

Abr. 2024

Solvencia	BBBpy
Tendencia	Estable

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

## NUEVOS INSTRUMENTOS

Programa de bonos USD1	BBBpy
------------------------	-------

## INDICADORES RELEVANTES

	2021	2022	2023
Ebitda	52.009	64.934	115.105
Deuda Financiera Ajustada	340.058	434.531	416.823
Margen Ebitda	12,9%	11,1%	18,7%
Endeudamiento total	2,2	2,5	2,0
Endeudamiento financiero Ajustado	1,6	1,8	1,4
Ebitda / Gastos Financieros	1,9	2,1	2,9
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado	6,5	6,7	3,6
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado	6,5	6,5	3,5
FCNOA / Deuda Financiera	11,7%	10,9%	17,3%

## PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación de sus áreas de negocio					
Concentración de clientes					
Exposición al riesgo hidrológico					
Sensibilidad a los ciclos económicos					
Duración de contratos por clientes y traspaso de variación en los principales costos					
Gestión de cobranza con clientes y empresas vinculadas					
Industria intensiva en capital					
Exposición al tipo de cambio					
Participación en industrias competitivas y expuesta al riesgo agrícola					

## POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

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

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

## FUNDAMENTOS

La calificación “BBBpy” asignada a la solvencia de Panchita G de Navegación S.A. refleja un Perfil de Negocios calificado como “Adecuado” y una Posición Financiera calificada como “Intermedia”.

Panchita G de Navegación S.A. (PGN), fue fundada en enero de 1991 bajo el nombre de Bowfluvial S.R.L., modificando su denominación a la actual a comienzos del año 2009. Su actividad comercial se enfoca en ofrecer el servicio de flete por vía fluvial en la Hidrovia Paraguay-Paraná. PGN forma parte del Grupo Líneas Panchita G S.A. (LPG), empresa creada en la década de 1970, que desde sus inicios participó en el negocio de la explotación de barcos.

A diciembre de 2023, PGN exhibió ingresos por Gs. 616.638 millones, presentando un aumento de 5,2% con respecto a diciembre de 2022. Ello se explica principalmente por los ingresos de la obra “Don Toyo” asociada al Astillero. Por su parte, los costos y gastos operativos disminuyeron en 2,9% en comparación al año anterior, hasta alcanzar los Gs. 531.342 millones, asociado con menores desembolsos en arriendo de barcasas a terceros debido al mejor escenario hidrológico, contrarrestado en parte por los costos inherentes a las obras de construcción.

Así, al cierre de 2023, la generación Ebitda de la compañía ascendió hasta los Gs. 115.105 millones, siendo un 77,3% superior a lo obtenido a fines de 2022, debido al incremento de los ingresos en conjunto con la disminución de los costos. De esta manera, el margen Ebitda exhibido por la entidad se situó en un 18,7%, alcanzando un indicador récord, no obstante, dentro del rango presentado durante los ejercicios analizados.

La generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA), a diciembre de 2023, alcanzó los Gs. 72.412 millones, presentando un alza de 50,1% anual. De esta forma, la capacidad de pago de la entidad a diciembre de 2023, medida a través del indicador FCNOA sobre deuda financiera, se incrementó hasta el 17,4%, el cual se espera descienda a los rangos exhibidos en periodos anteriores debido a que durante 2023 se incorporan los pagos de la obra “Don Toyo”.

En los últimos años, PGN ha registrado un continuo crecimiento en el *stock* de deuda financiera, lo que ha estado asociado, mayoritariamente, al sostenido crecimiento de su flota con el objetivo de atender una mayor demanda. Al cierre de 2023, dicha deuda ajustada (descontando intereses) se situó en los Gs. 416.823 millones, disminuyendo en un 4,1% anual, explicado por el pago de obligaciones bancarias.

Cabe mencionar que todos los compromisos asumidos por PGN en el sistema financiero de Paraguay poseen codeuda solidaria y garantías por parte de sus relacionadas LPG Alimentos S.A. y Líneas Panchita G S.A. Ambas compañías son revisadas y analizadas por Feller Rate, concluyendo que el perfil de riesgo de estas no genera cambios relevantes dentro de la calificación de PGN, debido a que estas presentan un perfil crediticio más riesgoso que PGN.

La base patrimonial de la entidad se ha mantenido constantemente creciente, relacionado con los resultados de última línea obtenidos al cierre de cada ejercicio. Para 2023, la compañía obtuvo relevantes utilidades del ejercicio, incrementando su patrimonio en 19,8% lo que, sumado a la contracción de pasivos financieros, generó un endeudamiento financiero ajustado de 1,4 veces (1,8 veces a 2022). A su vez, el índice de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda alcanzó las 3,5 veces (6,5 veces a 2022). En tanto, la cobertura de gastos financieros, medido a través del indicador de Ebitda sobre gastos financieros, evidenció un aumento hasta las 2,9 veces (2,1 veces al cierre de 2022).

A diciembre de 2023, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada como “Suficiente”. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs.17.420

millones y una generación de flujos de la operación que alcanzaba los Gs. 72.412 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 158.312 millones, correspondiente en su mayoría a capital operativo.

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa de emisión (Programa de Emisión Global de Bonos USD1) con un plazo máximo de 3.650 días (10 años) y por un monto máximo de US\$ 20 millones. Los fondos a recaudar estarán destinados principalmente a la reestructuración de pasivos (deuda con proveedores y pasivos financieros), mientras que un remanente será para solventar capital operativo.

