

	Abr. 2024	Abr. 2025
Solvencia	BBBpy	BBBpy
Tendencia	Estable	Estable

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2022	2023	2024
Ebitda	63.167	114.877	82.212
Deuda Financiera Aj.	440.285	417.432	525.149
Margen Ebitda	10,7%	18,4%	14,0%
Endeudamiento total	2,8	2,2	2,1
Endeudamiento financiero Aj.	2,0	1,6	1,8
Ebitda / Gastos Financieros	1,9	2,6	1,7
Deuda Financiera Aj. / Ebitda	7,0	3,6	6,4
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda	6,8	3,5	6,2
FCNOA / Deuda Financiera Aj.	10,8%	18,6%	-7,7%

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
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
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

FUNDAMENTOS

La calificación “BBBpy” asignada a la solvencia de Panchita G de Navegación S.A. (PGN) refleja un perfil de negocios categorizado como “Adecuado” y una posición financiera calificada como “Intermedia”.

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. 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 2024, PGN exhibió ingresos consolidados por Gs. 588.623 millones, presentando una variación negativa de 5,5% con respecto a diciembre de 2023. Ello se explica por el menor desempeño del servicio de fletes dadas las condiciones climáticas que impactaron negativamente los caudales de la hidrovía, lo que gatilló un temprano cierre de las operaciones, acortando así los meses de facturación. Por su parte, los costos y gastos operativos disminuyeron en 0,5% en comparación al año anterior, hasta alcanzar los Gs. 537.362 millones, asociado con los menores desembolsos en el servicio de fletes, neutralizado en parte por los costos inherentes a la construcción de buques.

Así, al cierre de 2024, el Ebitda consolidado de la compañía se situó en los Gs. 82.212 millones, siendo un 28,4% inferior a lo obtenido a fines de 2023. De esta manera, el margen Ebitda consolidado de la entidad alcanzó un 14,0%, situándose dentro del rango presentado durante los ejercicios analizados.

Por otro lado, la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA), a diciembre de 2024, fue deficitario (Gs. -40.682 millones) debido a un factor de desfase en los flujos, evidenciado en el incremento de los saldos por cobrar, además del ciclo operacional acotado del año.

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.

En términos consolidados, al cierre de 2023, dicha deuda se situó en los Gs. 417.432 millones, disminuyendo en un 5,2% comparado al mismo periodo 2022, explicado por el pago de obligaciones bancarias a raíz de los mejores resultados obtenidos en el periodo.

Posteriormente, al cierre de 2024, la deuda financiera ajustada retomó su crecimiento, con un alza de 25,8% hasta situarse en los Gs. 525.149 millones. Ello debido, por un lado, a la adquisición de nuevas responsabilidades financieras para capital operativo, y, por otro lado, a la inscripción del PEG USD1 y la colocación de las series 1, 2 y 3, destinado principalmente al pago de cuentas con proveedores que poseía una elevada tasa de interés, además de financiar requerimientos de capital para su operación.

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, debido a los resultados de última línea obtenidos al cierre de cada ejercicio y el nulo reparto de dividendos. Ello no logró mitigar el incremento de la deuda financiera en los periodos anteriores, gatillando un incremento del leverage financiero ajustado. Sin embargo, durante los últimos años, la sociedad ha mantenido un indicador en torno a las 1,8 veces (1,8 veces a diciembre de 2024). A su vez, el índice de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda alcanzó las 6,2 veces, por debajo de las 3,5 veces en 2023 debido al efecto conjunto entre el aumento de deuda y la contracción del Ebitda. En tanto, la

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

cobertura de gastos financieros, medido a través del indicador de Ebitda sobre gastos financieros fue de 1,7 veces (2,6 veces al cierre de 2023). Ambos ratios se mantienen en línea con los niveles exhibidos históricamente.

