

Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A. (Imperial)

Factores relevantes de la calificación

Fuerte vínculo operacional y estratégico entre Imperial y Monte Alegre S.A.: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – entiende que existen fuertes vínculos operacionales, legales y estratégicos entre Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A. (Imperial) y su controlante Monte Alegre S.A., cuyos accionistas indirectos son la familia Hoeckle (60%) y el Grupo Gunvor Ltd. (40%). Imperial es operativa y estratégicamente integral al negocio principal de Monte Alegre, que es la importación de combustibles, representando cerca del 65% de las ventas totales de la controlante y siendo su cliente prioritario. Monte Alegre cuenta con excedentes de capacidad de almacenamiento en tanques y barcos cercano al 33%, por lo cual se beneficiaría de mayores economías de escala con una expansión de los volúmenes de Imperial. Otra sinergia operativa la aporta el socio minoritario Gunvor, una compañía global líder en la comercialización, transporte y almacenamiento de petróleo y derivados, con ventas en 2019 por USD 75.000 millones, 2,7 millones de boed comercializados, y con 3 grandes refinerías en Europa con una capacidad de refinación conjunta de 300.000 barriles/día. Este vínculo con Gunvor le garantiza a Monte Alegre el abastecimiento de combustibles a precios competitivos.

Importante plan de expansión: La compañía planea aumentar en un 90% la cantidad de estaciones de servicio en un plazo de 5 años. La inversión total de este plan de expansión sería de unos USD 55 millones en 5 años, y el mismo se financiaría en un 30% con flujo propio y el restante 70% con deuda. De acuerdo al plan de inversiones, FIX espera flujo libre negativo desde 2020 hasta 2025, y flujo libre positivo hacia adelante, cuando Imperial alcance el objetivo de 210 estaciones de servicio bajo su emblema Petromax, logrando una escala que le permitiría optimizar los costos logísticos y los costos fijos.

Escala de operaciones en crecimiento: Imperial ha incrementado su volumen de ventas a una tasa anual compuesta del 33% desde el año 2015, período en el cual pasó de 50 a 110 estaciones de servicio bajo su emblema. A septiembre 2020 generó ventas por USD 135 millones, y un EBITDA de USD 4,8 millones, con un margen del 3,4%. FIX espera un incremento del volumen promedio de venta por estación, pasando de los actuales 142 m3/mes a 175 m3/mes en 2024. Adicionalmente, FIX estima un EBITDA de unos USD 12 millones para 2024, con un margen del 4,3%.

Marco regulatorio: El sector de combustibles en Paraguay opera en un entorno competitivo, tanto en precios como márgenes y volúmenes, según oferta y demanda, y este marco regulatorio se ha mantenido bastante estable en los últimos 20 años, promoviendo la libre competencia y la participación de varios jugadores privados, sin que ninguno tenga una posición de mercado dominante. En algunas ocasiones se han aplicado precios máximos a ciertos productos de alta demanda como el gasoil tipo III, y si bien esto ha sido por períodos de tiempo relativamente cortos, podría repercutir en la generación de flujo de la compañía y en su perfil crediticio de producirse un evento así en momentos del vencimiento de obligaciones financieras.

Sensibilidad de la Calificación

Factores que en podrían derivar en una suba de calificación:

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+py
Prospecto del Programa de Emisión	pyA+
Global de bonos G1 por Gs 80.000 MM*	
*Ver Anexo III	

Tendencia

Calificaciones de Largo Plazo	Estable
-------------------------------	---------

Resumen Financiero

Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.

Consolidado (Gs millones)	30/09/20 9 Meses	31/12/19 12 Meses
Total Activos	229.227	220.244
Deuda Financiera	107.420	111.046
Ingresos	598.197	841.613
EBITDA	20.396	29.696
EBITDA (%)	3,4	3,5
Deuda Total/EBITDA	4,0	3,7
Deuda Neta Total / EBITDA	3,7	3,5
EBITDA/Intereses	2,8	3,8


Criterios Relacionados

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

- Probada trayectoria en la operación, con aumento de la escala de producción, un nivel de inversiones y de costos operativos acordes a los previstos, y disponibilidad de fuentes de financiamiento para ejecutar el plan de expansión.

Factores que de informa individual o conjunta podrían derivar en una baja de calificación:

- Incremento en los costos de operación o de inversión que deriven en una escala menor a la prevista para el mediano plazo, que redunden en una menor generación de flujo.
- Cambios regulatorios, en los costos y/o en los precios que afecten la rentabilidad esperada.
- Dificultades para obtener el financiamiento necesario para alcanzar la mayor escala buscada.