## TENDENCIA: ESTABLE

**ESCENARIO BASE:** Se espera que durante los próximos años la compañía continúe rentabilizando el crecimiento de sus inversiones, lo cual debería permitir una mayor generación de flujos para enfrentar los vencimientos de corto plazo. Además de ello, se contempla que la entidad mantendrá un bajo nivel de inversiones para los próximos periodos y de reparto de dividendos que le permita disminuir sus niveles de endeudamiento financiero.

**ESCENARIO DE BAJA:** Podría gatillarse como consecuencia de políticas financieras más agresivas o un deterioro en las condiciones económicas por sobre lo presupuestado en el escenario base, resultando en un deterioro estructural de los indicadores de solvencia.

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

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Adecuada participación de mercado en industria con un alto grado de competencia a nivel global y nacional.
- Alta concentración de clientes, que transportan mayoritariamente productos agrícolas, con cierta diversificación hacia hidrocarburos y fertilizantes.
- Relevante riesgo hidrológico asociado a los niveles de los caudales en la Hidrovía donde opera la compañía que podrían implicar mayores costos.
- Exposición al tipo de cambio queda cubierta ante contratos estipulados en dólares.
- Relevantes requerimientos de capital asociado al negocio.
- Contratos estructurados en el de mediano plazo, cuya tarifa indexa las variaciones del precio del combustible.
- Satisfactoria gestión de cobranza y previsión total de su cartera morosa. Sin embargo, sus empresas asociadas poseen saldos considerables en las cuentas por cobrar.

#### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

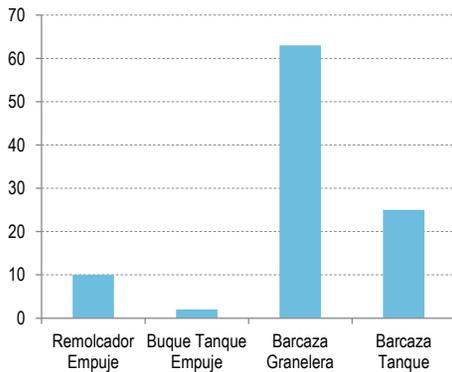
- Márgenes estables, no obstante, influenciados por la ejecución de obras del Astillero.
- Flujos operacionales positivos con una cobertura de deuda financiera que se mantiene en rangos estables.
- Incremento de las obligaciones financieras superan al de la base patrimonial, gatillando un sostenido aumento en el nivel de endeudamiento financiero.
- Respaldo de sus accionistas con la mantención de una política de reinversión de dividendos.
- Posición de liquidez calificada como "Suficiente".

### ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Panchita G de Navegación S.A. es propiedad de Aureliano González Saldívar (99%) y Carmen Arce de González (1%). A su vez, dichos accionistas mantienen el control del 100% del Grupo Líneas Panchita G S.A.

### EMBARCACIONES PROPIAS

Cifras a diciembre de 2023



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ADECUADO

Panchita G de Navegación S.A. (PGN), fue fundada en enero de 1991 bajo el nombre de Bowfluvial S.R.L., modificando su denominación a la actual a comienzos del año 2009.

Su actividad comercial se enfoca en ofrecer el servicio de flete por vía fluvial en la Hidrovía Paraguay-Paraná, principalmente para transportar hidrocarburos, fertilizantes y productos agrícolas, entre los que destacan aceite vegetal y semillas.

PGN forma parte del Grupo Líneas Panchita G S.A. (LPG), empresa creada en la década de 1970, que desde sus inicios participó en el negocio de la explotación de barcos. No obstante, tras el crecimiento de su negocio y de su flota, a partir de 1980 aproximadamente, LPG se constituye como una empresa que ofrece fletes marinos para el transporte de productos relacionados al comercio internacional.

## SEPARACIÓN DE LOS NEGOCIOS DE PGN GENERAN UN EFECTO NEUTRO EN LA CALIFICACIÓN

Hasta el cierre de 2022, dentro del negocio de PGN se encontraba el Astillero Aguapé, a través del cual la compañía ofrecía el servicio de reparación y construcción de diversos tipos de embarcaciones, además de estructuras flotantes, tal como puertos, pontones, entre otros.

Para ello, el Astillero contaba con un taller de mantenimiento de flota y un taller mecánico de reparación de hélices y ejes. Además, se encontraba equipado de infraestructura especializada como varaderos, muelles, grúas orugas, grúas pórtico, soldadores calificados y mano de obra con alta experiencia y certificación internacional.

Cabe mencionar que el Astillero era considerado un centro de costos en la gestión administrativa y contable de PGN, donde se priorizaban las reparaciones, construcciones y mantenimientos de las embarcaciones propias. No obstante, se adquirían compromisos de obras a terceros en caso de poseer espacios en los varaderos y dependiendo de la envergadura de la obra. Ello, permitía que gran parte de la generación operacional de PGN proviniera principalmente del servicio de transporte fluvial.

Tras la aprobación del Directorio de la separación de las entidades, con fecha 12 de diciembre de 2022, se constituyó legalmente la sociedad Astillero Aguapé S.A. El capital social de esta nueva compañía asciende a los Gs. 16 millones, cuyos aportantes corresponden a Líneas Panchita G S.A (71%), Panchita G de Navegación (23%), Aureliano González y Carmen Arce (3% cada uno).

