

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

Factores relevantes de la calificación

Baja de Calificación: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – bajó a Apy desde A+py la calificación de Emisor de Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A. y a pyA desde pyA+ la calificación del Prospecto de Programa de Emisión Global. La tendencia es Estable. La acción de calificación es consecuencia de la ralentización del plan de expansión previsto y el mayor apalancamiento alcanzado por la compañía, generando métricas operacionales y crediticias más débiles a las esperadas. FIX estima una lenta mejora en los ratios de Imperial a medida que retoma el plan de crecimiento y luego de una reestructuración operacional.

Fuerte vínculo operacional y estratégico entre Imperial y Monte Alegre S.A.: Imperial es operativa y estratégicamente integral al negocio principal de Monte Alegre, que es la importación de combustibles, representando cerca del 60% de las ventas totales de la controlante y siendo su cliente prioritario. Monte Alegre recientemente finalizó una ampliación en sus tanques, por una inversión total de USD 2.3MM, elevando su capacidad de almacenamiento en tanques en un 27%, alcanzando 61.000 m3, con una rotación promedio cercana al 50%, por lo cual se beneficiaría de mayores economías de escala ante una expansión de los volúmenes de Imperial.

Nuevo plan de expansión: La compañía planea alcanzar las 200 estaciones de servicio hasta 2025. A la fecha, 7 estaciones nuevas de servicio han sido sumadas a su red, y se estiman 5 más para lo que resta del 2021 tanto en las afueras de Asunción como en el interior del país, donde Imperial cuenta con una red de fuerte presencia, la cual atenuó el impacto negativo de la pandemia debido a la actividad del agro con una merma menor al resto de las actividades. De acuerdo al plan de inversiones, FIX espera flujo libre negativo hasta 2025, y flujo libre positivo hacia adelante, cuando Imperial alcance el objetivo de cantidad de estaciones de servicio bajo su emblema Petromax, logrando una escala que le permitiría optimizar los costos logísticos y los costos fijos. Dicho plan de expansión se estima en USD 55 MM, el cual será principalmente financiado con nueva deuda.

Escala de operaciones en gradual crecimiento: A junio 2021 Imperial generó ventas por USD 59.3 millones, y un EBITDA de USD 1.2 millones, con un margen del 2% producto de un primer semestre aun con efectos adversos de pandemia y menores márgenes a los estimados. FIX espera un incremento del volumen promedio de venta por estación alcanzando los 171 m3/mes en 2024. Adicionalmente, FIX estima un EBITDA de unos USD 8 millones para 2024, con un margen del 4% en comparación a los USD 12 millones estimados originalmente producto de un dilatado plan de expansiones.

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. Petropar es la petrolera estatal paraguaya, con una participación cercana al 15% a jun'21, dedicada a la comercialización de hidrocarburos y biocombustibles, la cual sirve de referencia para los precios de combustibles.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	Apy
G1 Serie 1 por Gs 40.000 MM Programa de Emisión Global de bonos G1 por Gs 80.000 MM*	pyA pyA

*Ver Anexo III

Tendencia Estable

Resumen Financiero

Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.

Consolidado (Gs millones)	30/06/21 6 Meses	31/12/20 12 Meses
Total Activos	209.156	201.979
Deuda Financiera	141.762	105.984
Ingresos	395.484	787.773
EBITDA	8.144	15.049
EBITDA (%)	2.1	1.9
Deuda Total/EBITDA	8.7	7.0
Deuda Neta Total / EBITDA	8.5	6.5
EBITDA/Intereses	1.5	1.5

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

Sensibilidad de la Calificación

Factores que en podrían derivar en una suba de calificación:

- 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.
- Ratios de cobertura de intereses con EBITDA superiores a 3x y apalancamiento menor a 3x de manera sostenida.

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.
- Mayores necesidades de capital de trabajo que afecten la liquidez de la compañía.
- Sostenidos problemas de abastecimiento por parte de Monte Alegre S.A. los cuales impacten de forma negativa en la distribución de combustible de Imperial.