Liquidez y Estructura de Capital

Nivel de endeudamiento algo elevado por plan de expansión: A sep'20 Imperial tenía una deuda financiera de USD 15,3 millones (12% menor que en dic'19), con un 32% de la misma venciendo en el corto plazo. A dicha fecha tenía un ratio deuda a EBITDA de 4,0x y cobertura de intereses con EBITDA de 2,8x. FIX estima que la compañía tendrá durante los 5 años del plan de expansión un ratio de endeudamiento cercano a 3,0x EBITDA y cobertura de intereses con EBITDA superior a 3x. Imperial contaba a sep'20 con un nivel de liquidez algo ajustada, con caja y equivalentes por USD 1,1 millones, que alcanzaba a cubrir un 22% de la deuda de corto plazo. De todos modos FIX considera que la compañía tiene una adecuada flexibilidad financiera, con buen acceso al financiamiento bancario en Paraguay.

Perfil del Negocio

Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A. (Imperial) se dedica a la distribución y comercialización en el mercado paraguayo de productos relacionados con la industria del petróleo y sus derivados. Imperial es propietaria del emblema Petromax, a través del cual comercializa sus productos, con un total de 110 estaciones de servicio con dicho emblema, la mayoría de las cuales son operadas por terceros, mientras que las propias son manejadas por la empresa relacionada Petroquim S.A.

Escala de operaciones y planes de expansión

La compañía ha crecido fuertemente desde el inicio de sus operaciones, comenzando con 7 estaciones de servicio a fin de 2013 hasta las 110 de la actualidad. Esto representó una tasa anual de crecimiento compuesto del 58%.

En el año 2019 vendió 174.000 m3 de combustibles y derivados, un volumen que superó en un 15% al del año anterior. Entre los años 2015 y 2019, el crecimiento anual compuesto del volumen de ventas fue del 33%.

El volumen promedio de ventas por estación de servicio también se ha venido incrementando en los últimos años, hasta alcanzar los 142.400 litros/mes por estación.

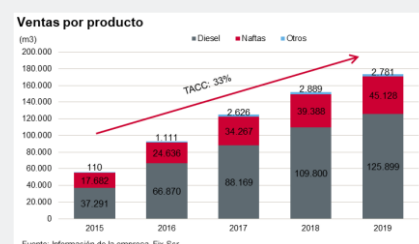
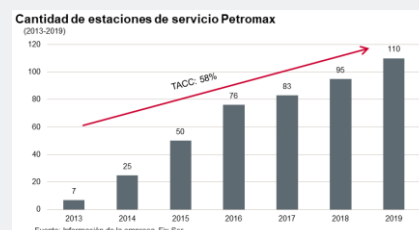
A septiembre 2020, el volumen de ventas ha mostrado el impacto generado por el COVID-19, siendo abr'20 el mes de menores ventas, y luego comenzando una gradual recuperación. La caída en abr'20 fue del 33% respecto a los niveles pre-pandemia, con ventas promedio por estación de 95.000 litros.

Imperial se encuentra en pleno proceso de expansión, por el cual planea incorporar otras estaciones de servicio en un plazo de 5 años. De esta manera lograría una escala que le permitiría optimizar los costos logísticos y los costos fijos. El plan es incorporar unas 20 estaciones de servicio por año. Las inversiones totales de este plan de expansión serían de unos USD 55 millones en 5 años. Este plan se financiaría en un 30% con flujo propio y el restante 70% con deuda.

Gustavo Avila
GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
C/A AFILIADA A FITCH RATINGS

Maria Fernanda Lopez
MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
C/A AFILIADA A FITCH RATINGS

Maria Cecilia Mingullon
MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
C/A AFILIADA A FITCH RATINGS



FIX estima que para el año 2024, el promedio de venta podría incrementarse hasta unos 175.000 litros/mes por estación, un volumen 23% superior al promedio de 2019.

A fin de evitar una canibalización, más que abrir estaciones de servicio nuevas, Imperial apunta a ofrecer cambiar al emblema Petromax a operadores cuyo contrato con otros emblemas esté cercano a finalizar, para lo cual ya tienen a varios identificados. Estos contratos normalmente tienen una duración de 7 años.