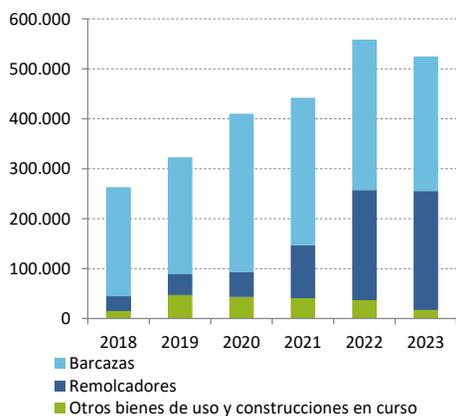
La separación de los negocios se gestiona de manera gradual desde inicios de 2023, considerando que, por decisión del Directorio, las obras tomadas por PGN serán culminadas dentro de esta misma. Así es el caso de la obra Don Toyo, contrato adjudicado en octubre de 2022 por un total de US\$ 14,5 millones y un plazo de ejecución de 365 días hábiles, con el objetivo de construir y vender a la compañía Transporte Fluvial Paraguayo S.A.C.I. (empresa integrante del Grupo Toyotoshi) un buque para el transporte de contenedores.

Ello generó flujos dentro de PGN por servicios de astillero principalmente durante 2023, y percibirá un remanente menor hasta 2025.

Feller Rate considera dentro de la actual calificación que, una vez se concrete completamente el traspaso del Astillero a la nueva sociedad constituida, tendrá un efecto neutro en la calificación de riesgo, considerando que la generación operacional

### EVOLUCIÓN PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO

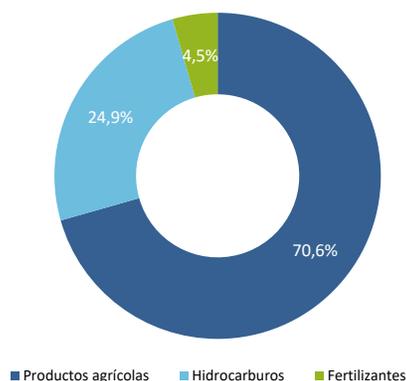
Cifras en millones de guaraníes



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

### PRINCIPALES CARGAS TRANSPORTADAS

Cifras a diciembre de 2023



Fuente: Elaboración propia en base a información enviada por la compañía.

históricamente provino casi en su totalidad de los servicios de fletes fluviales. Por otro lado, vale decir que Líneas Panchita G, al ser el accionista mayoritario de Astillero Aguapé S.A., reflejará dentro de sus Estados Financieros la operación del Astillero.

### FLOTA Y PLANEACIÓN DE TRANSPORTE

Para atender su demanda, al cierre de 2023, PGN contaba con una flota de 63 barcazas graneleras para carga seca, 2 buques tanque de empuje, 25 barcazas tanque para carga líquida e incorporó 3 remolcadores de empuje alcanzando un total de 10 unidades a fines del período. Así, la flota propia de la compañía tenía una capacidad de 141.200 toneladas para carga seca y de 87.000 m<sup>3</sup> para carga líquida.

A su vez, durante el mismo periodo, PGN disminuyó el arriendo de barcazas a terceros debido a las mejores condiciones en el nivel de los ríos de la región, pasando de 30 en 2022 a 6 en 2023, registrando una capacidad adicional de 15.000 m<sup>3</sup>.

Adicionalmente, la empresa relacionada LPG le arrienda a PGN 2 remolcadores de apoyo.

Las vías fluviales que recorre la flota de la entidad son principalmente para el tránsito de barcazas y remolcadores. El plan de transporte de PGN se basa en un convoy compuesto de un remolcador de empuje de 5.000 HP con potencia para traccionar hasta 40.000 MT, y 16 barcazas jumbo de 2.500 MT cada una, las cuales se van acoplando, dependiendo de las necesidades de transporte y de la capacidad del remolcador, que varía entre 27.000 y 40.000 toneladas.

En términos de propiedad, planta y equipo, las partidas de barcazas y remolcadores han representado por sobre el 85% del total, con una tendencia creciente durante los últimos tres periodos hasta situarse en un 97% a diciembre de 2023.

Asimismo, tanto las barcazas como los remolcadores en su conjunto se han ido incrementando continuamente, totalizando a diciembre de 2023, un valor neto por Gs. 508.012.

En sus inicios, la empresa importaba sus navíos de transporte de carga directamente de Estados Unidos y, en menor medida, de Argentina. Sin embargo, por más de 15 años que las construcciones de nuevas barcazas y las reconstrucciones se realizan en Paraguay, dentro del Astillero Aguapé. Lo que respecta a las barcazas que transportan hidrocarburos y cargas líquidas, todas tienen una antigüedad menor a 5 años, construidas en el Astillero, bajo las exigencias de MARPOL (asociado con el Convenio Internacional para Prevenir la Contaminación por los Buques de la Organización Marítima Internacional) y certificada por el RINA.

### ADECUADA GESTIÓN DE COBRANZA

La cartera de deudores comerciales de PGN ha presentado un comportamiento dispar en el horizonte de evaluación, alcanzando al cierre de 2023 los Gs. 41.261 millones, presentando una variación negativa de 11,5% respecto a diciembre de 2022.

Dicha cartera posee un total de Gs. 14.232 millones vencidos que se encuentran totalmente provisionados. Sin embargo, esta representa una porción marginal de 2,4% de los ingresos del periodo.

Una relevante herramienta para controlar y gestionar la cartera de deudores que posee la compañía en línea con su actividad es la política operacional de ejecutar el desembarco de los navíos en el puerto de entrega siempre y cuando se hayan efectuado los pagos correspondientes por parte de los clientes.

Esto, ha permitido que PGN mantenga un indicador de días de cobro con una leve tendencia a la baja durante los último 3 periodos, alcanzando a diciembre de 2023 los 24,1 días y un indicador de recaudación sobre ingresos en torno al 100%.

Entre sus principales contrapartes registradas en sus cuentas por cobrar se encuentra Petropar, la cual es una propiedad estatal de Paraguay que se dedica a la distribución y comercialización de hidrocarburos y gas.