Liquidez y Estructura de Capital

Nivel de endeudamiento elevado por plan de expansión: FIX estima que la compañía finalizara 2021 con un ratio deuda a EBITDA en torno a los 5.4x y comenzara a partir de 2022 un gradual desapalancamiento, producto de un mayor EBITDA, alcanzando un deuda/EBITDA de 3x en 2024 y cobertura de intereses con EBITDA superior a 3x. A jun '21 Imperial tenía una deuda financiera de USD 21 millones (40% mayor que en dic '20 producto de su primera emisión en el mercado de capitales por Gs 40.000 millones), con un 25% de la misma venciendo en el corto plazo. A dicha fecha tenía un ratio deuda a EBITDA de 8.6x, superior a los 4x estimados por FIX, y cobertura de intereses con EBITDA de 1.5x. Imperial contaba a jun '21 con un nivel de liquidez algo ajustada, con caja y equivalentes por USD 0.6 millones, que alcanzaba a cubrir un 11.5% 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 104 estaciones de servicio con dicho emblema, la mayoría de las cuales son operadas por terceros, mientras que las propias son manejadas tanto por la empresa relacionada Petroquim S.A. como por terceros.

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 104 de la actualidad.

En el año 2020 vendió 186.793 m3 de combustibles y derivados, un volumen que superó en un 7.5% al del año anterior. Entre los años 2015 y 2020, el crecimiento anual compuesto del volumen de ventas fue del 27.7%.

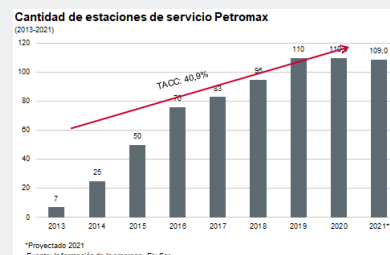
A jun '21 el volumen promedio de ventas incluyendo B2B fue de 127.166 litros/mes debido a la lenta recuperación de la actividad post pandemia vis a vis 142.400 litros/mes en 2019.

Imperial se encuentra en pleno proceso de expansión, por el cual planea ampliar su red de estaciones de servicio en un plazo de 5 años hasta alcanzar las 200 estaciones con bandera propia. De esta manera lograría una escala que le permitiría optimizar los costos logísticos

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



y los costos fijos. El plan es incorporar unas 5 estaciones de servicio mas en 2021 y 20 más por año aprox. en los próximos tres años. Las inversiones totales de este plan de expansión serían de unos USD 55 millones en 5 años.

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 2020 representó el 75.7% de la venta total de combustibles de la compañía, superior al promedio de los últimos 5 años (71%) fundamentalmente por el consumo del sector agropecuario, poco afectado por la pandemia en su nivel de actividad. A jun '21, la proporción de ventas de gasoil en estaciones de servicio fue de 70% del total.

La proporción de consumo de naftas en las estaciones de Asunción y otras ciudades es del orden del 40%. El objetivo de la compañía es alcanzar en 2024 un 50% de proporción de venta de naftas y 50% de gasoil en estaciones de servicio. 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 40%, por encima del 24.3% de 2020. Esto a su vez incrementaría el margen bruto actual (del orden del 2.3%), a valores cercanos al 4%, y con mayor volumen. 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 tipo está en torno al 11%.

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.