Productos comercializados, márgenes

Las estaciones de servicio con el emblema Petromax deben abastecerse de combustibles exclusivamente a través de Imperial. Más del 90% de las estaciones con este emblema son operadas por terceros. La compañía tiene casi todas sus estaciones de servicio en el interior de Paraguay, en zonas con consumo predominante de gasoil, que en 2019 representó el 72% de la venta total de combustibles de la compañía, similar al promedio de los últimos 5 años (71%).

En lo que va de 2020, la proporción de ventas de gasoil aumentó a un 77% del total, fundamentalmente por el consumo del sector agropecuario, poco afectado por la pandemia en su nivel de actividad.

En cuanto a los márgenes brutos de comercialización, el gasoil tiene un margen del orden del 3-4%, mucho más bajo que el de las naftas, que en promedio entre los distintos tipos está en torno al 11%.

La proporción de consumo de naftas en las estaciones de Asunción y otras ciudades es del orden del 40%. En opinión de FIX, el ingreso a estos mercados previsto en el plan de expansión, le permitiría a Imperial alcanzar una proporción de ventas de naftas cercana al 32%, por encima del 26% de 2019. Esto a su vez incrementaría el margen bruto actual (del orden del 5%), a valores cercanos al 6%, y con mayor volumen.

Sinergias operativas con otras empresas del accionista principal

Las tres empresas de la familia Hoeckle relacionadas al negocio del combustible (Monte Alegre, Imperial y Navegación del Sur), se encuentran identificadas con el nombre de fantasía llamado "Grupo Alkan". No existen préstamos intercompany entre las distintas empresas, pero sí operaciones comerciales entre ellas, que le permiten lograr sinergias operativas por su nivel de integración. Cada una de ellas debe ser autosustentable operativa y financieramente.

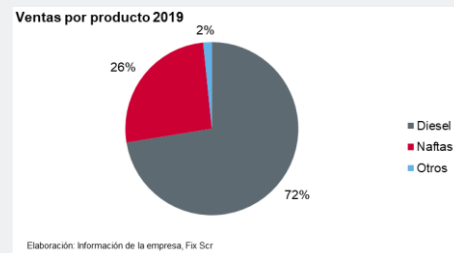
Monte Alegre es el proveedor exclusivo de los combustibles importados que distribuye Imperial. Los mismos están en comodato, por lo cual no forman parte de los inventarios de Imperial. Monte Alegre tiene una capacidad de almacenamiento en tanques de 44.000 m³, y en barcos de otros 25.000 m³. Si tuviera un mayor volumen de comercialización podría comprar un buque completo de combustible, que tiene una capacidad de 50.000 m³, optimizando los costos logísticos. Por eso tiene sentido estratégico para todo el grupo la expansión de Imperial.

Los precios pactados entre ambas son a valores de mercado, pero esta relación le asegura el abastecimiento de productos. Imperial es el principal cliente de Monte Alegre, pero no el único, representando cerca del 65% de sus ventas, lo cual le garantiza prioridad en las entregas. A sep'20 el saldo a pagar a Monte Alegre era de 70.797 millones de Gs, representando el 99% del pasivo entre vinculadas.

Otra empresa relacionada, Azucarera Paraguaya, le provee a Imperial el etanol para las naftas.

Posición competitiva

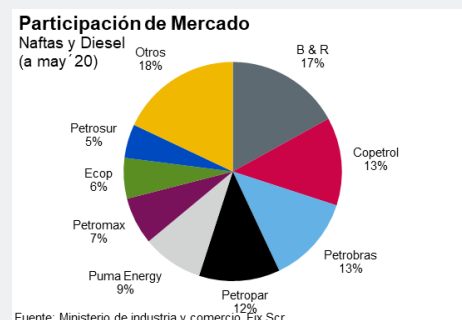
Según datos del Ministerio de Industria y Comercio, en el acumulado entre enero y mayo 2020 Petromax se ubicó en el sexto puesto en el volumen vendido de naftas y diésel, con un total de 71.874 m³ comercializados, consiguiendo una participación de mercado cercana al 7%. El mercado de comercialización de combustibles en Paraguay es muy competitivo, y ningún jugador tiene una posición dominante. Petropar es la compañía estatal, y tiene una participación del 12%. El resto de los jugadores son privados, entre los que se destacan B&R, Copetrol, Petrobras y Puma Energy (Trafigura).