A diciembre de 2024, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada en “Suficiente”. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs.17.420 millones, una generación de flujos de la operación deficitaria y un Ebitda que alcanzaba los Gs. 51.262 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 117.737 millones, correspondiente en su mayoría a capital operativo.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Feller Rate 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 bajos niveles de inversiones y de reparto de dividendos para los próximos periodos que le permitan disminuir su 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

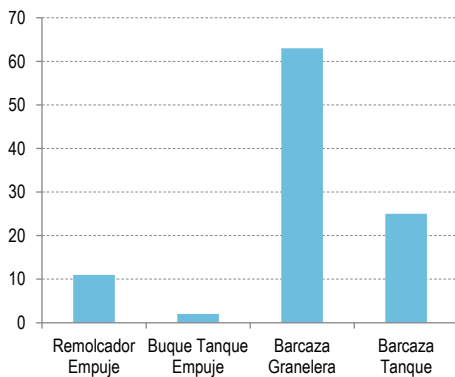
- Márgenes estables y flujos operacionales mayoritariamente positivos con una cobertura de deuda financiera que se mantiene en rangos estables.
- Incremento de las obligaciones financieras gatilló un peak de *leverage* financiero.
- Respaldo de sus accionistas con la mantención de una política de reinversión 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.

UNIDADES DE EMBARCACIONES PROPIAS

Cifras a diciembre de 2024



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 adquirirían 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.

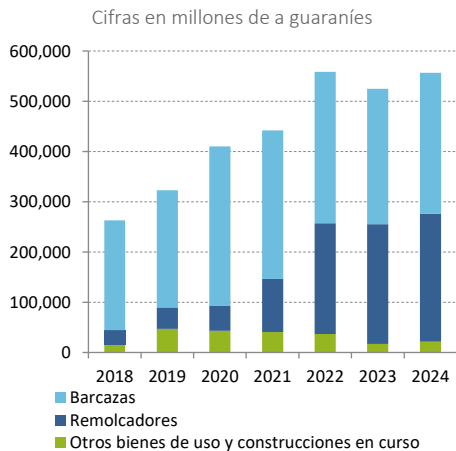
Tras la aprobación del Directorio de la separación de las entidades, con fecha 12 de diciembre de 2022, se constituyó legalmente la sociedad Astillero Aguapé S.A. El capital social de esta nueva compañía asciende a los Gs. 16 millones, cuyos aportantes corresponden a Líneas Panchita G S.A. (71%), Panchita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

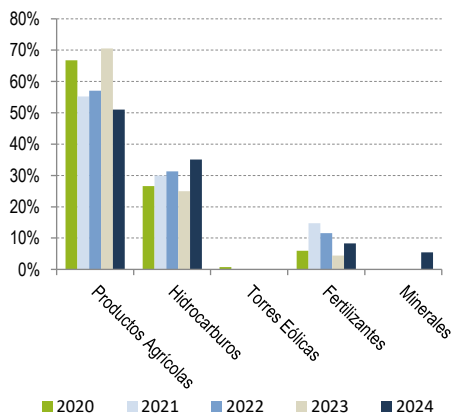
EVOLUCIÓN PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO



(*) Cifras individuales de PGN.

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

PRINCIPALES CARGAS TRANSPORTADAS



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

FLOTA Y PLANEACIÓN DE TRANSPORTE

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.

Para atender su demanda, al cierre de 2024, 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 1 remolcador de empuje alcanzando un total de 11 unidades a fines del periodo, de los cuales 2 son arrendados a su relacionada LPG. Así, la flota propia de la compañía tenía una capacidad de 141.200 toneladas para carga seca y de 87.000 m³ para carga líquida.

A su vez, PGN ha disminuido el arriendo de barcazas a terceros debido a las mejores condiciones en el nivel de los ríos de la región y a la mejor capacidad de su flota en cuanto a calados, pasando de 30 en 2022 a 6 en 2023 y 4 en 2024, registrando una capacidad adicional de 11.000 m³ en el último periodo.