Cabe mencionar que las cuentas por cobrar con relacionadas tienen un peso relevante en los ingresos, representando al cierre del ejercicio 2023 un 20,8%.

## INDUSTRIA DE TRANSPORTE LIGADA AL CICLO ECONÓMICO

En las últimas décadas, las exportaciones sudamericanas de materias primas impulsaron a Paraguay como el único actor sin salida al mar dentro de los países con mayores flotas fluviales, solo por detrás de Estados Unidos de Norteamérica y China.

La industria se beneficia de la Hidrovía Paraguay-Paraná, una de las arterias de salida al Atlántico para la producción de los países del Mercosur. Ésta, contempla 3.442 kilómetros que nacen en el puerto de Cáceres, en el sur de Brasil, pasa por la frontera con Bolivia, atraviesa Paraguay y el noreste de Argentina y termina en Nueva Palmira, Uruguay.

De esta forma, el crecimiento y proyección de las áreas de negocio de cargas tienen relación directa con la actividad comercial tanto interna como externa, enmarcada dentro de la compra y venta de *commodities*, materias primas, productos semielaborados y productos terminados.

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

Según cifras del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo de 2024, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), durante el cuarto trimestre del año en curso el PIB nacional registró un crecimiento interanual de 4,9%, reflejando mayoritariamente el positivo desempeño en servicios, industria manufacturera, ganadería y electricidad. Lo anterior, permitió compensar las contracciones en las actividades de la construcción y agricultura.

La misma institución mantuvo el pronóstico para el año 2024 de un crecimiento de la actividad económica del 3,8%. Esto, viene dado por un ajuste al alza de la industria manufacturera (4,1%) y en la industria de otros servicios (4,3%), además de la actividad agrícola y agua y electricidad que, a pesar del crecimiento esperado de 2,0% y 3,1% respectivamente, se revisaron a la baja.

Por el lado del gasto, se estima un menor crecimiento de las exportaciones compensado por una mayor expansión del consumo privado.

Por su parte, la tasa inflacionaria durante el primer trimestre de 2024 se situó en 3,3%, por debajo de la meta de 4,0% y menor a lo registrado en el trimestre anterior. En tanto, las proyecciones de inflación se mantienen en el 4,0% para el año en curso, en línea con una brecha cerrada del PIB interno y externo, además de tasas de interés internacionales con una tendencia a la baja.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional aún complejo, con múltiples fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran la escalada de las tensiones en el conflicto en Medio Oriente que podrían seguir impactando los precios del petróleo y de sus derivados. han afectado el precio del combustible; y eventuales alzas en los precios de los *commodities* alimenticios en línea

con condiciones climáticas adversas e inestabilidad geopolítica que podría interrumpir las cadenas de suministro a nivel global.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática. Al respecto, se ha reducido la probabilidad de exceso de precipitaciones como efecto del fenómeno “El Niño”, sin embargo, se registraron niveles deficitarios de humedad en el suelo que afectan los cultivos de maíz que se han ido regularizando con las precipitaciones registradas desde inicios de abril.

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

## CONTRATOS COMERCIALES ESTRUCTURADOS EN EL MEDIANO PLAZO

PGN, al cierre de 2023, poseía una acotada cantidad de clientes compuesta por 8 compañías, de las cuales, en términos de toneladas cargadas, un 70,6% transporta productos agrícolas (soja, harina, aceite, granos), un 24,9% traslada hidrocarburos y un 4,5% carga fertilizantes.

La alta concentración de los flujos operacionales de la entidad se ve mitigado en parte por la disposición de contratos con importantes multinacionales con una relación comercial que data de hace más de 25 años. Asimismo, los contratos poseen renovación anual automática, mientras que otros se encuentran estructurados en el mediano plazo (3 a 5 años), acordando lotes mínimos mensuales.

A su vez, dichos contratos se encuentran estipulados en dólares estadounidenses – moneda funcional en la operación de la compañía– cubriéndose ante variaciones del tipo de cambio.

En tanto, las tarifas se reajustan mensualmente de manera automática en base al BAF (Bunker Adjustment Factor), asociado con la corrección realizada por la fluctuación del costo del combustible. Igualmente, la entidad realiza la revisión tarifaria genérica de sus contratos periódicamente (cada 6 o 12 meses dependiendo del tipo de cliente).

## OPERACIÓN EXPUESTA A RIESGO HIDROLÓGICO

La sociedad desempeña su actividad principalmente en la Hidrovía Paraguay-Paraná, con un recorrido que abarca cinco países, operando en los puertos de Corumbá y Ladario (Brasil), Puerto Aguirre (Bolivia), San Lorenzo (Argentina), Nueva Palmira (Uruguay) y aquellos ubicados en el río Alto Paraná (Paraguay), donde este último tramo no forma parte de la hidrovía.

En base a información de la Dirección de Meteorología e Hidrología de Paraguay, la región atravesó por una intensa sequía y déficit hídrico que se extendió por tres años consecutivos (2020-2022). En este periodo, las aguas del río Paraná, a pesar de mantener niveles con menores fluctuaciones que el río Paraguay, se vieron fuertemente afectadas por la prolongada sequía, manteniendo mínimos históricos en las distintas localidades que abarca.

Lo anterior, igualmente se evidenció mediante el Índice de Precipitación Estandarizado (SPI, por sus siglas en inglés), que mantuvo una condición seca a extremadamente seca entre 2020 y 2022 en amplias zonas del país, coincidiendo con la fase fría del fenómeno “La Niña”.