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

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

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



Con el plan de expansión previsto, que incorporaría 100 estaciones de servicio a las actuales 110, Petromax podría alcanzar una participación de mercado cercana al 12% dentro de 5 años.

Administración y calidad de los accionistas

Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A. está controlada por Monte Alegre S.A. (99% del capital accionario de Imperial) y por Massem S.A. (el 1% restante). Monte Alegre es una empresa importadora de combustibles, y es controlada de manera indirecta por la familia Hoeckle (60%) y por Gunvor Group Ltd. (40%).

Monte Alegre tuvo ventas consolidadas en 2019 por USD 210 MM, generando un EBITDA de USD 16 MM. Con una deuda consolidada de USD 59 MM, el ratio deuda/EBITDA fue de 3,7x.

Gunvor es una compañía global líder en la comercialización, transporte y almacenamiento de petróleo y derivados, con oficinas en Ginebra (Suiza), Singapur, Bahamas, Dubai y Houston. Con ventas en 2019 por USD 75.000 millones, y 2,7 millones de boed comercializados, Gunvor es el cuarto comercializador de petróleo a nivel mundial, detrás de Glencore, Vitol y Trafigura. También posee 3 grandes refinerías en Europa (Holanda, Bélgica y Alemania), con una capacidad de refinación conjunta de 300.000 barriles/día.

Además de su participación en Monte Alegre, la familia Hoeckle es controlante de manera directa e indirecta de varias empresas en Paraguay, con una gran diversidad de negocios, entre las cuales se destacan: Terminal Occidental S.A. (dedicada al desarrollo inmobiliario y de parque de empresas; servicios logísticos y portuarios), Monte Sereno S.A. (empresa de servicios financieros), Monte Verde S.A. (empresa de actividades agropecuarias y servicios de flete terrestre), Petroquim S.A. (operadora de estaciones de servicio que llevan el emblema Petromax, propiedad de Imperial) y Navegación del Sur S.A. (empresa naviera, transportadora de combustibles).

La familia Hoeckle también posee participaciones minoritarias en otras empresas tales como Grupo Terranova S.A. (servicios de dragado y pretensados de hormigón), Envases Paraguayos S.A. (producción de envases y tejidos de plástico), Costa Oriental Paraguay S.A. (empresa de servicios logísticos), entre otras.

Riesgos del sector

Regulación del sector de combustibles en Paraguay

El sector de combustibles en Paraguay se encuentra reglamentado en los últimos 20 años por los lineamientos fijados en el Decreto 10.911 del año 2000. Esencialmente la regulación abre a los privados las actividades de importación, distribución y comercialización de combustibles, fomentando la libre competencia. Esto se diferencia, por ejemplo, de lo que ocurre con ANCAP en Uruguay, que tiene el monopolio de la importación.


Por este motivo el mercado de importación está mucho más atomizado. Monte Alegre es una de las empresas importadoras, con una participación cercana al 10% del total de las importaciones.

Desde el año 2005 se dejó de refinar petróleo crudo en Paraguay, y todas las importaciones empezaron a ser de derivados de hidrocarburos. Entre las distribuidoras de combustibles, el mercado también es muy competitivo, no habiendo ningún jugador con una posición dominante.

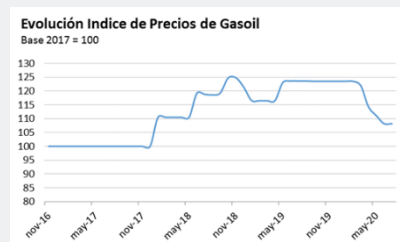
Los márgenes en cada eslabón de la cadena de comercialización de combustibles son muy estables, quedándose los operadores de estaciones de servicio con una proporción mayor del margen total.

A lo largo de estos años no hubo cambios regulatorios sustanciales, y los distintos decretos que se dictaron apuntaron a establecer ciertos márgenes máximos o mínimos en los eslabones de la cadena, y en otros momentos a fijar precios máximos para los productos básicos (nafta de 85 octanos y diésel tipo III, es decir nafta y diésel común). Estos límites de precios nunca han permanecido durante un tiempo prolongado, retornando nuevamente, al cabo de algunos meses, a la libre determinación de los precios por oferta y demanda,


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


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


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



Evolución Expectativas de Variables Económicas - EVE - 2020 - BCP

	ene-19	dic-20
PBI 2020	4,0%	-1,5%
Inflación 2020	4,0%	2,2%
TC Nominal a dic'20	6.150	7,025
Tasa de Política Monetaria a dic'20	5,3%	0,8%

Evolución Expectativas de Variables Económicas - EVE - 2021 - BCP

	ene-20	dic-20
PBI 2021	4,0%	3,6%
Inflación 2021	4,0%	3,0%
TC Nominal a dic'21	6.525	7
Tasa de Política Monetaria a dic'21	4,0%	1,3%

como ocurre desde junio 2018. El precio del resto de los combustibles siempre se determinó por oferta y demanda, y su variabilidad depende fundamentalmente del precio internacional del crudo y de la variación del tipo de cambio de la moneda local respecto al dólar.

