

Radice S.A.E.C.A. (RADICE)

Factores relevantes de la calificación

Acción de calificación: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – asigna en “pyBBB” Perspectiva Estable a la calificación del Programa de Emisión Global de bonos USD2 por hasta USD 15 millones a ser emitido por la RADICE S.A.E.C.A. (RADICE). RADICE va a actuar como una empresa de objeto específico (SPV), ya que va a tener un sólo proyecto. En ese sentido, para garantizar el desarrollo de El Shopping Costanera & Executive Center se creó un fideicomiso de garantías, que ejerce como fuente de pago y ejecución. Actualmente, el avance del mismo, se encuentra un 65% construido y se espera que el mismo se finalice para febrero 2022, siendo el único centro comercial con estas características de la zona. FIX en su caso base considera que para la finalización del mismo, no sería necesario tomar endeudamiento adicional una vez emitida la ON, siempre y cuando el proyecto finalice en 2022. Si bien la compañía no tiene experiencia en construcción ni operación de estos tipos de proyectos, contrató a dos compañías con experiencia probada para la construcción y gestión del centro comercial.

Avanzado estado de la construcción y ventas: La construcción del proyecto posee al 01.09.2021 un avance del 65%. El shopping, el estacionamiento y la torre de oficinas posee una fecha de finalización en febrero de 2022. La Pandemia por el COVID-19 demoró 18 meses la apertura del shopping, al igual que la torre de oficinas. La oficinas se encuentran disponibles para venta en un 50%, el resto ya se encuentra asignados a los desarrolladores (12,5%), compensación por obras (8,3%) y a inversores (33,8% de los cuales 22,6% corresponde a partes relacionados con el proyecto entre ellos constructores). FIX monitoreará de cerca el avance de obras, nivel de alquiler de los espacios comerciales del shopping, al igual que la venta de oficinas y cocheras.

Construcción simple, contratista experimentado: La construcción del shopping, oficinas y estacionamiento es simple, con tecnología probada y en un terreno sin complicaciones. El grado de avance del proyecto y dentro del presupuesto es prueba de ello. El contratista es la firma AGB Constructora S.A. (No calificada) que posee una amplia experiencia en la construcción de edificios, centros comerciales, etc. El contrato es a precio fijo (llave en mano) y plazo determinado mitigando el riesgo de precio. FIX entiende que el riesgo de construcción es bajo a moderado ya que la futura emisión de ON sería suficiente para concretar el proyecto, aunque al límite de la necesidad. En el caso de necesitar fondos adicionales, se espera que se obtengan de la venta de oficinas y cocheras y/o de aportes de los accionistas, como lo han realizado en el pasado.

Sponsor sin experiencia, consultor experimentado: Los accionistas de RADICE no poseen experiencia en construcción ni operación de oficinas, centros comerciales y/o estacionamiento. Sin embargo, el plan de negocio del shopping lo lleva a cabo una empresa especialista en ello, llamada CCLA S.R.L (CCLA) (No calificada). Esta misma compañía brinda asesoramiento y lleva a cabo las contrataciones para los locales. Para FIX, la contratación de CCLA mitiga parcialmente los riesgos de operación, ya que es un negocio sin elevada complejidad pero RADICE tiene que llevar a cabo la operación. FIX considera que tomando en cuenta este factor el riesgo de operación es bajo.

Fuerte posición competitiva y estratégica: El Shopping Costanera & Executive Center cuenta con ventaja competitiva al ser el primer centro comercial, gastronómico y de entretenimiento de Encarnación. Sus principales competidores de similar característica se encuentran del otro lado de la frontera con Posadas, Misiones, Argentina. Se espera que el proyecto se beneficie de su posición estratégica, ya que históricamente 55 mil personas cruzan diariamente el puente internacional Roque González-Horacio Quiroga.