Durante la bajante del río las compañías del sector de transporte fluvial se mantuvieron analizando dicho escenario, debido a que, específicamente en el puerto de Asunción, la navegabilidad se encontraba limitada al paso de barcazas de menores dimensiones.

Las acciones tomadas por PGN en este contexto involucraron la construcción de 2 remolcadores nuevos para aguas bajas (en torno a los 6 pies), además de alquilar en torno a 30 barcazas de terceros mientras se mantenía la bajante de los ríos de la región.

El 2023 fue un año favorable en cuanto a los niveles hidrométricos en los ríos de Paraguay y Paraná. Al respecto, a pesar del incremento de la precipitación en gran parte de la cuenca del Río de la Plata, los niveles de los caudales del río Paraguay se mantuvieron por debajo de los niveles normales, sin embargo, el río Paraná alcanzó los rangos normales gracias a las precipitaciones en el sur de Brasil.

Este panorama más alentador en el comportamiento de crecida en los ríos de la región permitió a PGN operar de manera óptima y sin sobrecostos en arrendamiento de equipos de terceros.

## INVERSIONES EN ASOCIADAS GENERAN DIVIDENDOS CON UN EFECTO MARGINAL EN LOS RESULTADOS DE PGN

PGN posee inversiones en el capital accionario de dos entidades vinculadas: Tío Kike S.A. y LPG Emprendimientos y Servicios S.A.

Tío Kike es una sociedad constituida en septiembre de 2012, cuyos principales aportantes corresponden a Panchita G de Navegación, Bunge y Losur Overseas, todas con una participación de 33,3% de la propiedad. El giro comercial de Tío Kike es el transporte fluvial de productos agro dentro y fuera de Paraguay, con una capacidad de transporte de 340.000 toneladas anuales.

Es relevante mencionar que PGN percibe anualmente reparto de dividendos de Tío Kike, los cuales, al cierre de 2023, ascendieron a los Gs. 5.651 millones aproximadamente.

Por su parte, LPG Emprendimientos y Servicios S.A. es una compañía que se estableció en julio de 2018 y se dedica principalmente a la prestación de servicios de draga en los cauces hídricos tanto en Paraguay como en otros países. PGN detenta el 80% de las acciones de dicha sociedad, equivalente a 1.124 acciones, no obstante, hasta la fecha, LPG Emprendimientos y Servicios no ha registrado pago de dividendos.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se puede producir la afectación del entorno donde se desarrolla el negocio producto de una falta de atención de sus obligaciones. Así, la estrategia medioambiental de PGN contempla la gestión de residuos y basura generados por la operación de remolcadores y barcazas, manteniendo al día los documentos que lo acrediten.

Hacia adelante, la compañía apunta a obtener la certificación de carbono neutralidad, a la misma vez que evalúan el tipo de combustible y motor óptimos para su flota, en línea con las exigencias del país para 2028 en términos de responsabilidad ambiental.

### — SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la compañía aplica la regulación laboral vigente de la industria en

consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados. En añadidura, PGN implementa iniciativas con el personal relacionadas con evaluaciones de salud y planes alimenticios, entre otros.

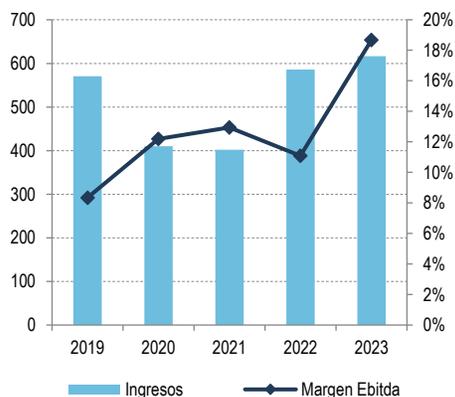
Respecto a la relación con la comunidad, la empresa entrega servicios principalmente al barrio aledaño a donde se encuentra ubicado el Astillero Agupapé. Entre ellos destacan las asistencias sociales, donaciones, apoyo a escuelas y aportes a la iglesia.

#### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

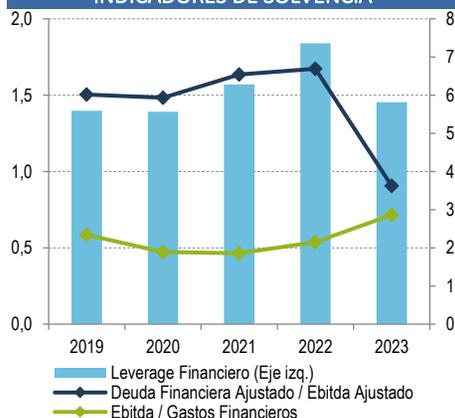
La sociedad es administrada por un Directorio, el cual se compone por cuatro miembros (Presidente, Vicepresidente y dos Directores). El Directorio sesiona regularmente para definir los lineamientos de la estrategia del negocio.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

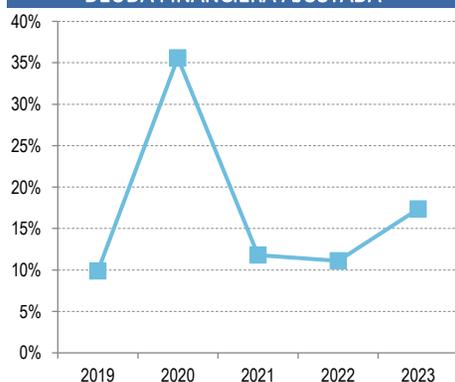
Ingresos en miles de millones de guaraníes



### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



### EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA AJUSTADA



## POSICIÓN FINANCIERA

### AJUSTADA

Aclaración: A la fecha de los últimos Estados Financieros, PGN poseía el 80% del capital accionario de LPG Emprendimientos y Servicios S.A.

