

# Enex Paraguay S.A.E.

## Factores relevantes de la calificación

**Asignación de calificación:** FIX (afilada de Fitch Ratings) asignó en la categoría AA+py tendencia estable a la calificación de Emisor de Enex Paraguay S.A.E. y en la categoría pyAA+ tendencia estable al Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 45 millones. La calificación se basa en el fuerte vínculo, las sinergias, el respaldo y la trayectoria de los accionistas que co-gestionan la compañía; los cuales permitirían completar un considerable plan de expansión de ENEX en Paraguay que llevaría su participación del mercado por arriba del 6% (desde el actual 1.8%), asumiendo un acceso al mercado de capitales por USD 45 millones y un esquema de vencimientos de deuda de largo plazo.

**Fuertes vínculos con accionistas:** los lazos estratégicos y operacionales son fuertes. Ambos accionistas poseen una extensa trayectoria, amplio portafolio de negocios y FIX considera importante los incentivos de los mismos para llevar adelante la expansión de ENEX en Paraguay, tanto por la visión estratégica como por el know-how y respaldo financiero. La compañía es co-gestionada por la familia Luksic (Chile) indirectamente a través de Quiñenco S.A. (Grupo Quiñenco) y por Horacio Cartes a través de HC Energía S.A. (Paraguay). Cada accionista posee el 50% de participación accionaria y las decisiones son tomadas por mayoría absoluta (salvo en algunos casos específicos que se necesitan 2/3 de los votos). Quiñenco S.A. (calificado por Fitch ratings en AA(cl) a través de su subsidiara ENEX S.A. es la licenciataria de Shell en Chile operando más de 450 estaciones de servicio bajo la marca Shell. Además posee más de 160 tiendas de conveniencia Upa! El Grupo Cartes no se encuentra jurídicamente constituido como tal y cada empresa tiene un manejo independiente de sus operaciones. La cartera de negocios incluye más de 37 empresas que operan en la industria agropecuaria, farmacéutica, hotelera, bancaria, alimentos y bebidas y tabacalera entre otra, entre ellas Banco Basa S.A. (calificado por FIX en AA-py) y Farmacenter.

**Agresivo plan de crecimiento:** con una inversión de USD 65 millones, ENEX planea incorporar 90 nuevas estaciones de servicio en el período 2021-2025, a las 41 operativas y 50 tiendas de conveniencia. El crecimiento le permitirá cuadruplicar el volumen de venta de combustible (pasando de un estimado 55 mil m3 en 2021 a 225 mil en 2025) y obtener EBITDA para 2025 cercano al USD 20 millones con un margen del 10.5%, versus USD 1.7 millones y 3% respectivamente estimado para 2021. Las inversiones totales serán financiadas en un 31% con aporte de capital (USD 20 millones) proveniente proporcionalmente por los accionistas y USD 45 MILLONES con deuda incremental en el mercado de capitales. A la fecha la compañía posee contratos cerrados para la apertura de 45 estaciones de servicio que implican inversiones por USD 45 millones.

**Estructura de capital conservadora:** la compañía planea incrementar su deuda mediante diversas emisiones en el mercado de capitales, llegando a un pico de endeudamiento a partir de 2023 de USD 45 millones, con un EBITDA estimado por FIX en el caso base de USD 10 millones. Enex planea una estructura de deuda a 7 años con repago al vencimiento que le permitirá mantener un servicio de deuda reducido y calzar la deuda con el repago de los proyectos. El pico de apalancamiento neto (deuda/Neta / EBITDA) se estima cercano en 4.5x para 2022 y luego reduciéndose gradualmente a partir de la mayor rentabilidad derivada por la apertura de estaciones de servicios.