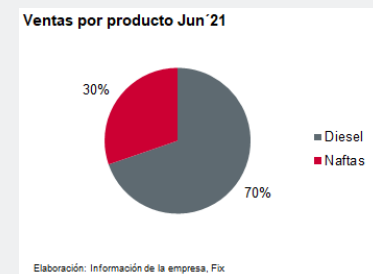
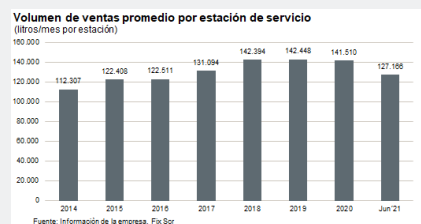
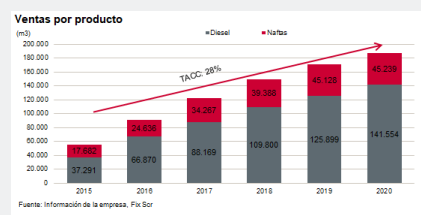
Monte Alegre es el proveedor exclusivo de los combustibles importados que distribuye Imperial. Los mismos están en comodato, por lo cual no forman parte de los inventarios de Imperial. Monte Alegre tendrá a fin de 2021 una capacidad de almacenamiento en tanques de 61.000 m3, tras la finalización de la ampliación en sus tanques, por una inversión total de USD 2.3MM. 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 70% de sus ventas, lo cual le garantiza prioridad en las entregas. A jun'21 el saldo a pagar a Monte Alegre era de 16.262 millones de Gs, representando el 69.5% de sus pasivos comerciales y el 100% 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 junio 2021 Petromax se ubicó en el sexto puesto en el volumen vendido de naftas y diésel, con un total de 86.219 m3 comercializados, consiguiendo una participación de mercado cercana al 7%. El mercado de comercialización de combustibles en Paraguay es muy



GUSTAVO ANILA
GUSTAVO ANILA
FIX SCR S.A.
ICR AFILIADA A FITCH RATINGS

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

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

competitivo, y ningún jugador tiene una posición dominante. Petropar es la compañía estatal, y tiene una participación del 16%. El resto de los jugadores son privados, entre los que se destacan B&R, Copetrol, Petrobras y Puma Energy (Trafigura).

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 2020 por USD 202 MM, generando un EBITDA de USD 17.5 MM. Con una deuda consolidada de USD 35.2 MM, el ratio deuda/EBITDA fue de 2x. A Jun '21 las ventas fueron de USD 94.7 MM, 13% inferiores a igual periodo 2020 EBITDA de USD 1.1 MM y deudas por USD 31 MM.

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 2020 por USD 50.000 millones, y 2,7 millones de boed comercializados, Gunvor cuenta con una capacidad de refinación conjunta de 100.000 barriles/día desde 300.000 en 2019 tras suspender la refinería de Amberes y cerrar las dos unidades de destilación de crudo en la refinería de Rotterdam, Holanda.

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.

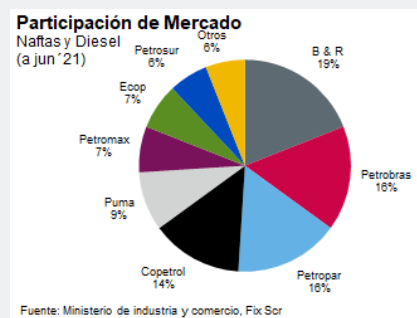
Por este motivo el mercado de importación está mucho más atomizado. Monte Alegre es una de las empresas importadoras, con una participación cercana al 10% del total de las importaciones.

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.

Evolución de precios y volúmenes de venta de combustibles

Los precios suelen ser bastante estables, sin cambios bruscos. En el periodo Mar'20-Oct'21 el precio del diésel tuvo un aumento del 16.6% en comparación a un 161% del precio del Brent.



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

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

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

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.

Durante el primer semestre del año 2021 el PBI presentó una expansión interanual del 6.9% (en el segundo trimestre se observó un rebote del 14.5% al compararlo con el peor trimestre del 2020 afectado por la Pandemia por COVID-19 que cayó en dicho periodo 7.2%). Los sectores más beneficiados fueron la construcción 34,8%, los impuestos a los productos 28,9% y la ganadería 18,7%. Por su parte, la industria se expandió en 16,5% y los servicios, en 16,3%. Las actividades que se resintieron en sus niveles de producción fueron la generación de energía, con una caída de 10,5%; y la agricultura, con una contracción de 5,2%, afectados principalmente por factores climáticos, como el menor caudal de los ríos y el retraso que tuvo la campaña de soja por la sequía de la campaña pasada. Desde el punto de vista del gasto, el consumo privado y público presentó un crecimiento interanual del 9.7% y 5.6%, respectivamente en el semestre de 2021, mientras que la inversión comprobó una expansión de 44,2% en Formación Bruta de Capital Fijo.