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 a nivel individual de PGN, las partidas de barcazas y remolcadores han representado por sobre el 85% del total, con una tendencia creciente alcanzando un 96% a diciembre de 2024.

A nivel consolidado, gran parte de la propiedad, planta y equipo corresponde a PGN, mientras que una proporción menor pertenece a LPG Emprendimientos y Servicios correspondiente a dragas y otras maquinarias afines a su actividad, representando cerca del 3% del total.

ADECUADA GESTIÓN DE COBRANZA

La cartera de deudores comerciales de PGN ha presentado un crecimiento sostenido en el horizonte de evaluación, alcanzando, al cierre de 2024, los Gs. 211.517 millones en términos brutos.

Dicha cartera posee un total de Gs. 22.297 millones vencidos, de los cuales un 65,9% se encuentran previsionados, mientras que el porcentaje restante corresponde a facturaciones a Petropar en concepto de intereses. Al respecto, cabe mencionar que los saldos vencidos de la cartera representan una porción marginal de 2,5% de los ingresos individuales del periodo.

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

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.

Respecto a las cuentas por cobrar con relacionadas, tienen un peso relevante en los ingresos, representando al cierre del ejercicio 2024 un 19,3%.

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 estimaciones publicadas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2024, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), la actividad nacional evidenció un crecimiento anual del 4,0% durante el año 2024, lo que se explica principalmente por un positivo desempeño en manufacturas, comercio, intermediación financiera, construcción, servicios gubernamentales y servicios a los hogares, entre otros. Por su parte, la evolución de PIB fue contrarrestada por el resultado negativo de la generación de electricidad.

En el caso particular del sector agricultura, este presentó un crecimiento anual cercano al 1,8% según el mismo informe. No obstante, al desagregar por trimestre, según cifras del informe de Cuentas Nacionales Trimestrales (CNT) del BCP, se observa un avance interanual del 5,5%, 6,5% y 0,9% en los primeros tres trimestres del año, respectivamente, y una caída del 4,3% en el último trimestre del año. El avance acumulado considera el incremento en los niveles de producción de soja, trigo, arroz, algodón y yerba mate, y la contracción en la producción de maíz.

Para el año 2025, en base a estimaciones del BCP, se prevé una expansión de la actividad nacional del 3,8% anual, explicada en su conjunto por la expansión del sector servicios, agricultura, ganadería y el sector primario en forma conjunta. La misma institución proyecta un crecimiento anual del 2,0% para agricultura.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando tensiones geopolíticas y una menor demanda global por parte de China, lo que conlleva a volatilidades en los precios del petróleo. Además, se ha observado tendencia a la baja de los precios internacionales de los *commodities* de interés paraguayo, sin embargo, podrían verse afectados por un aumento de los conflictos geopolíticos o condiciones climáticas desfavorables. Por último, se anticipa una mayor cautela en las decisiones de política monetaria de la FED, y las políticas más proteccionistas y riesgos fiscales (inflación y tasas de interés) en economías avanzadas y en Paraguay generan incertidumbre.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática que podría impactar en la producción agrícola y la generación de electricidad. El sector ganadero podría verse favorecido por la apertura de nuevos mercados y las buenas expectativas del sector.

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 2024, poseía una acotada cantidad de clientes compuesta por 14 compañías (por sobre los 8 clientes a diciembre de 2023), de las cuales, en términos de toneladas cargadas, un 51,1% transporta productos agrícolas (soja, harina, aceite, granos), un 35,1% traslada hidrocarburos, un 8,3% carga fertilizantes, mientras que el 5,5% corresponde a transporte de minerales.

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.

Durante 2024, se observó un descenso acumulado en los niveles del río Paraguay, principalmente en los puertos de la cuenca baja asociado con los déficits de precipitaciones, exhibiendo nuevos mínimos históricos.