**Regulación establece libre competencia:** 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

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor AA+py

Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 45 millones\* pyAA+

\*Ver Anexo III

Tendencia Estable

### Resumen Financiero

ENEX Paraguay S.A.E.		
Consolidado	30/12/20	30/12/19
(Gs millones)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	138.567	160.093
Deuda Financiera	1.102	0
Ingresos	163.036	95.021
EBITDA	17.400	3.135
EBITDA (%)	10.7	3.3
Deuda Total/EBITDA	0.1	0.0

### 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](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Analista Secundario  
 María Fernanda López  
 Senior Director  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8130



Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

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.

## Sensibilidad de la Calificación

FIX incorpora el éxito del plan de expansión con un crecimiento de 45 sucursales en una primera etapa. Una baja en la calificación podría derivarse de la ocurrencia de los siguientes de forma individual o conjunta: a) un deterioro en el vínculo con sus accionistas o en la calidad crediticia de los mismos que limiten las sinergias y el acceso al financiamiento de la compañía y b) cambios regulatorios que impacten significativamente en el flujo operativo de la compañía o limiten el plan de expansión.

No se espera una suba de la calificación en el corto / mediano plazo.

## Liquidez y Estructura de Capital

Al 30 de junio la compañía tenía una deuda de Gr. 33.404 millones (USD 5.0 millones) compuesta por préstamos bancarios de corto plazo. Los vínculos con sus accionistas y los sólidos fundamentos del negocio le permitirán acceder al mercado de capitales bajo el Programa Global de bonos USD1 por hasta USD 45 millones, para financiar la expansión y cancelar la deuda de corto plazo.

## Perfil del Negocio

ENEX Paraguay es una empresa distribuidora de combustible y lubricantes de Paraguay. Posee una red de 41 estaciones de servicios y tiendas de conveniencia que operan bajo los emblemas Gasur y ENEX. A la fecha la empresa posee cerca del 1.8% del mercado de venta de combustible y pose un plan de expansión para incorporar 90 estaciones de servicio adicionales, llegando a un 6.7% de participación de mercado.

## Grupo Accionario

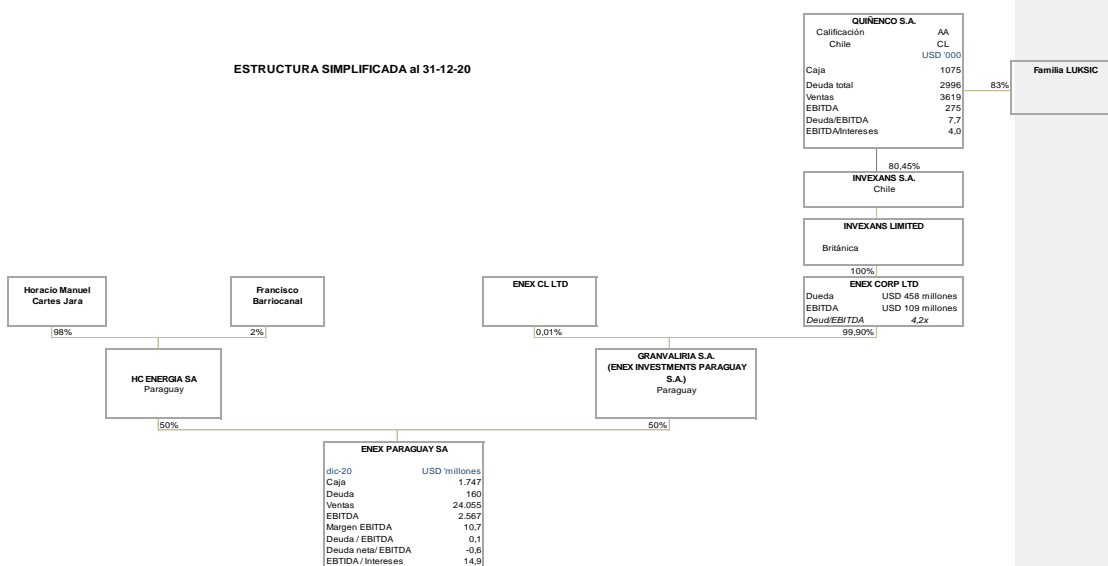
ENEX se encuentra co-manejada por el Grupo Luksic y Grupo Cartes, desde 2019 que el grupo Luksic compró el 50% del paquete accionario de Gasur SRL (ahora Enex Paraguay). El directorio se encuentra conformado por 6 miembros titulares designados en partes iguales por cada grupo accionario. Las decisiones se toman por mayoría absoluta salvo en ciertas materias reservadas como elección del Gerente General y Gerente Financiero, el plan estratégico y de negocios, el presupuesto entre otras cuestiones especificadas en el estatuto. Las decisiones de la Asamblea de Accionistas también se tomarán por mayoría absoluta excepto por ciertas materias reservadas que se necesita dos tercios de los votos.