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.

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 104 estaciones a un total de 200 en el plazo de 5 años. Este plan requiere inversiones por unos USD 55 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.
- **Riesgo de canibalización con otras estaciones de servicio:** El plan de expansión mediante el cual Imperial apunta a aumentar 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.
- **Riesgo de precio:** Los precios de combustibles en el mercado de Paraguay siguen la tendencia de los precios impuestos por Petropar, con una participación del mercado de 16%, lo cual imposibilita un traslado directo a precios ante un aumento de costos o inflación al resto de las compañías.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Considerando el aumento esperado en la cantidad de estaciones de servicio, producto del plan de expansión de 96 estaciones adicionales en los próximos 5 años, FIX espera que Imperial tenga a dic'21 ventas por unos USD 160 millones, niveles de EBITDA del orden de los USD 3.6 millones y márgenes del 2.2%. 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.

A jun'21 la rentabilidad fue del 2,1%, con un EBITDA de Gs. 8.144 millones, equivalentes a USD 1.2 millones y ventas por USD 59,3 millones. La rentabilidad de Imperial en 2020 fue


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

del 1.9% con un EBITDA de Gs 15.196 millones equivalentes a USD 2.2 MM, vis a vis 3,5% en 2019, con un EBITDA de Gs. 29.696 millones, equivalentes a USD 4,8 millones. Sus ventas en el mismo período fueron de unos USD 116 millones en comparación a USD 135 millones el año anterior.

Hacia 2024 Imperial podría alcanzar ventas por unos USD 200 millones, con un margen EBITDA del 4% y una generación de EBITDA del orden de los USD 8 millones.

Flujo de fondos

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 2021-2025 es de unos USD 55 millones.

FIX espera un flujo de fondo libres (FFL) negativo durante los próximos 4 años, debido al plan de inversiones, y sería positivo a partir del año 2025, tras alcanzar el objetivo de 200 estaciones de servicio Petromax reduciendo el nivel de inversiones hacia adelante.

A jun'21 la compañía empeoró considerablemente su capital de trabajo, lo cual generó un Flujo de Caja Operativo negativo de Gs 32.473 millones, y un Flujo de Fondos Libre negativo de Gs 35.003 millones equivalente a USD 5.2 MM. En 2020 la compañía presentó una generación de Flujo de fondos operativos (FGO) de Gs. 37.275 millones, equivalentes a USD 5,5 millones, el cual tuvo que soportar altas necesidades de capital de trabajo para cancelar deuda comercial con su principal proveedor (Monte Alegre) e inversiones de capital por Gs 8.524 MM, finalizando el año con un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo, por Gs. 7.952 millones.

Flujo de Fondos	2018	2019	2020	Jun'21
Gs'millones				
Ventas	693.209	841.613	787.773	395.484
Flujo Generado por las Operaciones	7.044	33.988	37.276	1.485
Variación del Capital de Trabajo	68	(46.414)	(20.798)	(33.959)
Flujo de Caja Operativo	7.112	(12.426)	16.477	(32.474)
Inversiones de Capital	(23.787)	(28.616)	(8.525)	(2.530)
Dividendos	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	(16.675)	(41.042)	7.953	(35.004)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

FIX estima que la compañía mantendrá un alto ratio deuda / EBITDA cercano a 5.5x en 2021, el cual desapalancaría gradualmente a medida que va incrementando su generación de EBITDA hasta llegar a 3x en 2024. La cobertura de intereses con EBITDA sería superior a 3x a partir de 2024.