Feller Rate se mantendrá en constante monitoreo de las condiciones de la Hidrovía y los potenciales impactos colaterales en la actividad de PGN tales como los sobrecostos en arrendamiento de equipos de terceros para darle continuidad a su operación.

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 2024, ascendieron a los Gs. 384 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 1.400 acciones, por lo que sus resultados consolidan en los estados contables de PGN. A diciembre de 2024, LPG Emprendimientos y Servicios exhibió resultados brutos negativos por Gs. 790 millones y pérdidas del ejercicio por Gs. 929 millones explicado por presiones en los costos por la reparación y mantenimiento de las dragas.

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 barcasas, 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.

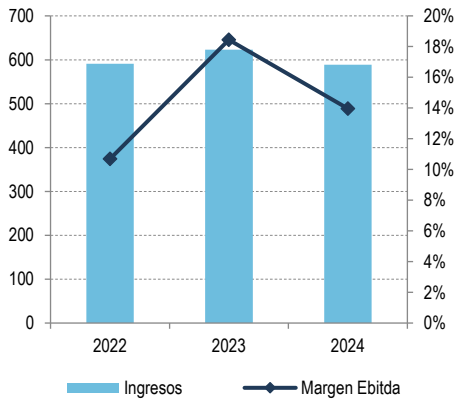
Respecto a la relación con la comunidad destacan las asistencias sociales, donaciones, apoyo a escuelas y aportes a la iglesia.

— 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



POSICIÓN FINANCIERA

INTERMEDIA

Aclaración: En atención a que PGN posee el 80% del capital accionario de LPG Emprendimientos y Servicios S.A, la compañía comenzó a presentar Estados Financieros Consolidados a partir del cierre del ejercicio 2023, acorde con lo estipulado por la SIV.

Para los ejercicios anteriores, bajo la metodología de análisis de Feller Rate, la posición financiera de la compañía se evaluó incorporando dentro de los principales índices crediticios de PGN los resultados de LPG Emprendimientos y Servicios.

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Generación operacional influenciada por factores climatológicos

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

A diciembre de 2024, PGN exhibió ingresos consolidados por Gs. 588.623 millones, presentando una variación negativa de 5,5% con respecto a diciembre de 2023. Ello se explica por el menor desempeño del servicio de fletes dadas las condiciones climáticas que impactaron negativamente los caudales de la hidrovía, lo que gatilló un temprano cierre de las operaciones, acortando así los meses de facturación. En contraposición, la entidad obtuvo una alza en los ingresos referentes a la construcción y venta de buque. Cabe mencionar que, a partir de 2024, la compañía ya no percibe ingresos por servicio de astillero tras la separación de sus negocios.

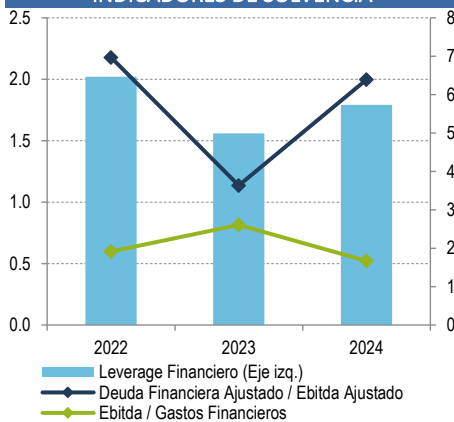
Por su parte, los costos y gastos operativos disminuyeron en 0,5% en comparación al año anterior, hasta alcanzar los Gs. 537.362 millones, asociado con los menores desembolsos en el servicio de fletes, neutralizado en parte por los costos inherentes a la construcción de buques.

Así, al cierre de 2024, el Ebitda consolidado de la compañía se situó en los Gs. 82.212 millones, siendo un 28,4% inferior a lo obtenido a fines de 2023. De esta manera, el margen Ebitda consolidado de la entidad alcanzó un 14,0%, situándose dentro del rango presentado durante los ejercicios analizados.