Debido a lo anterior, bajo la metodología de análisis de Feller Rate, la posición financiera de la compañía se evalúa a nivel consolidado, incorporando dentro de los principales índices crediticios los resultados de LPG Emprendimientos y Servicios.

## RESULTADOS Y MÁRGENES:

### Márgenes estables y flujos operacionales presentan adecuada cobertura de deuda financiera

La compañía ha presentado estabilidad en sus ingresos operacionales dentro del horizonte analizado, sin embargo, dicho comportamiento se ha observado influenciado positivamente en los periodos en los que PGN se ha adjudicado obras de construcción dentro del Astillero.

A diciembre de 2023, PGN exhibió ingresos por Gs. 616.638 millones, presentando un aumento de 5,2% con respecto a diciembre de 2022. Ello se explica principalmente por los ingresos de la obra "Don Toyo" asociada al Astillero, además del mejor desempeño del servicio de flete naviero.

Por su parte, los costos y gastos operativos disminuyeron en 2,9% en comparación al año anterior, hasta alcanzar los Gs. 531.342 millones, asociado con menores desembolsos en arriendo de barcas a terceros debido al mejor escenario hidrológico, contrarrestado en parte por los costos inherentes a las obras de construcción.

Así, al cierre de 2023, la generación Ebitda de la compañía ascendió hasta los Gs. 115.105 millones, siendo un 77,3% superior a lo obtenido a fines de 2022, debido al incremento de los ingresos en conjunto con la disminución de los costos. De esta manera, el margen Ebitda exhibido por la entidad se situó en un 18,7%, alcanzando un indicador récord, no obstante, dentro del rango presentado durante los ejercicios analizados.

Por otro lado, a nivel consolidado, a fines de 2023, se observó que los ingresos consolidados crecieron en un 5,5% respecto a 2022, hasta alcanzar los Gs. 627.006 millones, presentando una mayor cifra que al evaluar PGN individualmente.

En cuanto a la generación de Ebitda, a nivel consolidado, alcanzó los Gs. 116.138 millones presentando un alza anual del 86,9% respecto a 2022, por sobre el incremento individual, debido al Ebitda de Gs. 1.033 millones generado por LPG Emprendimientos y Servicios presentado en igual periodo.

No obstante, el margen Ebitda ajustado consolidado se situó levemente por debajo del margen Ebitda individual, exhibiendo un 18,5% al cierre de 2023 (18,7% individual al mismo periodo).

Por otro lado, la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA), presenta un comportamiento dispar en un rango positivo, en línea con los mayores flujos recibidos por parte de los servicios en el Astillero, el cual, a diciembre de 2023, alcanzó los Gs. 72.412 millones, presentando un alza de 50,1% anual.

De esta forma, la capacidad de pago de la entidad a diciembre de 2023, medida a través del indicador FCNOA sobre deuda financiera, se incrementó hasta el 17,4%, el cual se

espera descienda a los rangos exhibidos en periodos anteriores debido a que durante 2023 se incorporan los pagos de la obra "Don Toyo".

Feller Rate considera que, tras la separación del Astillero hacia una sociedad relacionada, PGN exhibirá una generación y flujos operacionales estables, en línea con lo observado en los periodos en los cuales preponderaron los flujos recaudados de los servicios de flete fluvial.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Incremento en el nivel de deuda financiera en los últimos periodos tras inversiones enfocadas en crecimiento de capacidad operativa

En los últimos años, PGN ha registrado un continuo crecimiento en el *stock* de deuda financiera, lo que ha estado asociado, mayoritariamente, al sostenido crecimiento de su flota con el objetivo de atender una mayor demanda. De esta forma, la deuda financiera ajustada (descontando el efecto de los intereses financieros) pasó desde los Gs. 210.504 millones en 2018 hasta los Gs. 434.531 millones en 2022.

Al cierre de 2023, dicha deuda se situó en los Gs. 416.823 millones, disminuyendo en un 4,1% comparado al mismo periodo 2022, explicado por el pago de obligaciones bancarias.

Al mismo periodo, esta se encontraba compuesta en su totalidad de obligaciones con entidades financieras, mientras que se estructuraba en un 37,8% a corto plazo y un 62,2% en el largo plazo. La sociedad usualmente pacta préstamos financieros con vencimientos en los próximos 12 meses para el financiamiento de capital operativo.

Cabe mencionar que todos los compromisos asumidos por PGN en el sistema financiero de Paraguay poseen codeuda solidaria y garantías por parte de sus relacionadas LPG Alimentos S.A. y Líneas Panchita G S.A. Ambas compañías son revisadas y analizadas por Feller Rate, concluyendo que el perfil de riesgo de estas no genera cambios relevantes dentro de la calificación de PGN, debido a que estas presentan un perfil crediticio más riesgoso que PGN.

En cuanto a la base patrimonial de la entidad, esta se ha mantenido constantemente creciente, relacionado con los resultados de última línea obtenidos al cierre de cada ejercicio. Sin embargo, ello no logró mitigar el incremento de la deuda financiera, por lo que presentó un *leverage* financiero ajustado al alza hasta 2022, alcanzando un *peak* de 1,8 veces.

Para 2023, la compañía obtuvo relevantes utilidades del ejercicio, incrementando su patrimonio en 19,8% lo que, sumado a la contracción de pasivos financieros, generó un endeudamiento financiero ajustado de 1,4 veces.