Evolución de precios y volúmenes de venta de combustibles

Los precios suelen ser bastante estables, sin cambios bruscos. Inclusive este año, con el nivel de actividad muy afectado producto del COVID-19, los precios del gasoil disminuyeron un 11% entre mar'20 y jul'20. Esta caída fue bastante menor a la baja del precio internacional del petróleo, en parte por la depreciación del guaraní respecto al dólar y también porque se había importado combustible a precios más altos al inicio del año, que por una menor demanda se demoró más en consumir.

El volumen de venta de combustibles está fuertemente correlacionado con la evolución de la actividad económica, observándose fuertes aumentos en años de crecimiento del PBI como 2017 y 2018, y una estabilización en 2019, cuando el crecimiento fue bajo.

El sector agro y transporte representan cerca del 50% del consumo total de combustibles, pero en Imperial la proporción de este segmento supera el 70%, sufriendo de esta manera un menor impacto en su nivel de actividad en 2020.

Si bien la comparación interanual de la actividad económica en Paraguay tuvo un pico negativo de -13,9% en abr'20, en dicho mes se observa un repunte intermensual de la actividad, llegando a - 0,6% en nov'20, lo cual también se reflejó en el consumo de combustibles.

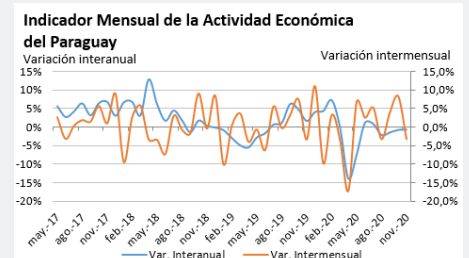
Factores de Riesgo

- **Plan de crecimiento requiere financiamiento:** Imperial planea incrementar la cantidad de estaciones de servicio bajo su emblema Petromax, para pasar de las actuales 110 estaciones a un total de 210 en el plazo de 5 años. Este plan requiere inversiones por unos USD 55 millones, que la compañía planea financiar en un 30% con flujo propio y el restante 70% con deuda, equivalente a unos USD 39 millones. Limitaciones en el acceso al financiamiento pueden limitar el plan de inversiones y el consiguiente crecimiento buscado del EBITDA de la compañía.
- **Riesgo al momento de renegociar contrato con un operador:** Los contratos con terceros para la utilización del emblema Petromax tienen una duración de unos 7 años, y al momento de su vencimiento puede haber una fuerte competencia para tratar de retenerlos dentro del emblema, lo cual puede implicar incrementos en los costos de renovación.
- **Marco regulatorio:** Si bien en Paraguay el sector de hidrocarburos opera, tanto en precios como márgenes y volúmenes, según oferta y demanda, podrían llegar a aplicarse precios máximos a ciertos productos de alta demanda como el gasoil tipo III, algo que ya ocurrió anteriormente, lo cual repercutiría en la generación de flujo de la compañía y en su perfil crediticio de producirse dicho evento al momento del vencimiento de obligaciones financieras.
- **Riesgo de canibalización con otras estaciones de servicio:** El fuerte plan de expansión mediante el cual Imperial apunta a casi duplicar la cantidad de estaciones bajo su emblema, puede provocar una parcial canibalización de las ventas de las estaciones existentes, y saturar el mercado teniendo en cuenta las estaciones que ya tiene la competencia. Imperial mitigaría este riesgo buscando principalmente el cambio de emblema de operadores existentes, y en mucho menor medida agregar estaciones nuevas al mercado actual.