A junio 2021, la deuda financiera alcanzó los Gs. 141.762 millones (unos USD 21 millones), teniendo vencimiento corriente un 25% de la misma. Imperial opera con una posición de liquidez ajustada, con caja y equivalentes de Gs. 4.099 millones (USD 0.6 millones), que le permitía cubrir un 11.4% de la deuda financiera de corto plazo.

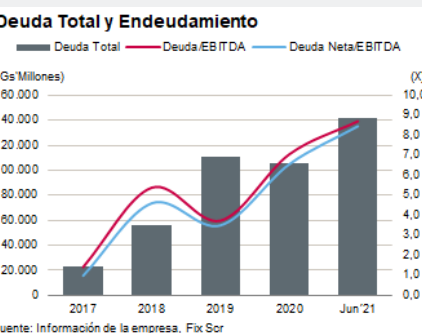
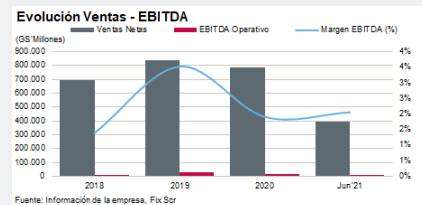
En cuanto a las métricas de endeudamiento, a junio 2021 el ratio deuda / EBITDA fue de 8.7x, mientras que el endeudamiento neto fue de 8.5x. La cobertura de intereses con EBITDA fue a esa fecha de 1.5x, muy inferior a los 3x estimados originalmente por FIX.

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. En mar'21 realizó su primera emisión por Gs. 40.000 MM a un plazo de 5 años dentro del marco de su Programa de Emisión Global de Bonos G1, el cual fue aprobado por un valor total de Gs. 80.000 MM. La tasa de interés de la primera serie de los títulos de deuda es del 9% anual, los pagos de intereses se realizarán trimestralmente y el pago del capital será al vencimiento. A medida que vaya avanzando con el plan de expansión, la compañía también planea la emisión de nuevas series de Obligaciones Negociables.

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 Jun'21

Gs'Millones		
Deuda de Corto Plazo	35.735	19%
Deuda de Largo Plazo	106.027	57%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	141.763	77%
Total Patrimonio	43.460	23%
Total Capital Ajustado	185.223	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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

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

Maria Cecilia Minguillon
MARIA CECILIA MINGUILLON
FIX SCR S.A.
ICR 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	NC	NC	NC	NC	NC
Tipo de Cambio Gs/USD al Final del Periodo	6733,98	6277,54	6453,14	5960,54	5590,47
Tipo de Cambio Promedio	6814,49	6704,36	6240,15	5734,89	5618,80
Periodo	jun-21	2020	2019	2018	2017
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad					
EBITDA Operativo	8.144.021	15.049.684	29.696.377	9.662.502	15.521.824
EBITDAR Operativo	8.144.021	15.049.684	29.696.377	10.366.133	16.001.399
Margen de EBITDA	2,1	1,9	3,5	1,4	3,2
Margen de EBITDAR	2,1	1,9	3,5	1,5	3,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,7	30,8	27,0	10,3	24,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,9)	1,0	(4,9)	(2,4)	1,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(14,4)	12,0	5,1	(17,4)	8,6

Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,3	4,8	5,3	5,2	13,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,5	3,8	5,7	13,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,5	1,5	3,8	4,3	9,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,7	0,3	1,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,7	0,4	1,5
FGO / Cargos Fijos	1,3	4,8	5,3	5,2	13,0
FFL / Servicio de Deuda	(1,3)	0,4	(0,8)	(0,5)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,2)	0,5	(0,6)	(0,2)	1,3
FCO / Inversiones de Capital	(12,8)	1,9	(0,4)	0,3	1,5

Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	10,3	2,3	2,7	5,9	1,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,7	7,0	3,7	5,3	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,5	6,5	3,5	4,4	0,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	8,7	7,0	3,7	5,4	1,4
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	8,5	6,5	3,5	4,6	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,8	18,5	9,7	4,8	5,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	25,2	35,3	30,1	51,6	47,8