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

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

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

ESTRUCTURA SIMPLIFICADA al 31-12-20



### Escala de operaciones y plan de expansión

Actualmente la compañía posee 41 estaciones de servicio operando con un volumen 4.400 m3 mensual, con un mix cercano a 60% diésel y 40% naftas. El plan de la compañía es llegar a 131 estaciones de servicio para 2025 realizando una inversión cercana a USD 64 MILLONES, 31% con aporte de capital y el resto con endeudamiento a través del mercado de capitales. Conjuntamente a las estaciones de servicio la compañía planea incorporar tiendas de conveniencia bajo la marca UPA! que brindan servicio de comidas y compras.

A la fecha la compañía tiene 45 proyectos con contratos cerrados por una inversión de USD 44.5 MILLONES, de los cuales 31 serán propiedad de terceros pero operados por ENEX e implican una inversión promedio de USD 990 mil por estación de servicio, 9 serán propiedad de terceros y operadas por terceros con una inversión promedio de USD 650 mil y 5 propiedad de ENEX y operadas por ENEX que implican una inversión promedio de USD 1.5 millones por estación. El volumen de venta mensual se estima en 7.900 m3, con un promedio de 170 m3 por estación de servicio.

El siguiente cuadro muestra las estimaciones de FIX en su caso base.

	2021	2022	2023	2024	2025
Apertura de nuevas estaciones de servicio	9	45	31	7	5
Estaciones de servicio operativas a fin de año	43	88	119	126	131
Tiendas de conveniencia a fin de año.	10	41	58	67	68
Volumen combustible (m3)	54.928	98.282	1.510.165	184.959	208.907
EBITDA (USD/millones)	1,7	4,7	9,8	14	18
DEUDA (USD/millones)	13	28	45	43	40
DEUDA neta /EBITDA (MM)		4,5x	4,6x	3,1x	2,3x

### Abastecimiento, almacenaje y transporte.

La compañía importa entre 2.000 y 2.500 m3 de Diesel por mes. El proveedor es TRAFIGURA, trader que opera en la región que abastece aproximadamente el 70% del mercado local. La modalidad de compra es DAP, producto puesto en terminal de Paraguay. TRAFIGURA contrata el buque madre para el flete desde el Golfo de Mexico hasta el Rio de la Plata y luego el flete en barcaza que transporta el combustible desde el Rio de la Plata, por la hidrovía, hasta Paraguay. El diesel importado se almacena en la terminal TLP SA en la ciudad de Villeta, a 40 km al sur de Asunción, sobre el río Paraguay. En la sequía y baja histórica del Rio Paraguay de este año el suministro de combustible operó de manera normal, sin sufrir desabastecimiento. La capacidad de almacenaje es de hasta 3.000 m3 (entre 30 y 45 días).

Las compras de gasolina se realizan localmente a TLP S.A. Otros proveedores locales son Integral SA (terminal en San Antonio, a 20 km al sur de Asunción) y PUMA Energy (también en San Antonio). La compañía compra cerca de 2.000 m3 de gasolina por mes.

El Transporte de combustible se realiza en una flota de camiones cisternas terciarizada, contratados con varios proveedores.