Perfil Financiero

Rentabilidad

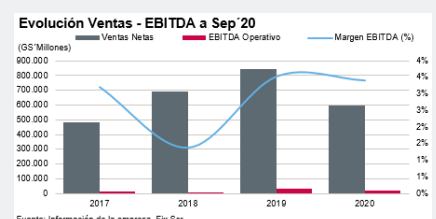
La rentabilidad de Imperial en 2019 fue del 3,5%, con un EBITDA de Gs. 29.696 millones, equivalentes a USD 4,8 millones. Sus ventas en el mismo período fueron de unos USD 135



Gustavo Anla
GUSTAVO ANLA
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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

Maria Cecilia Minguilon
MARIA CECILIA MINGUILON
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



millones. A sep'20 la rentabilidad fue del 3,4%, con un EBITDA de Gs. 20.396 millones, equivalentes a USD 3 millones y ventas por USD 89 millones.

Considerando el aumento esperado en la cantidad de estaciones de servicio, producto del plan de expansión de 100 estaciones adicionales en los próximos 5 años, FIX espera que Imperial tenga a dic'20 ventas por unos USD 148 millones, niveles de EBITDA del orden de los USD 6 millones y márgenes del 4%. El aumento del EBITDA y de la rentabilidad estaría impulsado no sólo por las estaciones adicionales, sino porque las mismas estarán ubicadas en Asunción y en otras zonas urbanas, con un mayor tráfico de clientes y con una mayor proporción de venta de naftas, que cuenta con márgenes superiores al de la venta de gasoil, siendo estas últimas el fuerte de las ventas del emblema Petromax actualmente.

Hacia 2024 Imperial podría alcanzar ventas por unos USD 290 millones, con un margen EBITDA del 4,3% y una generación de EBITDA del orden de los USD 12 a 13 millones.

Flujo de fondos

En 2019 la compañía presentó una generación de Flujo de fondos operativos (FGO) de Gs. 33.988 millones, equivalentes a USD 5,4 millones, pero por altas necesidades de capital de trabajo para cancelar deuda comercial con su principal proveedor (Monte Alegre) terminó el año con un Flujo de caja operativo (FCO) negativo, por Gs. 12.426 millones. Tras inversiones de expansión por Gs. 28.616 millones durante el mismo período, quedó con un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de Gs. 41.042 millones, que fue financiado fundamentalmente con deuda bancaria y con un aporte de capital por Gs. 3.903 millones. A sep'20 la compañía mejoro notablemente su capital de trabajo, logrando financiación de sus operaciones a través de sus proveedores, lo cual genero un Flujo de Caja Operativo de Gs 17.224 millones, y un Flujo de Fondos Libre positivo de Gs 3.682 millones.

Flujo de Fondos

Gs'millones	2017	2018	2019	Sep' 2020
Ventas	483.262	693.209	841.613	598.197
Flujo Generado por las Operaciones	14.107	7.044	33.988	17.333
Variación del Capital de Trabajo	2.262	68	(46.414)	(109)
Flujo de Caja Operativo	16.369	7.112	(12.426)	17.224
Inversiones de Capital	(11.089)	(23.787)	(28.616)	(13.541)
Dividendos	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	5.280	(16.675)	(41.042)	3.682

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para los próximos años, la compañía planea realizar inversiones para aumentar la cantidad de estaciones de servicio bajo su emblema Petromax. El plan de expansión para el período 2020-2025 es de unos USD 55 millones. Este plan será financiado en un 30% con generación de fondos propios, y un 70% con deuda de largo plazo por un total del orden de los USD 39 millones.

FIX espera un flujo de fondo libres (FFL) negativo durante los próximos 5 años, debido al plan de inversiones, y sería positivo a partir del año 2026, tras alcanzar el objetivo de 210 estaciones de servicio Petromax y se reduzca mucho el nivel de inversiones hacia adelante.

Liquidez y estructura de capital

A septiembre 2020, la deuda financiera alcanzó los Gs. 107.420 millones (unos USD 15,2 millones), teniendo vencimiento corriente un 32% de la misma. Imperial opera con una posición de liquidez algo ajustada, con caja y equivalentes de Gs. 7.743 millones (USD 1,1 millones), que le permitía cubrir un 22% de la deuda financiera de corto plazo.

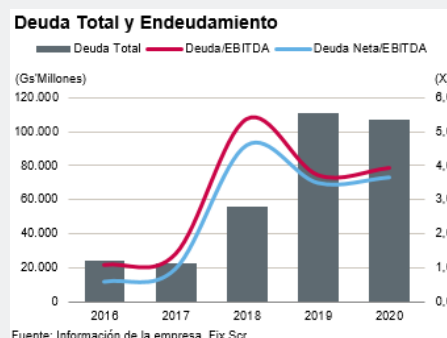
En cuanto a las métricas de endeudamiento, a septiembre 2020 el ratio deuda / EBITDA fue de 4,0x, mientras que el endeudamiento neto fue de 3,7x. La cobertura de intereses con EBITDA fue a esa fecha de 2,8x.