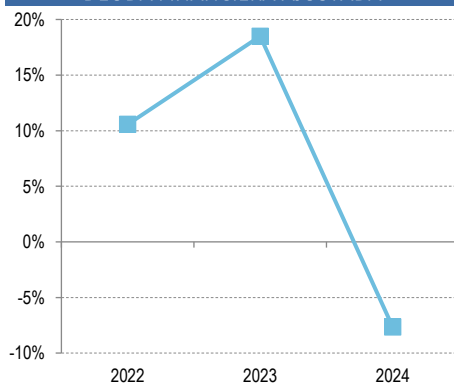
Por otro lado, la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA), presenta un comportamiento dispar, el cual se mantuvo en rangos positivos debido a los mayores flujos recibidos por parte de los servicios en el Astillero.

A diciembre de 2024, el FCNOA de la compañía fue deficitario (Gs. -40.682 millones) debido a un factor de desfase en los flujos, evidenciado en el incremento de los saldos por cobrar, además del ciclo operacional acotado del año.

EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA AJUSTADA



PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2024, por Gs. 17.294 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.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

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

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) a nivel individual pasó desde los Gs. 210.504 millones en 2018 hasta los Gs. 434.531 millones en 2022.

En términos consolidados, al cierre de 2023, dicha deuda se situó en los Gs. 417.432 millones, disminuyendo en un 5,2% comparado al mismo periodo 2022, explicado por el pago de obligaciones bancarias a raíz de los mejores resultados obtenidos en el periodo. Posteriormente, al cierre de 2024, la deuda financiera ajustada retomó su crecimiento, con un alza de 25,8% hasta situarse en los Gs. 525.149 millones. Ello debido, por un lado, a la adquisición de nuevas responsabilidades financieras para capital operativo, y, por otro lado, a la inscripción del PEG USD1 y la colocación de las series 1, 2 y 3, destinado principalmente al pago de cuentas con proveedores que poseía una elevada tasa de interés, además de financiar requerimientos de capital para su operación.

Al mismo periodo, esta se encontraba compuesta en un 83,6% de obligaciones con entidades financieras y en un 16,4% de bonos corporativos, mientras que se estructuraba en un 22,2% en el corto plazo y un 77,8% 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 compañías presentan un perfil crediticio relativamente más riesgoso.

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 y el nulo reparto de dividendos. Ello no logró mitigar el incremento de la deuda financiera en los periodos anteriores, gatillando un incremento del leverage financiero ajustado. Sin embargo, durante los últimos años, la sociedad ha mantenido un indicador en torno a las 1,8 veces (1,8 veces a diciembre de 2024).

A su vez, el índice de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda alcanzó las 6,2 veces, por debajo de las 3,5 veces en 2023 debido al efecto conjunto entre el aumento de deuda y la contracción del Ebitda. En tanto, la cobertura de gastos financieros, medido a través del indicador de Ebitda sobre gastos financieros fue de 1,7 veces (2,6 veces al cierre de 2023). Ambos ratios se mantienen en línea con los niveles exhibidos históricamente.

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 2024, 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, una generación de flujos de la operación deficitaria y un Ebitda que alcanzaba los Gs. 51.262 millones, en

comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 117.737 millones, de los cuales una parte considerable corresponden a préstamos bancarios para uso de capital operativo.

Asimismo, se considera la colocación de series con cargo al PEG USD1 por un monto remanente de US\$ 11 millones, el cual se destinará principalmente 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.