### Posición competitiva

Según datos del Ministerio de Industria y Comercio, en el acumulado entre enero junio 2021, ENEX poseía el 1.7% de participación de mercado de combustible en Paraguay. El plan de crecimiento le permitirá crecer en una primera etapa 2021-2025 logrando por lo menos el 6% de mercado. 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 16%. El resto de los jugadores son privados, entre los que se destacan B&R, Copetrol, Petrobras y Puma Energy (Trafigura).



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



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



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

### Administración y calidad de los accionistas

La compañía se encuentra co-gestionada por HC Energía S.A. y Granvalia S.A.(Enex Investment Paraguay SA.) con un 50% de participación cada una. A su vez HC Energía es 98% propiedad de Horacio Manuel Cartes Jara y Granvalia 99% ENEX Corp LTD (Chile). La empresa ENEX Corp forma parte del Quiñenco a través de su controlada indirecta Quiñenco S.A. Esta última se encuentra calificada por Fitch ratings en AA(cl)

El Grupo Cartes, no se encuentra jurídicamente constituido como tal y cada empresa tiene un manejo independiente de sus operaciones. El mismo está compuesto por una cartera de negocios diversificada de más de 37 empresas que operan en las industrias agropecuaria, hotelera, farmacéutica, bancaria, alimentos y bebidas y tabacalera. El Banco BASA se encuentra calificado en AA-py.

La experiencia y sinergias con proveedores y compañías estratégicas como Farmacenter, Banco Basa (en el caso del grupo Cartes) y Trafigura y Mc Donalds en el caso de Quiñenco podrían otorgar beneficios operacionales para ENEX.

### 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.

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.

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.



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



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



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

Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor en agosto de 2021 se ubicó en 51.8%, manteniéndose en zona de optimismo por segundo mes consecutivo y con un aumento positivo de las expectativas económicas en Paraguay, ubicándose en torno a 70 en dicho mes. Se observa una mayor predisposición de los consumidores hacia compras de bienes durables (electrodomésticos, casas, autos y motos) mostrando la perspectiva positivo hacia la coyuntura económica.

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

- **Riesgo de canibalización con otras estaciones de servicio:** El plan de expansión 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. ENEX mitigaría este riesgo buscando principalmente el cambio de emblema de operadores existentes, y adicionando estaciones de servicios propias con amplia gama de servicios además de tiendas de conveniencia Upa!.
- **Riesgo de precio:** Los precios de combustibles en el mercado de Paraguay suelen seguir la tendencia de los precios impuestos por Petropar, siendo esta la principal compañía del mercado con una participación del 16%, lo cual imposibilita un traslado directo ante un aumento de costos o inflación al resto de las compañías.
- **Evolución del plan de expansión:** la compañía posee un plan para abrir 90 estaciones de servicio. A la fecha posee contratos cerrados por 45 estaciones de servicio para ser inauguradas entre finales de 2021 y principio de 2023. Mayores costos en la apertura de las mismas o una demora en el plan podrían demorar la generación de fondos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En 2021 los ingresos de ENEX resultaron en USD 24 millones, el EBITDA en USD 2.5 millones con un margen del 10.7%. Para 2021 FIX espera un EBITDA de USD 1.7 millones, con un margen cercano a 4%. El fuerte crecimiento estimado para 2022-2024 incorporando estaciones de servicio y tiendas de convivencia permitirán lograr un crecimiento de los ingresos y del EBITDA. En su escenario base FIX espera un EBITDA cercano a USD 5.0 millones para 2022 y USD 10.0 MILLONES para 2023. La rentabilidad de las tiendas brindan un piso de rentabilidad estimado en USD 4.0 millones, limitando la volatilidad de precio de compra.

### Flujo de fondos

En 2020, la compañía tuvo un flujo generado por operaciones cercano a USD 7.7 millones y un flujo de fondos libre negativo de USD 3.6 millones derivado de las elevadas necesidades de capital de trabajo USD 3.3 millones y las inversiones realizadas por USD 3.6 millones. FIX espera que para el período 2021-2024 el flujo generado por operaciones crezca gradualmente llegando a USD 11 millones en 2024 y el flujo de fondos resulte negativo derivado de las elevadas inversiones.