Para poder llevar a cabo el plan de inversiones de unos USD 55 millones entre 2020 y 2025, Imperial planea financiarlo en un 70% con deuda (unos USD 39 millones), que la compañía busca conseguir a través de la emisión de Obligaciones Negociables, que se

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

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

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



emitirían gradualmente. Esto implica deuda incremental a la actual por unos USD 22 millones adicionales.

FIX estima que la compañía mantendrá un ratio deuda / EBITDA cercano a 3x durante los 5 años del plan de expansión, aumentando su nivel de deuda a medida que va incrementando su generación de EBITDA, llegando a un pico de deuda en 2024, por unos USD 39 millones, con un EBITDA de unos USD 12 MM. La cobertura de intereses con EBITDA sería superior a 3x en los 5 años.

FIX prevé que, finalizado el plan de expansión, la compañía mantenga un nivel de endeudamiento por debajo de 2x EBITDA.

Fondeo y flexibilidad financiera

Imperial tiene un buen acceso al financiamiento bancario en Paraguay. A medida que vaya avanzando con el plan de expansión, la compañía también planea la emisión gradual de varias series de Obligaciones Negociables en el mercado local, en guaraníes. Los plazos de cada serie serían de 7 años, que coincide con la duración de los contratos con los operadores de las estaciones de servicio.

Teniendo en cuenta la pertenencia de Imperial al grupo de empresas de la familia Hoeckle, FIX considera que la flexibilidad financiera de la compañía es buena.

Capitalización a Sep'20

Gs/Millones		
Deuda de Corto Plazo	34.289	22%
Deuda de Largo Plazo	73.131	48%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	107.420	70%
Total Patrimonio	45.053	30%
Total Capital Ajustado	152.473	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



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 I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Imperial Compañía Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.

(miles de Gs, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio Gs/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NC	NC	NC	NC	NC
	6990,35	6453,14	5960,54	5590,47	5766,93
	6703,39	6240,15	5734,89	5618,80	5667,92
	2020	2019	2018	2017	2016
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad					
EBITDA Operativo	20.396.071	29.696.377	9.662.502	15.521.824	21.547.235
EBITDAR Operativo	20.396.071	29.696.377	10.366.133	16.001.399	22.098.113
Margen de EBITDA	3,4	3,5	1,4	3,2	5,9
Margen de EBITDAR	3,4	3,5	1,5	3,3	6,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	16,1	27,0	10,3	24,7	54,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,6	(4,9)	(2,4)	1,1	5,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,5	5,1	(17,4)	8,6	27,4

Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,4	5,3	5,2	13,0	9,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	3,8	5,7	13,2	6,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,8	3,8	4,3	9,7	5,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,7	0,3	1,5	2,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,5	0,7	0,4	1,5	2,2
FGO / Cargos Fijos	3,4	5,3	5,2	13,0	9,7
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(0,8)	(0,5)	0,6	2,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	(0,6)	(0,2)	1,3	3,6
FCO / Inversiones de Capital	1,3	(0,4)	0,3	1,5	2,1

Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,3	2,7	5,9	1,4	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,0	3,7	5,3	1,2	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,7	3,5	4,4	0,8	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,0	3,7	5,4	1,4	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,7	3,5	4,6	1,0	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,7	9,7	4,8	5,9	16,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	31,9	30,1	51,6	47,8	32,1


Balance					
Total Activos	229.227.974	220.244.122	195.643.046	145.291.832	126.949.496
Caja e Inversiones Corrientes	7.743.967	7.058.970	8.087.929	6.900.718	10.843.733
Deuda Corto Plazo	34.289.222	33.393.699	26.279.376	9.237.767	6.568.454
Deuda Largo Plazo	73.131.266	77.651.866	24.638.553	10.081.764	13.896.400
Deuda Total	107.420.488	111.045.565	50.917.929	19.319.531	20.464.854
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	107.420.488	111.045.565	50.917.929	19.319.531	20.464.854
Deuda Fuera de Balance	0	0	4.925.414	3.357.029	3.856.144
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	107.420.488	111.045.565	55.843.343	22.676.560	24.320.998
Total Patrimonio	45.052.719	43.899.711	36.097.166	41.019.360	35.441.547
Total Capital Ajustado	152.473.207	154.945.276	91.940.510	63.695.919	59.762.545