Informe Integral

Calificaciones

Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos USD2 por USD 15MM pyBBB

Tendencia

Calificaciones de Largo Plazo Estable

Resumen Financiero

Radice S.A.E.C.A.		
Consolidado (Gs millones)	30/06/21 6 Meses	31/12/20 12 Meses
Total Activos	39,668	13,665
Deuda Financiera	19,674	3,031
Ingresos	6,463	5,534
EBITDA	6,226	3,921
EBITDA (%)	96.3	70.8
Deuda Total/EBITDA	1.6	0.8
Deuda Neta Total / EBITDA	1.6	0.5
EBITDA/Intereses	70.3	20.5

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante la Comisión Nacional de Valores, Paraguay.

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Ávila
 Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



Analista Secundario
 María Fernanda López
 Senior Director
mariafernanda.lopez@fixscr.com
 +54 11 5235 8130



Responsable del Sector
 Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Paquete de Garantías: el proyecto posee un buen paquete de garantías a fin de cubrir el riesgo de aportación de fondos, déficits de caja, y costos financieros en caso de retrasos en la construcción. El paquete de garantías incluye: i) ceder el terreno, el proyecto y los futuros flujos de fondos a un fideicomiso de garantía, fuente de pago y ejecución ; ii) garantía de primer grado sobre préstamo de GBN Paraguay, las ON a emitir, y acreedores privados; iii) cuentas fiduciaria de recepción de fondos, cuenta reserva de intereses y cuenta reserva de capital; iv) en el caso de que no hubiese fondos para cumplir con los servicios de deuda, RADICE se hará cargo de cubrir las necesidades. El fideicomiso de garantía, fuente de pago recibirá los fondos de las emisiones de deuda, flujos del alquiler del shopping y parking, flujos de la venta de oficinas y cocheras. Las propiedades, producido de deudas y aportes y los flujos de fondos del proyecto (patrimonio del fideicomiso) que están separadas en el fideicomiso que debe guardar un ratio de cobertura del 1,30x las deudas garantizadas. FIX monitoreará de cerca que se cumpla el ratio de cobertura en todo momento.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora la finalización de la obra en el primer trimestre de 2022, en línea con el plan de obra. La calificación podría bajar ante cualquier hecho que implique un retraso en las obras y por lo tanto, a una demora en la apertura del shopping y/o la demora significativa en la venta de oficinas y/o cocheras. Adicionalmente, nuevas restricciones significativas producto de las nuevas variantes del COVID que afecten su generación de Fondos. Por último, cualquier hecho que implique una reducción del ratio de coberturas de las deudas garantizadas por debajo de 1,30x. Una vez operativo el proyecto con métricas crediticias en línea con lo actualmente esperado podría impactar positivamente en una suba de calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Estructura de financiamiento y generación de fondos: el proyecto contará dentro de las fuentes de financiamiento la emisión de Obligaciones Negociables, préstamos bancarios y privados, así como préstamos del accionista. Además, de aportes de capital realizados como el terreno donde se desarrollará el proyecto y preventas de unidades de oficinas y cocheras. En oct'21, la deuda como fuente de financiamiento representa un 58% del total, los aportes de los accionistas un 18% y las preventas de cocheras y oficinas un 15%. FIX estima que posterior a la emisión de ON por USD 15MM, el proyecto contará con un Loan-to-Value (LTV) relativamente bajo, aproximadamente de 56,7%. En el caso necesidad de fondos para cancelar las ON, según el contrato de fideicomiso, los fiduciantes desarrollistas integrarían los fondos. FIX espera que el centro comercial genere el 51% de los ingresos futuros, a su vez dotando de previsibilidad y estabilidad al proyecto.


Perfil del Negocio

RADICE S.A.E.C.A. (RADICE) es una compañía paraguaya creada en 2018 con el fin de desarrollar y construir el primer centro comercial, gastronómico y de entretenimiento de la ciudad de Encarnación, Paraguay. La compañía va a actuar como una empresa de objeto específico (SPV), ya que va a tener un solo proyecto llamado Shopping Costanera, Parking Costanera & Executive Center Encarnación.

Actualmente, el proyecto se encuentra en proceso de construcción que incluye un centro comercial, una torre de oficinas y un espacio destinado a cocheras. El proyecto total implica una inversión en torno a los USD 35 millones con una generación de flujo operativo positiva a partir de 2022. El cuadro a continuación detalla los principales puntos considerados incluyendo las estimaciones de FIX, en base a datos de la compañía:

Fuentes de financiamiento - Post-Emission	USD
Inversión Proyecto	35,227,576.29
Deuda financiera	20,374,800.78
Aportes de capital	6,600,000.00
Venta de oficinas y cocheras	8,252,775.51

Elaborado: FixSCR, en base a datos de la compañía.