	Abr. 2024	Abr. 2025
Solvencia	BBBpy	BBBpy
Tendencia	Estable	Estable

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2022	2023	2024
Ingresos Operacionales	591.154	622.901	588.623
Ebitda ⁽¹⁾	63.167	114.877	82.212
Resultado Operacional	35.161	83.065	51.262
Ingresos Financieros			
Gastos Financieros	-32.988	-44.077	-49.273
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.301	47.402	23.789
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	47.380	77.586	-40.682
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	47.380	77.586	-40.682
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	18.617	37.247	-80.833
Inversiones en Activos Fijos Netas	-113.891	-1.324	-29.621
Inversiones en Acciones			
Flujo de Caja Libre Operacional	-95.274	35.922	-110.454
Dividendos Pagados			
Flujo de Caja Disponible	-95.274	35.922	-110.454
Movimiento en Empresas Relacionadas			
Otros Movimientos de Inversiones	1.493	317	4.939
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-93.781	36.240	-105.515
Variación de Capital Patrimonial			
Variación de Deudas Financieras	106.422	-29.269	105.604
Otros Movimientos de Financiamiento	-78	116	-776
Financiamiento con Empresas Relacionadas			
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	12.563	7.086	-687
Caja Inicial	-1.669	10.894	17.980
Caja Final	10.894	17.980	17.294
Caja y Equivalentes	10.894	17.980	17.294
Cuentas por Cobrar Clientes	48.437	41.468	85.030
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	97.211	105.519	111.789
Inventario	29.452	62.070	68.104
Deuda Financiera	448.735	419.517	530.627
Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾	440.285	417.432	525.149
Activos Totales	838.348	848.308	930.540
Pasivos Totales	616.159	579.199	634.258
Patrimonio + Interés Minoritario	222.189	269.108	296.282

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

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

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS CONSOLIDADOS

	2022	2023	2024
Margen Bruto	13,8%	23,6%	20,3%
Margen Operacional (%)	5,9%	13,3%	8,7%
Margen Ebitda (%)	10,7%	18,4%	14,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	1,9%	17,6%	8,0%
Costo/Ventas	86,2%	76,4%	79,7%
Gav/Ventas	7,8%	10,2%	11,6%
Días de Cobro	29,5	24,0	52,0
Días de Pago	110,0	101,6	65,9
Días de Inventario	20,8	46,9	52,2
Endeudamiento total	2,8	2,2	2,1
Endeudamiento financiero	2,0	1,6	1,8
Endeudamiento Financiero Neto	2,0	1,5	1,7
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽²⁾	2,0	1,6	1,8
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado ⁽²⁾	1,9	1,5	1,7
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	7,1	3,7	6,5
Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾ / Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ (vc)	7,0	3,6	6,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	6,9	3,5	6,2
Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽²⁾ / Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ (vc)	6,8	3,5	6,2
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros (vc)	1,9	2,6	1,7
FCNOA / Deuda Financiera (%)	10,6%	18,5%	-7,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	10,8%	19,3%	-7,9%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾ (%)	10,8%	18,6%	-7,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽²⁾ (%)	11,0%	19,4%	-8,0%
FCNOA/ Deuda Financiera Corriente (%)	43,1%	49,0%	-34,6%
Liquidez Corriente (vc)	0,4	0,4	0,5

