,7%	-7,4%	-18,4%	4,0%	-25,2%	10,5%	17,7%	-5,0%
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(3)</sup> (%)	-23,1%	3,8%	-7,6%	-18,4%	4,1%	-25,4%	10,7%	18,6%	-5,1%
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Corriente	-37,8%	6,6%	-12,3%	-23,7%	6,1%	-51,6%	25,3%	49,7%	-11,8%
Liquidez Corriente (vc)	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4

\*Indicadores financieros pueden variar respecto de lo indicado en EEFF de la compañía

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

(2) Ebitda Ajustado = Incorpora dividendos percibidos de Gama Technologies S.A.

(3) Deuda Financiera Ajustada= descuenta los efectos de los intereses financieros.

(4) FCNOA = Flujos de efectivo procedentes de las actividades de la operación – intereses percibidos.

## CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

### EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

#### Programa USD1

Valor total de la emisión	USD 20.000.000
Fecha de registro	22.09.2022
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirografaria

### BONOS EN PROCESO DE INSCRIPCIÓN

#### Programa USD2

Valor total de la emisión	USD 10.000.000
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirografaria

### EMISIONES DE BONOS VIGENTES

#### Serie 1

#### Serie 2

#### Serie 3

#### Serie 4

Al amparo de la emisión	G1	G1	G1	G1
Monto de la emisión	USD 4.000.000	USD 600.000	USD 1.400.000	USD 3.000.000
Plazo	1.029 días	1.029 días	2.492 días	728 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	7,25%	7,75%	8,25%	7,125%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma			

### EMISIONES DE BONOS VIGENTES

#### Serie 5

#### Serie 6

#### Serie 7

Al amparo de la emisión	G1	G1	G1
Monto de la emisión	USD 2.000.000	USD 500.000	USD 2.000.000
Plazo	1.546 días	1.519 días	1.485 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,25%	8,25%	8,25%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

### EMISIONES DE BONOS VIGENTES

#### Serie 8

#### Serie 9

#### Serie 10

Al amparo de la emisión	G1	G1	G1
Monto de la emisión	USD 500.000	USD 600.000	USD 600.000
Plazo	1.457 días	1.001 días	994 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,25%	8,75%	8,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 11	Serie 12	Serie 13
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1
Monto de la emisión	USD 500.000	USD 900.000	USD 450.000
Plazo	980 días	939 días	930 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,75%	8,75%	8,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 14	Serie 15	Serie 16
Al amparo de la emisión	G1	G1	G1
Monto de la emisión	USD 550.000	USD 950.000	USD 1.450.000
Plazo	905 días	910 días	1.575 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,75%	8,75%	9,0%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	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 periodo 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 calificadora 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.

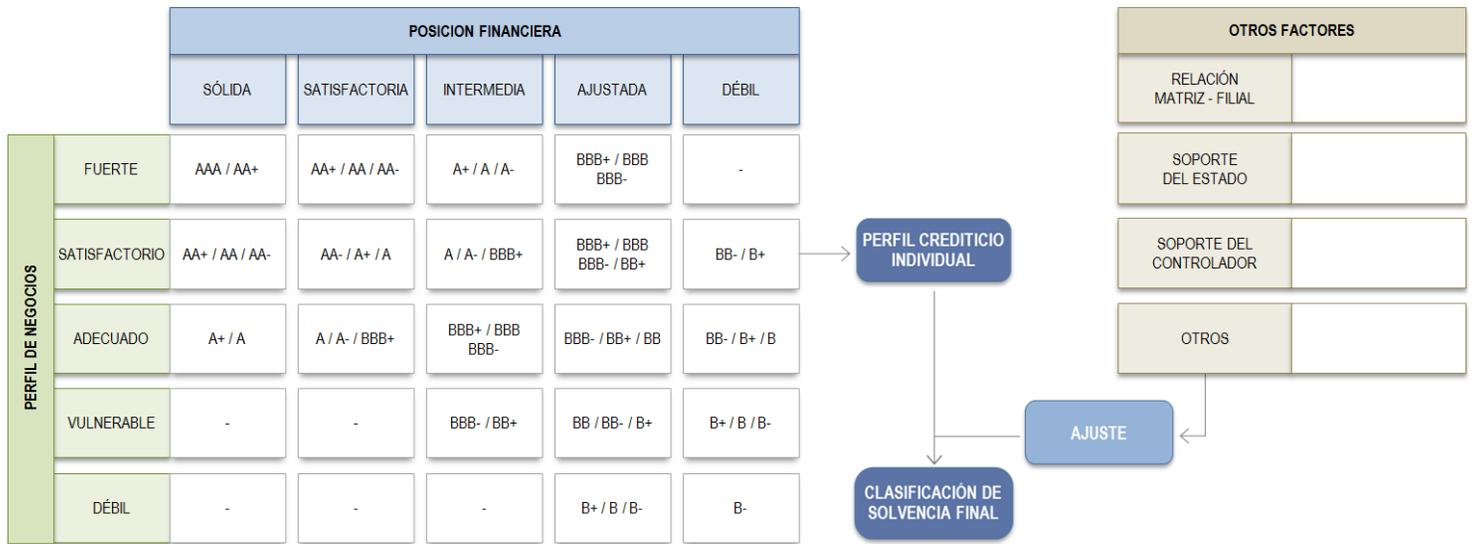
## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- 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.



### EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Thyare Garín M. – Analista Principal
- Esteban Sánchez Ch. – Analista Secundario
- Nicolás Martorell P. – Director Senior

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

Fecha de calificación: 30 de septiembre 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](http://www.feller-rate.com.py)

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

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

Entidad	Calificación Local	
G.P.S.A.E.	Solvencia	BBB-py
	Bonos PEG USD1 y USD2	BBB-py
	Tendencia	Estable

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

Mayor información sobre esta calificación en:

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

## METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pymetcorpo.pdf>En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pyproceso.pdf>

## NOMENCLATURA

BBB: 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. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <https://www.feller-rate.com/clasificacion/nomenclatura/PY>

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

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

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

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

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.