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


 MARIA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


 MARIA CECILIA MINGULLON
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

Ingresos Management - USD	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Shopping	395,880.00	2,851,522.80	3,353,481.70	3,666,600.53	3,773,232.55	3,883,063.52	3,996,189.43	4,112,709.11	4,232,724.39	4,356,340.12
Oficinas	2,947,570.48	5,339,628.46	1,738,908.00	1,738,908.00	335,106.00	-	-	-	-	-
Parking	56,824.00	511,416.00	681,888.00	852,360.00	1,022,832.00	1,193,304.00	1,363,776.00	1,363,776.00	1,363,776.00	1,363,776.00
Venta de Parking	260,000.00	3,795,000.00	3,234,000.00	1,275,000.00	-	-	-	-	-	-
Total	3,660,274.48	12,497,567.26	9,008,277.70	7,532,868.53	5,131,170.55	5,076,367.52	5,359,965.43	5,476,485.11	5,596,500.39	5,720,116.12

Elaborado: FixSCR, en base a datos de la compañía.

El proyecto se encuentra en un estado avanzado de construcción (65%) y se espera que el mismo se termine para febrero de 2022, inaugurando los tres segmentos al mismo tiempo.

Construcción

Si bien tanto RADICE como sus socios no cuentan con experiencia en la realización de este tipo de proyectos, han contratado como constructora a AGB S.A. (AGB) para la realización de la estructura. AGB S.A. cuenta con una gran trayectoria en Paraguay, realizando a la fecha más de 121 obras con 602.346 m2. El contrato realizado con RADICE es un contrato llave en mano a precio fijo, mitigando de esta forma, el riesgo precio. AGB provee una garantía de performance por un 10% del costo del contrato para fiel cumplimiento del mismo. El contrato de AGB no incluye los materiales (hormigón, apliques y demás) que son por separado, aunque la AGB tuvo la posibilidad de revisar el presupuesto incluido. El contrato de AGB implica el 47,5% del contrato de la estructura. La incidencia del terreno en el total del presupuesto es del 18,7%.

Descripción	Presupuesto (USD)	1/9/21 Avance	%
Terreno	6,600,000	6,600,000	100%
Estructura	21,277,011	14,485,213	68%
Diseño	3,160,000	781,500	25%
FF&E	4,190,566	938,769	22%
Total	35,227,577	22,805,482	65%

FixSCR en base a datos de la compañía.

Contrato de Fideicomiso de Garantía, Fuente de Pago y Ejecución de Proyecto Shopping Costanera

RADICE, junto a Horacio Biga y Carlos Soler, como fideicomitentes desarrolladores y FINEXPAR S.A.E.C.A., como fiduciario constituyeron el fideicomiso de garantía, fuente de pago y de ejecución del proyecto Shopping Costanera. A su vez, en este fideicomiso participan como beneficiarios de la garantía Banco GNB Paraguay S.A., Acreedores Inversionistas y los Tenedores de bonos a emitirse. Por último, los beneficiarios del proyecto son RADICE, Horacio Biga y Carlos Soler.


La finalidad del contrato es garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por RADICE con Banco GNB Paraguay S.A., Acreedores inversionistas y los Tenedores de bonos a emitirse por RADICE. Los flujos futuros procedentes de alquileres de locales y venta de unidades futuras de oficinas corporativas serán aplicados al pago de capital e intereses derivados de las obligaciones contraídas con Banco GNB Paraguay S.A., Acreedores inversionistas y los Tenedores de bonos a emitir y; para la concreción del Proyecto Inmobiliario Shopping Costanera, Parking Costanera y Executive Center Encarnación.