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

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

RESUMEN FINANCIERO INDIVIDUAL

Cifras en millones de guaraníes

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Operacionales	377.758	570.799	410.059	401.627	587.169	616.638	579.087
Ebitda ⁽¹⁾	50.139	47.641	50.032	52.009	65.972	115.105	86.541
Resultado Operacional	23.087	22.322	29.363	27.236	39.834	85.297	57.519
Ingresos Financieros			3.890				
Gastos Financieros	-20.206	-20.392	-26.496	-28.014	-30.251	-43.928	-49.249
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.905	2.440	8.061	1.697	8.968	49.622	25.139
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	23.987	28.291	105.717	40.127	48.245	72.412	-44.434
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	23.987	28.291	105.717	40.127	48.245	72.412	-44.434
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	5.795	6.782	82.982	15.746	19.482	32.190	-84.585
Inversiones en Activos Fijos Netas	-16.203	-60.050	-84.078	-62.222	-112.538	-1.533	-27.066
Inversiones en Acciones	-1.028	-654	6.185	2.250	-1.353		
Flujo de Caja Libre Operacional	-11.436	-53.921	5.089	-44.226	-94.409	30.657	-111.650
Dividendos Pagados							
Flujo de Caja Disponible	-11.436	-53.921	5.089	-44.226	-94.409	30.657	-111.650
Movimiento en Empresas Relacionadas							
Otros Movimientos de Inversiones	3.480	34	1.632	290	1.493	317	4.939
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-7.956	-53.887	6.721	-43.937	-92.916	30.974	-106.711
Variación de Capital Patrimonial							
Variación de Deudas Financieras	9.334	57.842	-10.940	60.709	104.429	-24.070	105.604
Otros Movimientos de Financiamiento	254	362	-24	0	-58	31	-322
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	-1.429
Caja Inicial	5.665	6.185	7.534	-14.136	-970	10.486	17.420
Caja Final	6.185	7.534	1.997	2.636	10.486	17.420	15.991
Caja y Equivalentes	6.185	7.534	1.997	2.636	10.486	17.420	15.991
Cuentas por Cobrar Clientes	25.865	22.662	35.320	38.983	46.616	41.262	83.650
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	75.714	98.446	104.318	108.096	108.904	121.139	127.982
Inventario	5.042	5.688	7.322	9.251	29.452	62.070	68.104
Deuda Financiera	211.387	288.906	300.048	342.326	442.979	418.908	529.990
Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾	210.504	286.684	297.008	340.058	434.531	416.823	524.513
Activos Totales	461.141	560.374	655.661	689.827	849.402	865.713	948.032
Pasivos Totales	272.512	353.633	440.125	471.966	608.716	577.411	629.694
Patrimonio + Interés Minoritario	188.629	206.741	215.536	217.861	240.686	288.302	318.339

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

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

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS INDIVIDUALES

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto	21,8%	14,3%	20,4%	23,1%	14,2%	24,0%	20,6%
Margen Operacional (%)	6,1%	3,9%	7,2%	6,8%	6,8%	13,8%	9,9%
Margen Ebitda (%)	13,3%	8,3%	12,2%	12,9%	11,2%	18,7%	14,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	2,6%	1,2%	3,7%	0,8%	3,7%	17,2%	7,9%
Costo/Ventas	78,2%	85,7%	79,6%	76,9%	85,8%	76,0%	79,4%
Gav/Ventas	15,7%	10,4%	13,2%	16,3%	7,4%	10,2%	10,7%
Días de Cobro	24,6	14,3	31,0	34,9	28,6	24,1	52,0
Días de Pago	50,5	36,8	92,6	102,9	110,3	102,4	65,6
Días de Inventario	6,1	4,2	8,1	10,8	21,1	47,7	53,4
Endeudamiento total	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,0	2,0
Endeudamiento financiero	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5	1,7
Endeudamiento Financiero Neto	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,4	1,6
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽²⁾	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,4	1,6
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado ⁽²⁾	1,1	1,4	1,4	1,5	1,8	1,4	1,6
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	4,2	6,1	6,0	6,6	6,7	3,6	6,1
Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾ / Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ (vc)	4,2	6,0	5,9	6,5	6,6	3,6	6,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	4,1	5,9	6,0	6,5	6,6	3,5	5,9
Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽²⁾ / Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ (vc)	4,1	5,9	5,9	6,5	6,4	3,5	5,9
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros (vc)	2,5	2,3	1,9	1,9	2,2	2,6	1,8
FCNOA / Deuda Financiera (%)	11,3%	9,8%	35,2%	11,7%	10,9%	17,3%	-8,4%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	11,7%	10,1%	35,5%	11,8%	11,2%	18,0%	-8,6%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾ (%)	11,4%	9,9%	35,6%	11,8%	11,1%	17,4%	-8,5%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽²⁾ (%)	11,7%	10,1%	35,8%	11,9%	11,4%	18,1%	-8,7%
FCNOA/ Deuda Financiera Corriente (%)	40,6%	30,2%	204,4%	38,8%	44,7%	45,7%	-37,7%
Liquidez Corriente (vc)	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5