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	17.332.632	33.987.588	7.044.388	14.107.026	28.880.780
Variación del Capital de Trabajo	(109.084)	(46.413.521)	67.543	2.262.397	11.772.121
Flujo de Caja Operativo (FCO)	17.223.548	(12.425.933)	7.111.931	16.369.423	40.652.900
Inversiones de Capital	(13.541.196)	(28.615.696)	(23.786.683)	(11.089.032)	(19.705.613)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.682.352	(41.041.629)	(16.674.752)	5.280.390	20.947.288
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	5.231.209	(12.245.366)	(11.070.907)	(7.673.767)	(7.820.176)
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(6.665.110)	51.914.687	30.767.892	(2.319.816)	(7.052.933)
Variación Neta del Capital	10.605.150	3.902.834	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(7.210.895)	0	0	0	0
Variación de Caja	5.642.707	2.530.525	3.022.233	(4.713.193)	6.074.179

Estado de Resultados					
Ventas Netas	598.197.332	841.613.237	693.208.704	483.262.470	364.208.074
Variación de Ventas (%)	(28,9)	21,4	43,4	32,7	
EBIT Operativo	8.809.776	12.020.084	(3.790.658)	3.787.652	13.988.941
Intereses Financieros Brutos	7.160.479	7.880.668	1.680.552	1.174.494	3.322.621
Alquileres	0	0	703.631	479.576	550.878
Resultado Neto	1.153.009	2.042.430	(6.690.915)	3.289.755	9.727.219


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 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 S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesto.
- Boed: Barriles de petróleo equivalentes por día.



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 G1 por Gs 80.000 MM

Denominación del Programa: G1

Monto del Programa y Moneda Gs.: 80.000.000.000.- (Guaraníes treinta mil millones)

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

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

Cortes mínimos: Gs.1.000.000.- (Guaraníes un millón)

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 1.090 a 3.650 días, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Garantía: Garantía Fiduciaria

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

Lugar y forma de pago de Vencimientos de capital e intereses: A través del Banco designado por la Bolsa para la realización de los débitos y créditos en las cuentas de liquidación habilitadas de los montos afectados y declarados en el título global de cada serie a ser suscripto. Forma de pago de capital A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa. Forma de pago de intereses A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Destino de los Fondos: Inversión en infraestructura de estaciones de servicio de acuerdo con el plan de expansión.

Intermediario Colocador: Regional Casa de Bolsa S.A.

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



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



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



MARIA CECILIA MINGUILLON
FIX SCR S.A.
ACR APLIADA 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 **18 de enero de 2021**, asignó en categoría **A+py** la calificación de emisor **Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.** y asignó en la Categoría **pyA+** las siguientes obligaciones negociables a ser emitidas por la compañía:

- **Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos G1 por Gs 80.000 MM**

La **Tendencia es Estable**.

Categoría Apy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo, buena capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyA: 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.

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

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

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

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

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

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

La 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. Puede ser fuerte, estable o sensible. 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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.



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 V

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

- Fecha de la calificación: 18 de enero de 2021.
- Tipo de reporte: Revisión Anual.
- Estados Financieros referidos al 30.09.2020.
- 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



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 MINGILLON
 FIX SCR S.A.
 ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

Entidad	Calificación Local	
Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.	Emisor	A+py
Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.	Programa de Emisión Global de bonos G1 por Gs 80.000 MM	pyA+
Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.	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.petromax.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 Apy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo, buena capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyA: 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.

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.

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

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

Fuentes

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

- Balances al 31/12/19, 31/12/18 y 31/12/17 (12 meses), auditados por Ernst & Young Paraguay, suministrados por la compañía.
- Balance al 30/09/2020 con sus correspondientes notas y anexos.
- Información de gestión proporcionada por la compañía.
- Presentación institucional prestada por la compañía.
- Tendencias de la industria y perspectivas suministradas por la compañía.
- Modelo económico-financiero provisto por el emisor.



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 calificadoras-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. 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 diseminación 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.
(GR AFILIADA A FITCH RATINGS)


MARIA FERNANDA LOPEZ
FIX SCR S.A.
AGR. ANALISTA FITCH RATINGS


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