Unidades de negocios

Centro Comercial - Shopping Costanera (51% de ingresos estimados): El principal segmento de negocio del proyecto de RADICE será el alquiler de locales del centro comercial. El proyecto contará con 72 locales, 20 stands y 2 macro locales destinados a entretenimiento, distribuidos en 6 pisos. CCLA planteo una distribución para hacer el mall más atractivo, incluyendo locales de moda, de servicios como un gimnasio, entretenimiento incluyendo un cine y juegos infantiles, y locales gastronómicos. Los contratos de alquiler se denominan en dólares con un porcentaje de actualización. A su vez, se cobra una renta porcentual sobre los ingresos que obtienen los arrendatarios, dependiendo del rubro. Actualmente, RADICE cuenta con el 24% de los contratos de alquiler firmados. FIX estima que el shopping generará ingresos aproximados por USD 2,8 millones desde 2022, incrementándose a medida que el proyecto se consolide.

Oficinas - Executive Center Encarnación (19% de ingresos estimados): La compañía planea la venta de la totalidad de oficinas, utilizándolas para financiar la construcción del proyecto y


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS


 MARIA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS


 MARIA CECILIA MINGULLON
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS

para cancelar deuda financiera en el futuro. El edificio contará con 78 oficinas, de las cuales se encuentran 50% vendidas o canjeadas con constructores. Además de la venta de oficinas tradicionales, el proyecto contará con un espacio de coworking (también destinado a la venta). RADICE planea vender las oficinas en dos modalidades, contado y financiado en cuotas fijas en USD a 36 meses como máximo. FIX estima que el Executive Center generará ingresos aproximados por USD 5,3 millones en 2022, siendo el 44% de los ingresos de este segmento.

Cocheras – Parking Costanera (28% de ingresos estimados): El parking costanera tiene dos modalidades de ingresos, una por la venta y otra por el alquiler de cocheras. El proyecto contará con 388 cocheras, con posibilidad de expansión a 500 unidades. De la totalidad de cocheras, el proyecto contempla la venta de 388 unidades. Estas unidades vendidas a inversores se operaran por la compañía y pagaran dividendos a sus futuros dueños. Actualmente, el proyecto lleva vendido 12 unidades. FIX estima que el parking generará ingresos aproximadamente de USD 3,8 millones por la venta en 2022 y USD 0,5 millones por alquiler. El alquiler de cocheras se espera que genere USD 1 millón por año a partir de 2025, aunque el 75% estará destinado al pago de dividendos de los adquirentes.

Posición competitiva

FIX considera que el proyecto tendrá una elevada posición competitiva debido a la ubicación, siendo el primer centro comercial de estas características en Encarnación. Los principales competidores de características similares se encuentran del otro lado de la frontera; en Misiones, Posadas, Argentina. FIX entiende que las ventajas comparativas que presenta RADICE le permitirán atacar la demanda tanto de la ciudad y sus turistas como de Misiones, considerando que aproximadamente 55 mil personas cruzan el puente internacional por día.

Administración y calidad de los accionistas

RADICE S.A.E.C.A es una compañía creada en 2018, con el fin específico de desarrollar el proyecto Shopping Costanera, Executive Center Encarnación y Parking Costanera. Sus accionistas son Horacio Biga, Carlos Soler, Cecilia Escobar, Guido Martínez y Sergio Studenko. El 05 de octubre de 2021, Guido Martínez transfirió su participación a Sergio Studenko y a Carlos Soler; renunciando a su vez al directorio. Continuará como gerente general. FIX entiende que los accionistas no cuentan con experiencia en este tipo de proyectos y la tenencia de acciones se encuentra atomizada, sin un claro tenedor mayoritario. Los aportes de capital para el proyecto provienen de los accionistas que conforman la sociedad, aunque otra gran parte es vía deuda financiera.

Nombre	Cargo	Participación
Horacio Biga	Presidente	40.0%
Carlos Soler	VicePresidente	25.7%
Sergio Studenko	Director	24.4%
Cecilia Escobar	Socia	10.0%


Fuente: Elaborado por FixScr, en base a datos de la compañía.

Riesgos del sector


RADICE detenta una elevada posición competitiva en el segmento de centros comerciales y oficinas; al ser el único con estas características en Encarnación. En el segmento comercial, los principales competidores son Grupo Casino (Libertad) y Posada Plaza Shopping, ambos ubicados en Misiones, Argentina. Las ventas en los Centros Comerciales se encuentran altamente correlacionadas con el nivel de actividad y las tasas de interés. El sector de Consumo Masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional y las decisiones de consumo se encuentran afectadas por el salario real y la disponibilidad y el costo de financiación.