### Liquidez y estructura de capital

Al 30 de junio la compañía tenía una deuda de Gr. 33.404 millones (USD 5.0 millones) compuesta por préstamos bancarios de corto plazo. ENEX planea acudir al mercado de capitales y tener emisiones por USD 45 millones para poder implementar el plan de inversiones y cancelar la deuda bancaria. La emisión tendrá vencimiento a 7 años y será denominada en dólares y no garantizada. Para 2022, FIX estima un pico de endeudamiento



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

neto de 4.5x que será gradualmente reducido a medida que se incorporen las estaciones de servicio.

### Fondeo y flexibilidad financiera

A la fecha la compañía ha comenzado a financiar su plan de expansión con deuda bancaria de corto plazo. Los vínculos con sus accionistas y los sólidos fundamentos del negocio le permitirán acceder al mercado de capitales para financiar la expansión. Adicionalmente los accionistas planean realizar un aporte de capital por USD 20 millones para antes de fin de año.



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



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



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

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - ENEX PARAGUAY S.A.E.

(miles de Gs, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NC	NC	NC
Tipo de Cambio Gs/USD al Final del Periodo	6900,11	6453,14	5960,54	5590,47
Tipo de Cambio Promedio	6777,60	6240,15	5734,89	5618,80
Periodo	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>				
EBITDA Operativo	17.399.572	3.135.247	4.002.442	5.997.356
EBITDAR Operativo	17.399.572	3.135.247	4.002.442	5.997.356
Margen de EBITDA	10,7	3,3	3,5	3,5
Margen de EBITDAR	10,7	3,3	3,5	3,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	50,3	(53,7)	10,1	30,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,3)	2,7	(3,0)	1,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	23,5	7,8	17,9	36,1
<b>Coberturas</b>				
FGO / Intereses Financieros Brutos	592,3	(89,2)	0,0	6,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	197,4	5,6	0,0	7,8
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	197,4	5,6	0,0	7,8
EBITDA / Servicio de Deuda	14,6	5,6	0,5	0,7
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	14,6	5,6	0,5	0,7
FGO / Cargos Fijos	592,3	(89,2)	0,0	6,9
FFL / Servicio de Deuda	(18,2)	5,6	(0,3)	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(8,1)	145,3	(0,3)	0,7
FCO / Inversiones de Capital	0,1	5,4	0,0	3,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>				
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	4,6	1,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,1	0,0	1,9	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,6)	(25,0)	1,9	1,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,1	0,0	1,9	1,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	(0,6)	(25,0)	1,9	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	16,0	14,4	9,4	9,6
<b>Balance</b>				
Total Activos	138.567.265	160.092.986	21.935.148	24.139.721
Caja e Inversiones Corrientes	12.056.278	78.333.675	322.822	1.501.391
Deuda Corto Plazo	1.102.071	0	7.802.703	7.249.063
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0
Deuda Total	1.102.071	0	7.802.703	7.249.063
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.102.071	0	7.802.703	7.249.063
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.102.071	0	7.802.703	7.249.063
Total Patrimonio	102.618.839	93.178.824	8.978.340	10.333.692
Total Capital Ajustado	103.720.910	93.178.824	16.781.043	17.582.755
<b>Flujo de Caja</b>				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	52.134.789	(50.581.884)	983.916	4.513.614
Variación del Capital de Trabajo	(49.640.500)	58.107.819	(2.721.016)	3.902.034
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.494.289	7.525.936	(1.737.100)	8.415.649
Inversiones de Capital	(24.239.233)	(1.387.771)	0	(2.743.017)
Dividendos	0	(3.566.487)	(1.699.592)	(2.667.705)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(21.744.944)	2.571.678	(3.436.692)	3.004.926
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	917.521	0
Otras Inversiones, Neto	(46.006.382)	0	(22.378)	(121.148)
Variación Neta de Deuda	0	(7.802.703)	1.340.603	(1.579.464)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	100.965	83.506.566	0	0
Variación de Caja	(67.650.361)	78.275.540	(1.200.947)	1.304.314
<b>Estado de Resultados</b>				
Ventas Netas	163.036.398	95.021.122	115.660.987	172.159.978
Variación de Ventas (%)	71,6	(17,8)	0,0	52,3
EBIT Operativo	12.541.729	2.275.109	2.947.716	4.890.452
Intereses Financieros Brutos	88.166	560.558	705.328	769.409
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	12.071.955	3.976.079	1.723.761	3.517.808