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

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

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa USD1
Valor total de la emisión	USD 20.000.000
Fecha de registro	23.07.2024
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Al amparo de la emisión	USD1	USD1	USD1
Monto de la emisión	6.000.000 dólares	5.000.000 dólares	2.000.000 dólares
Plazo	1.820 días	2.912 días	1.849 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,0%	8,5%	7,75%
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

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 calificadoradora 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 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.

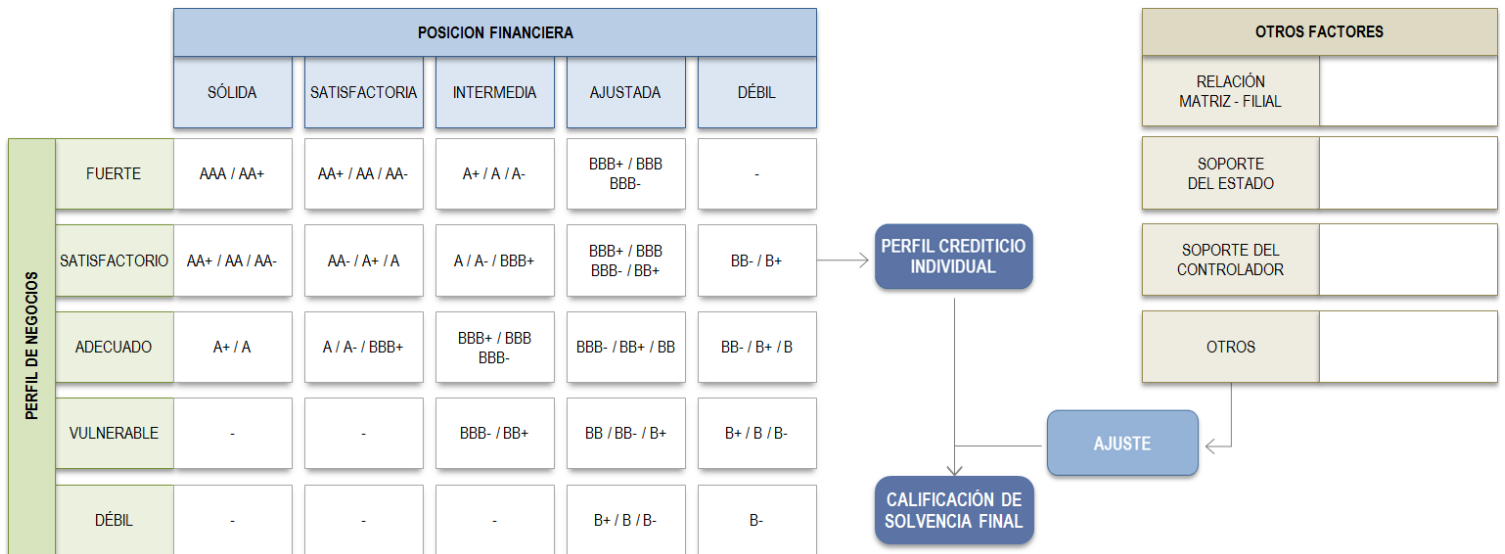
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

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 – Analista Principal
- Esteban Sánchez – Analista Secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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

Fecha de calificación: 30 de abril de 2025.

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 31.12.2024.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

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

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

Entidad	Calificación Local	
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

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 <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
- 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.

ALEJANDRA ISLAS ROJAS
CONSEJERO TITULAR

CAROLINA FRANCO
CONSEJERO TITULAR

JOAQUIN DAGNINO
CONSEJERO SUPLENTE

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.