Debido a las medidas de aislamiento provocadas por la pandemia COVID-19, según la Cámara de Centros Comerciales de Paraguay, las ventas reales en centros comercial se han desplomado a nivel interanual, tocando su nivel mínimo en el mes de abril, con una caída del 50% vs el mismo periodo del año pasado, reflejando el cierre a nivel nacional de los shoppings.

El sector de Consumo masivo ha sido uno de los principales perjudicados por las medidas de cuarentena obligatoria implementada desde el 20 de marzo de 2020 en respuesta al COVID-



GUSTAVO NILA
 FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



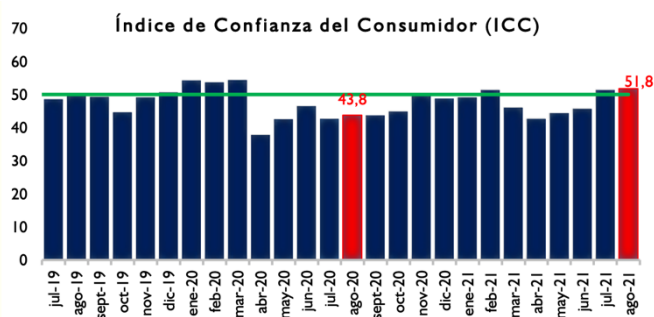
MARÍA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARÍA CECILIA MINGUILLÓN
 FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

19, principalmente explicado por la aglomeración de personas que conllevan estos negocios. Actualmente las ventas están recuperándose y se espera que continúe este ritmo en los próximos meses; en la medida en que se continúe con el relajamiento en los niveles de aislamiento. La demanda de electrodomésticos, equipos de informática y tecnología, uno de los rubros de mayor contribución a las ventas de los centros comerciales, es elástica y depende principalmente del salario real y de la evolución en los hábitos de consumo.

FIX observa que el segmento de consumo masivo se encuentra en recuperación con volúmenes de ventas en aumento. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) marco 51,8 en ago'21, mostrando un incremento interanual del 18%. Sin embargo, si los efectos de la pandemia se mantienen y podrían complicar la recuperación. En este caso, ante un escenario de estrés de liquidez, las compañías afectadas deberán incrementar su nivel de endeudamiento de corto plazo debido a las nuevas restricciones impuestas. El impacto directo sobre cada compañía dependerá en gran medida de la flexibilidad financiera de cada una, su nivel de acceso al mercado bancario y los fundamentos del negocio en el mediano plazo.



Fuente: ICC - Informe Agosto 2021, Banco Central Paraguay.

Factores de Riesgo

- **Riesgo de Construcción:** FIX entiende que el proyecto de RADICE presenta un bajo riesgo de construcción. El proyecto actualmente tiene un 65% de avance y se espera que su finalización sea en febrero de 2022. El mismo sufrió una demora de 18 meses por efectos de la Pandemia, incluyendo el cierre de fronteras. Si bien el proceso de construcción aun esta en marcha, FIX considera que la compañía mitiga dicho riesgo con la contratación de empresas de primera línea para la ejecución de su proyecto, teniendo en cuenta un contrato llave en mano para el 47% del total de la obra.
- **Riesgo de Operación:** FIX entiende que el proyecto del centro comercial presenta un bajo riesgo de operación, ya que contrataron a CCLA para la organización del mix comercial así como la contratación de locatarios. FIX considera que la compañía no tiene experiencia en la operación de centros comerciales pero la contratación de CCLA mitiga dicho riesgo; teniendo en cuenta que la operación no es de gran complejidad.
- **Buena generación de fondos, aunque elevado financiamiento:** El proyecto implica una inversión estimada de USD 35 millones, financiada en un 58% con deuda financiera, aportes de los accionistas un 18% y preventas de cocheras y oficinas un 15%. FIX estima un pico de endeudamiento en 2022-2023 en torno a los USD 20 millones con una generación de flujo operativo negativo durante el período 2021. La flexibilidad financiera y la calidad crediticia de la compañía podrían verse debilitadas ante demoras en la puesta en marcha del centro comercial que implique la refinanciación de los servicios de deuda durante la etapa de construcción. Según el contrato de fideicomiso, en el caso necesidad de fondos para cancelar las ON, los fiduciantes desarrollistas integrarían los fondos.