Balance					
Total Activos	209.156.977	201.979.224	220.244.122	195.643.046	145.291.832
Caja e Inversiones Corrientes	4.099.218	7.442.660	7.058.970	8.087.929	6.900.718
Deuda Corto Plazo	35.735.264	37.373.773	33.393.699	26.279.376	9.237.767
Deuda Largo Plazo	106.027.467	68.610.667	77.651.866	24.638.553	10.081.764
Deuda Total	141.762.731	105.984.439	111.045.565	50.917.929	19.319.531
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	141.762.731	105.984.439	111.045.565	50.917.929	19.319.531
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	4.925.414	3.357.029
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	141.762.731	105.984.439	111.045.565	55.843.343	22.676.560
Total Patrimonio	43.459.852	46.708.099	43.899.711	36.097.166	41.019.360
Total Capital Ajustado	185.222.583	152.692.538	154.945.276	91.940.510	63.695.919

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.485.292	37.275.676	33.987.588	7.044.388	14.107.026
Variación del Capital de Trabajo	(33.959.214)	(20.798.300)	(46.413.521)	67.543	2.262.397
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(32.473.922)	16.477.377	(12.425.933)	7.111.931	16.369.423
Inversiones de Capital	(2.529.789)	(8.524.595)	(28.615.696)	(23.786.683)	(11.089.032)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(35.003.711)	7.952.781	(41.041.629)	(16.674.752)	5.280.390
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(12.245.366)	(11.070.907)	(7.673.767)
Otras Inversiones, Neto	(2.404.499)	(436.729)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	34.305.210	(5.061.126)	51.914.687	30.767.892	(2.319.816)
Variación Neta del Capital	0	0	3.902.834	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.395.813	0	0	0	0
Variación de Caja	(707.186)	2.454.926	2.530.525	3.022.233	(4.713.193)

Estado de Resultados					
Ventas Netas	395.484.426	787.773.101	841.613.237	693.208.704	483.262.470
Variación de Ventas (%)	(49,8)	(6,4)	21,4	43,4	32,7
EBIT Operativo	2.585.481	15.049.684	12.020.084	(3.790.658)	3.787.652
Intereses Financieros Brutos	5.427.915	9.782.304	7.880.668	1.680.552	1.174.494
Alquileres	0	0	0	703.631	479.576
Resultado Neto	(3.248.247)	2.808.388	2.042.430	(6.690.915)	3.289.755

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.


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

- 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.
- B2B: Business to Business o Empresa a Empresa.

Anexo III – Características de los Instrumentos

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

Complemento de Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 1:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 40.000 millones.

Tasa de interés: 9%.

Plazo de vencimiento: 1812 días.

Pago de capital: 15/11/2021.

Pago de interés: Trimestral

Fechas de pagos de intereses: 16/05/2017; 15/11/2017; 16/05/2018; 16/11/2018; 16/05/2018; 15/11/2019; 13/05/2020; 13/11/2020; 13/05/2021; 15/11/2021

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

GUSTAVO ANLA
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

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 AFILIADA A FITCH RATINGS



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



MARIA CECILIA MINCULLON
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 **16 de diciembre de 2021**, bajó a categoría **Apy** desde **A+py** la calificación de emisor **Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.** y bajó a categoría **pyA** desde **pyA+** al Programa de Emisión Global de bonos y la Serie 1 por Gs 80.000 MM emitida por la compañía.

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: 16 de diciembre de 2021.
- Tipo de reporte: Revisión Anual.
- 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



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

Entidad	Calificación Local	
Imperial Distribuidora de Petróleo y Derivados S.A.	Emisor	Apy
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.	G1 Serie 1 por Gs 40.000 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 31/12/2020, 31/12/19, 31/12/18 y 31/12/17 (12 meses), auditados por Ernst & Young Paraguay, suministrados por la compañía.
- Balance al 30/06/2021 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.
(AFILIADA A FITCH RATINGS)


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


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