A su vez, el índice de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda alcanzó las 3,5 veces (6,5 veces a 2022). En tanto, la cobertura de gastos financieros, medido a través del indicador de Ebitda sobre gastos financieros, evidenció un aumento hasta las 2,9 veces (2,1 veces al cierre de 2022).

Por su parte, el *stock* de deuda financiera asociado a LPG Emprendimientos y Servicios corresponde a un 2,0% de las obligaciones financieras consolidadas, representando una proporción marginal de estas. Respecto al patrimonio consolidado, este se ve afectado levemente por las pérdidas que obtuvo LPG Emprendimientos y Servicios al cierre del periodo. En ambos casos se considera un efecto neutro en los principales indicadores crediticios evaluados.

**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2023, por Gs. 17.420 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 mantenimiento de sus activos.

En efecto, a nivel consolidado, la compañía presentó un endeudamiento financiero, una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda, y una cobertura de Ebitda sobre gastos financieros de 1,5 veces, 3,5 veces y 2,9 veces, respectivamente, a diciembre de 2023, los que presentaron una mejora respecto a lo exhibido en 2022 (1,8x, 7,0x y 2,0x respectivamente) debido principalmente a los resultados de PGN individual.

Feller Rate espera que la compañía rentabilice las inversiones asociadas al crecimiento de sus activos operacionales y que ello permita ir disminuyendo gradualmente sus pasivos financieros. Feller Rate espera que la compañía mantenga índices crediticios acorde con su clasificación de riesgo actual.

**LIQUIDEZ: SUFICIENTE**

A diciembre de 2023, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada como "Suficiente" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs.17.420 millones y una generación de flujos de la operación que alcanzaba los Gs. 72.412 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 158.312 millones, de los cuales una parte considerable corresponden a préstamos bancarios para uso de capital operativo.

Asimismo, se considera la emisión del Programa Global de Bonos USD1 por un monto de US\$ 20 millones, el cual se destinará, en torno a un 70% al refinanciamiento de pasivos financieros de la entidad.

A su vez, se considera la determinación de los accionistas de la compañía de la reinversión de los dividendos, lo que le entrega flexibilidad financiera adicional.

## NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS

Calificada en “BBBpy/Estable”

### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS USD1

Actualmente, PGN se encuentra en proceso de inscripción de un nuevo programa de emisión global de bonos corporativos, denominado USD1.

#### — PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD1

El monto total del programa es de US\$ 20 millones, dividido en una cantidad series aún por definir, con plazos de vencimiento entre los 365 y 3.650 días (1 y 10 años, respectivamente), con amortizaciones de capital y pago de intereses según se defina en el Complemento de Prospecto correspondiente a cada serie. A su vez, la tasa de interés será definida en el momento de la emisión de cada serie respectiva dentro del marco de este programa.

El uso de los fondos obtenidos será principalmente para la reestructuración de pasivos (entre 80-100% de los fondos, lo que considera deuda con proveedores y pasivos financieros), mientras que la diferencia será utilizada para capital operativo.

Se prevé la posibilidad de rescate anticipado, de acuerdo con lo establecido en la Resolución N° 1.013/11 de la BVA. Así, el Directorio de PGN 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.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

	Abr. 2024
Solvencia	BBBpy
Tendencia	Estable

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Operacionales	377.758	570.799	410.059	401.627	586.130	616.638
Ebitda <sup>(1)</sup>	50.139	47.641	50.032	52.009	64.934	115.105
Resultado Operacional	23.087	22.322	29.363	27.236	38.795	85.297
Ingresos Financieros			3.890			
Gastos Financieros	-20.206	-20.392	-26.496	-28.014	-30.251	-40.223
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.905	2.440	8.061	1.697	8.968	49.622
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	23.987	28.291	105.717	40.127	48.245	72.412
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	23.987	28.291	105.717	40.127	48.245	72.412
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	5.795	6.782	82.982	15.746	19.482	32.190
Inversiones en Activos Fijos Netas	-16.203	-60.050	-84.078	-62.222	-112.538	-5.027
Inversiones en Acciones	-1.028	-654	6.185	2.250	-1.353	3.494
Flujo de Caja Libre Operacional	-11.436	-53.921	5.089	-44.226	-94.409	30.657
Dividendos Pagados						
Flujo de Caja Disponible	-11.436	-53.921	5.089	-44.226	-94.409	30.657
Movimiento en Empresas Relacionadas						
Otros Movimientos de Inversiones	3.480	34	1.632	290	1.493	317
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-7.956	-53.887	6.721	-43.937	-92.916	30.974
Variación de Capital Patrimonial						
Variación de Deudas Financieras	9.334	57.842	-10.940	60.709	104.429	-24.070
Otros Movimientos de Financiamiento	254	362	-24	0	-58	31
Financiamiento con Empresas Relacionadas	-1.113	-2.967	-1.293			
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	520	1.349	-5.537	16.772	11.456	6.934
Caja Inicial	5.665	6.185	7.534	-14.136	-970	10.486
Caja Final	6.185	7.534	1.997	2.636	10.486	17.420
Caja y Equivalentes	6.185	7.534	1.997	2.636	10.486	17.420
Cuentas por Cobrar Clientes	25.865	22.662	35.320	38.983	46.616	41.262
Inventario	5.042	5.688	7.322	9.251	29.452	62.070
Deuda Financiera	211.387	288.906	300.048	342.326	442.979	418.908
Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)</sup>	210.504	286.684	297.008	340.058	434.531	416.823
Activos Totales	461.141	560.374	655.661	689.827	849.402	865.713
Pasivos Totales	272.512	353.633	440.125	471.966	608.716	577.411
Patrimonio + Interés Minoritario	188.629	206.741	215.536	217.861	240.686	288.302

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

(2) Deuda Financiera Ajustada = Se descuentan los intereses a pagar.

### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto	21,8%	14,3%	20,4%	23,1%	14,1%	24,0%
Margen Operacional (%)	6,1%	3,9%	7,2%	6,8%	6,6%	13,8%
Margen Ebitda (%)	13,3%	8,3%	12,2%	12,9%	11,1%	18,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	2,6%	1,2%	3,7%	0,8%	3,7%	17,2%
Costo/Ventas	78,2%	85,7%	79,6%	76,9%	85,9%	76,0%
Gav/Ventas	15,7%	10,4%	13,2%	16,3%	7,5%	10,2%
Días de Cobro	24,6	14,3	31,0	34,9	28,6	24,1
Días de Pago	50,5	36,8	92,6	102,9	110,3	102,4
Días de Inventario	6,1	4,2	8,1	10,8	21,1	47,7
Endeudamiento total	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,0
Endeudamiento financiero	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5
Endeudamiento Financiero Neto	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,4
Endeudamiento Financiero Ajustado <sup>(2)</sup>	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(2)</sup>	1,1	1,4	1,4	1,5	1,8	1,4
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	4,2	6,1	6,0	6,6	6,8	3,6
Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(1)</sup> (vc)	4,2	6,0	5,9	6,5	6,7	3,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	4,1	5,9	6,0	6,5	6,7	3,5
Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(2)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(1)</sup> (vc)	4,1	5,9	5,9	6,5	6,5	3,5
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros (vc)	2,5	2,3	1,9	1,9	2,1	2,9
FCNOA / Deuda Financiera (%)	11,3%	9,8%	35,2%	11,7%	10,9%	17,3%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	11,7%	10,1%	35,5%	11,8%	11,2%	18,0%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)</sup> (%)	11,4%	9,9%	35,6%	11,8%	11,1%	17,4%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(2)</sup> (%)	11,7%	10,1%	35,8%	11,9%	11,4%	18,1%
Liquidez Corriente (vc)	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4

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

(2) Deuda Financiera Ajustada = Se descuentan los intereses a pagar

### CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

#### BONOS EN PROCESO DE INSCRIPCIÓN

#### Programa USD1

Valor total de la emisión	USD 20.000.000
Covenants	Ebitda/Intereses >= 1,5x Pasivo Total/PN <= 3,0x
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

## NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

## CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

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

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

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

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

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

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

## ACCIONES

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

## TENDENCIA

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

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

## CREDITWATCH

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

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

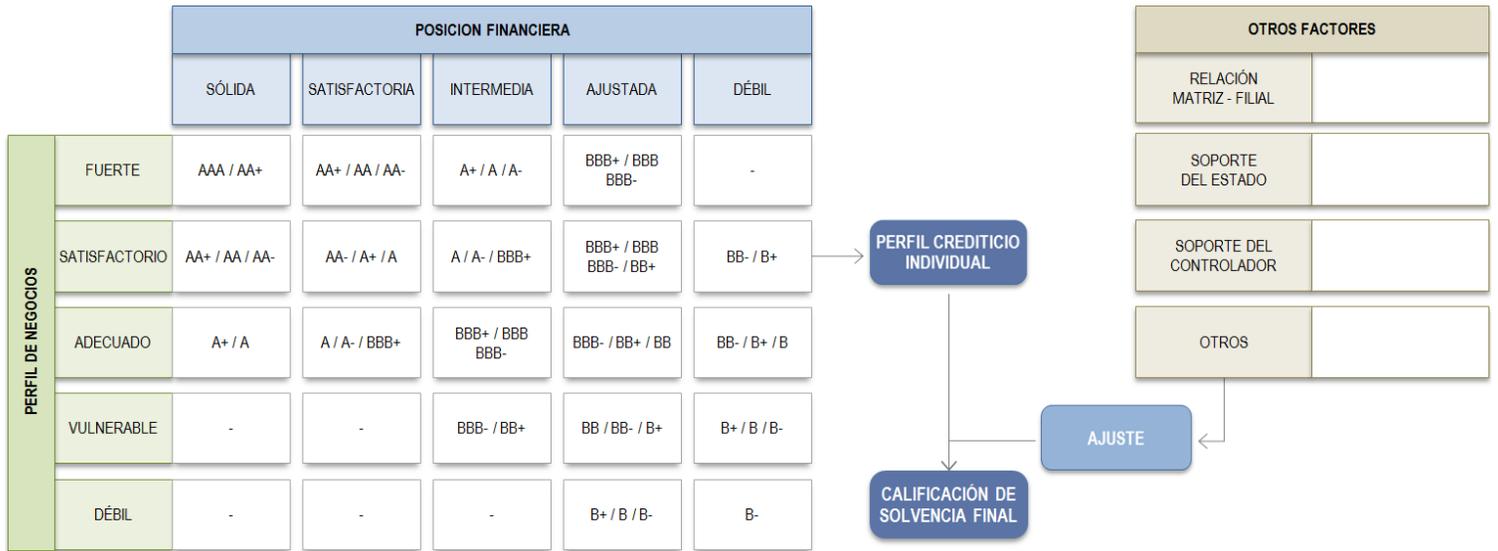
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

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

### MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

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



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

Fecha de calificación: 30 de abril de 2024.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 31.12.2023.

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	
Panchita G de Navegación S.A.	Solvencia	BBBpy
	Bonos PEG USD1	BBBpy
	Tendencia	Estable

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

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

## METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

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

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

## NOMENCLATURA

BBB: Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

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

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

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

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

ÁLVARO FELLER  
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL  
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILLO  
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.