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
ACR AFINANZADA A FITCH RATINGS


 MARÍA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
ACR AFINANZADA A FITCH RATINGS


 MARÍA CECILIA MINGUILLON
 FIX SCR S.A.
ACR AFINANZADA A FITCH RATINGS

Rentabilidad

En el escenario base de FIX, el proyecto presentará una rentabilidad negativa durante el período de construcción (2020-2021), aunque se espera que sea creciente a partir de 2022. Durante los primeros 3 años estimados (desde la apertura), FIX espera que la compañía presente ventas crecientes entre los USD 7 y 12 millones principalmente explicado por la venta de unidades de oficinas y cocheras.

Desde 2024, asumiendo una ocupación del shopping creciente hasta el 85% y un precio del alquiler en USD 28.5/m², FIX estima que la compañía generará ingresos por el centro comercial promedio anuales en torno a los USD 3-4 millones, mientras que el parking generará ingresos anuales en torno a USD 1,3 millones. Por otro lado, FIX estima que la venta de oficinas genere un pico de USD 5 millones en 2022, mientras que el parking será de USD 3,8 millones. El pico de ingresos se espera que se produzca el año de inauguración.

Flujo de fondos

En línea con la evolución de los ingresos, FIX estima una generación de fondos operativos (FGO) negativa hasta 2021 durante la etapa de construcción del proyecto, con un flujo de fondos acumulados 2020-2021 negativo en torno a los USD 1,3 millones que serían financiados con aportes de capital y deuda financiera.

A partir de 2023, sin considerar inversiones de capital adicionales ya que el proyecto es nuevo y sin distribución de dividendos, FIX estima que la compañía podría generar un FFL decreciente de USD 7,8 millones en 2023 hasta USD 4,3 millones en 2030. FIX considera que una vez superada la etapa de construcción, los riesgos de precio y demanda son acotados, derivados principalmente de las barreras de entrada que suponen los costos de inversión. Ello podría traducirse en una relativamente baja volatilidad en los flujos de fondos esperados y en una mayor certeza en la capacidad de repago de la deuda financiera.

Liquidez y estructura de capital

FIX considera que la estructura de capital propuesta por RADICE es adecuada. La inversión total del proyecto estimada en USD 35 millones, será financiada en un 58% por deuda financiera, aportes de los accionistas un 18% y ventas de cocheras y oficinas un 23%. La composición de la deuda proyectada incluye un programa por hasta USD 15 millones, con ON locales denominadas en dólares por hasta el equivalente a USD 15 millones con vencimientos escalonados entre 2026 y 2030 inclusive. Se espera que el programa sea emitido en su totalidad. A continuación se muestra un detalle de la estructura de capital proforma:

Fuentes de financiamiento - Post-Emission	USD
Inversión Proyecto	35,227,576.29
Deuda financiera	20,374,800.78
Aportes de capital	6,600,000.00
Venta de oficinas y cocheras	8,252,775.51


Elaborado: FixSCR, en base a datos de la compañía.

En el caso base de FIX, la compañía alcanzaría un pico de endeudamiento en 2021, en torno con una tendencia a la baja ante el crecimiento de la utilización del centro comercial y la venta de oficinas y espacios del parking, mayor generación de fondos libres que permitirá un gradual desapalancamiento financiero. La calificación incorpora un nivel de DSCR (debt service cover ratio – ratio de cobertura de servicio de deuda) normalizado mayor a 1.75x en promedio, siendo el mínimo 0.76x en 2026. En los casos realizados por FIX, se demostró que el proyecto es más sensible a la variación de precio en el segmento de centro comercial al ser el 51% de los ingresos. Cualquier demora significativa en la etapa de construcción o mayores costos a los esperados que impliquen cambios estructurales en los niveles de apalancamiento de la compañía podrían presionar la calificación a la baja. Asimismo, la calificación incorpora el riesgo de construcción que presenta el proyecto. Una vez operativa el proyecto con métricas crediticias en línea con lo actualmente esperado podría impactar en una suba de calificación.