  
 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 HINGUELON  
 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.

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### Programa de Emisión Global de bonos USD1 por dólares por 45 millones.

Monto del Programa y Moneda.: USD 45.000.000 - (Dólares cuarenta y cinco 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. ENEX PARAGUAY S.A.E. establecerá los términos específicos de cada Serie en el respectivo complemento de Prospecto.

Cortes mínimos: USD 1.000.- (Dólares americanos un mil)

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

Garantía: común

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 suscripta.

Forma de pago del 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.



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

Destino de los Fondos: Reestructuración de pasivos y capital operativo.

Procedimiento en caso de incumplimiento: Se adecuará a lo establecido en el Reglamento del Sistema Electrónico de Negociación.

Representante de Obligacionistas: BASA Casa de Bolsa S.A. con las facultades previstas en la Ley de Mercado de Valores, y en el Código Civil. Esta designación es sin perjuicio de cambio por parte de los obligacionistas (inversionistas), en cuyo caso la sociedad reconocerá al nuevo representante designado por los mismos.

Rescate Anticipado: Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 1.013/11, el Directorio de ENEX PARAGUAY S.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio.

Agente organizador: BASA Casa de Bolsa S.A.

Intermediario colocador: BASA 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 habilitadas en el Banco Itaú 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



MARÍA FERNANDA LÓPEZ  
FIX-SCR S.A.  
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS



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

## Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de **Fitch Ratings**), en adelante **FIX**, realizado el **21 de diciembre de 2021**, asignó en categoría **AA+py** la calificación de emisor **ENEX Paraguay S.A.E.** y en **pyAA+** al Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 45.000.000.

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

**Categoría AApy:** Corresponde a aquellas entidades que cumplen con políticas de administración del riesgo y cuentan con una alta capacidad de pago, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyAA:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.



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



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



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

## Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 21 de diciembre de 2021.
- Tipo de reporte: Asignación de calificación.
- Estados Financieros referidos al 31.12.2020.
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
  - [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)
  - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
  - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: [info@fixscr.com](mailto: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](mailto:alejandro.piera@ghp.com.py)

Entidad	Calificación Local	
ENEX Paraguay S.A.E.	Emisor	AA+py
ENEX Paraguay S.A.E.	Programa de Emisión Global de bonos USD1 por USD 45.000.000	pyAA+
ENEX Paraguay S.A.E.	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.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: [www.fixscr.com/metodologia](http://www.fixscr.com/metodologia).

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

### Nomenclatura

Categoría AApy: Corresponde a aquellas entidades que cumplen con políticas de administración del riesgo y cuentan con una alta capacidad de pago, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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.



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



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

Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: [www.fixscr.com](http://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 BDO Auditores Consultores, suministrados por la compañía.
- 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



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



MARÍA CECILIA MINGULLÓN  
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 SA. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://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](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SA. 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 SA. 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 SA.

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 SA. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR SA. considera creíbles. FIX SCR SA. 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 SA. 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 SA. 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 SA. 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 SA. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR SA. 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 SA. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR SA. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR SA. 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 SA. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR SA. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR SA. 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 SA. 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 SA. 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 SA. 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 SA. 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 SA. no constituye el consentimiento de FIX SCR SA. 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 SA. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.



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