FIX considera que la liquidez proyectada de RADICE es adecuada, aunque hasta 2022 la compañía será dependiente de fuentes de liquidez externa hasta que logre una generación de


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS


 MARIA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS


 MARIA CECILIA MINGUILLON
 FIX SCR S.A.
ACR APLICADA A FITCH RATINGS


fondos interna positiva. La compañía necesita de fuentes de financiación externa en conjunto con aportes de capital para la financiación del proyecto en su etapa de construcción.


Casos	Ingresos			Total	DSCR	
	Precio Shopp	Precio Oficina	Precio Parking		Promedio	Minimo
Management Case	100%	100%	100%	1.52	2.02	0.91
Fix Case 1	80%	100%	100%	1.32	1.75	0.76
Fix Case 2	100%	80%	80%	1.45	1.90	0.91
Fix Case 3	90%	90%	90%	1.35	1.77	0.84

Elaborado por FixSCR en base a datos de la compañía.

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que RADICE presenta una moderada flexibilidad financiera proveniente de sus accionistas. A pesar de los riesgos de construcción, FIX entiende que la compañía presenta cierto acceso al mercado bancario y buscará su primera emisión en el mercado de capitales local que le permitirá financiar el proyecto. El principal accionista ha demostrado un adecuado grado de soporte en la compra de las tierras y en la financiación inicial del proyecto. El valor de mercado del proyecto es de USD 25 millones aunque FIX entiende que el LTV (Loan-to-Value) del proyecto una vez finalizados será de 56,7%.


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


 MARIA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


 MARIA CECILIA MINGULLON
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Radice S.A.E.C.A.

(miles de Gs, año fiscal finalizado en Diciembre)


Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NC jun-21 6 meses	NC 2020 12 meses	NC 2019 12 meses	NC 2018 12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	6,225,698	3,920,616	234,462	(219,445)
EBITDAR Operativo	6,225,698	3,920,616	234,462	(219,445)
Margen de EBITDA	96.3	70.8	16.2	(1,828.7)
Margen de EBITDAR	96.3	70.8	16.2	(1,828.7)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	28.2	17.7	112.3	(24.5)
Margen del Flujo de Fondos Libre	125.7	(19.8)	39.4	(776.0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	147.3	70.3	(64.9)	(55.7)
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	111.8	11.6	10.0	0.0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	70.3	20.5	1.1	0.0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	70.3	20.5	1.1	0.0
EBITDA / Servicio de Deuda	0.3	1.2	0.1	(1.3)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0.3	1.2	0.1	(1.3)
FGO / Cargos Fijos	111.8	11.6	10.0	0.0
FFL / Servicio de Deuda	0.9	(0.3)	0.5	(0.6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0.9	(0.0)	1.4	0.5
FCO / Inversiones de Capital	5,254.2	(23.2)	6.3	0.0
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	1.0	1.4	0.7	(0.7)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1.6	0.8	6.5	(0.7)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1.6	0.5	(0.8)	0.0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1.6	0.8	6.5	(0.7)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1.6	0.5	(0.8)	0.0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	1.7	12.6	25.6	0.0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	95.6	100.0	100.0	100.0
Balance				
Total Activos	39,667,819	13,664,868	2,528,597	1,119,220
Caja e Inversiones Corrientes	348,226	900,627	1,710,680	171,042
Deuda Corto Plazo	18,811,014	3,031,164	1,513,234	164,565
Deuda Largo Plazo	862,713	0	0	0
Deuda Total	19,673,727	3,031,164	1,513,234	164,565
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	19,673,727	3,031,164	1,513,234	164,565
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	19,673,727	3,031,164	1,513,234	164,565
Total Patrimonio	15,381,172	9,567,470	406,760	782,106
Total Capital Ajustado	35,054,899	12,598,634	1,919,994	946,671
Flujo de Caja				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9,813,133	2,034,885	1,941,964	(231,659)
Variación del Capital de Trabajo	(1,685,383)	(3,083,757)	(1,266,080)	138,536
Flujo de Caja Operativo (FCO)	8,127,750	(1,048,872)	675,883	(93,124)
Inversiones de Capital	(1,547)	(45,172)	(107,215)	0
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8,126,203	(1,094,044)	568,668	(93,124)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1,312,339)	(2,845,839)	0	0
Variación Neta de Deuda	0	1,517,929	1,348,669	0
Variación Neta del Capital	0	1,300,000	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	6,813,865	(1,121,954)	1,917,337	(93,124)
Estado de Resultados				
Ventas Netas	6,463,234	5,534,235	1,443,212	12,000
Variación de Ventas (%)	102.2	283.5	11,926.8	0.0
EBIT Operativo	6,209,075	3,920,616	234,462	(219,445)
Intereses Financieros Brutos	88,602	191,406	215,057	0
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	5,813,702	3,360,625	(385,882)	(217,894)


GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
ACR AFINANSA & FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
ACR AFINANSA & FITCH RATINGS


MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
ACR AFINANSA & FITCH RATINGS

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- CARG: Tasa de crecimiento anual compuesto.
- SPV: Vehículo de propósito especial (proyecto específico).


GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS


MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS


MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS

Anexo III – Características de los Instrumentos

Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos USD2 por USD 15 MM

Moneda: USD.

Monto: USD 15 MM.

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

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

Pago de capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.


Pago de interés: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.


Fechas de pagos de intereses: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Destino de los fondos: Entre el 50% y 70% a reestructuración de pasivos del proyecto de acuerdo con los términos establecidos en el Contrato de Fideicomiso de Garantía, Fuente de pago y Ejecución del Proyecto Shopping Costanera, y; entre el 50% y 30% a Capital operativo para la obra Shopping Costanera y Executive Center Encarnación.

Garantías: Fideicomiso de Garantía, Fuente de pago y Ejecución del Proyecto Shopping Costanera.

Codeudoría Solidaria: De los accionistas principales de RADICE S.A.E.C.A., Horacio Biga y Carlos Soler, Presidente y Vicepresidente, respectivamente.


GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


MARIA CECILIA MINGUILLON
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **21 de octubre de 2021**, asignó en la Categoría **pyBBB** la calificación del siguiente Programa de Obligaciones Negociables a emitir por **Radice S.A.E.C.A**

- Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos USD2 por USD 15 MM

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

Categoría pyBBB: 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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

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

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


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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
AFILIADA A FITCH RATINGS

Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 21 de octubre de 2021.
- Tipo de reporte: Informe de Calificación Inicial Pública.
- Estados Financieros referidos al 30.06.2021.
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
 - www.fixscr.com
 - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
 - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: info@fixscr.com
 - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
 - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
 - (+595) 21 203 030 / alejandro.piera@ghp.com.py

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.

Entidad	Calificación Local	
Radice S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de bonos USD2 por USD 15 MM	pyBBB
Radice S.A.E.C.A.	Tendencia	Estable

Mayor información sobre esta calificación en:

- www.radice.com.py
- www.fixscr.com

Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: www.fixscr.com/metodologia.

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

Nomenclatura

Categoría pyBBB: 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.

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

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

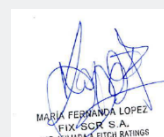
Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: www.fixscr.com

Descripción general

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



GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARÍA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARÍA CECILIA MINGUILLON
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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

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


Fuentes

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

- Balances al 30/06/21 (6 meses), disponible en la página web de la CNV Paraguay en www.cnv.gov.py
- Balances anuales hasta 30/12/20, disponible en la página web de la CNV Paraguay en www.cnv.gov.py
- Auditor externo del último balance anual: Audicon (Auditores, Contadores & Consultores)
- Borrador del Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos USD2 por hasta USD 15 millones.
- Información de gestión suministrada por la compañía.



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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

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

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

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

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

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


 GUSTAVO AVILA
 FIX SCR S.A.
 (CR AFILIADA A FITCH RATINGS)


 MARÍA FERNANDA LOPEZ
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS


 MARÍA CECILIA MINGULLÓN
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS