

Vilux S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de Calificación: FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirmó en la Categoría A-py con tendencia estable la calificación de emisor de Vilux S.A. (Vilux) y confirmó en la Categoría pyA- con tendencia estable la calificación de los Programas de Emisión Global (PEG) G1 y USD1 vigentes y previamente emitidos por la compañía. La calificación incorpora el fuerte vínculo reputacional, estratégico y operacional a nivel consolidado con el resto de las compañías del grupo (en adelante “Grupo Costa” o “el Grupo”), incluyendo las distintas empresas que lo componen, que a su vez, son co-deudores del PEG G1 y el PEG USD1 (Di Vetro S.A. (Di Vetro), Alukler S.A. (Alukler) y TCC S.A. (TCC), a excepción de Glassber S.A. (Glassber)). Históricamente el Grupo se ha financiado principalmente mediante aportes de capital e integrado operativamente con el alquiler de plantas productivas y maquinarias de propiedad de sus accionistas, asegurando parte importante de sus insumos claves e inventarios (perfiles de aluminio) a través de la compañía relacionada Alukler, servicios de logística a través de la compañía relacionada TCC y servicios de trading de materia prima a través de Glassber.

Importante plan de inversión e incremento esperado del apalancamiento: Durante 2017-2020 el Grupo mantuvo bajos niveles de apalancamiento, con baja deuda y una capitalización de los resultados obtenidos, exhibiendo ratios de deuda a EBITDA en el orden de 0,1x a 0,5x. El incremento de deuda en 2021 de Vilux, mediante la obtención de dos préstamos bancarios correspondió a la cancelación de deuda comercial acumulada con Alukler, que a diciembre 2020 ascendía a Gs 55.000 millones y que fue cancelada en su mayor parte durante 2021. A diciembre 2022 la deuda financiera del grupo fue contraída por Vilux y ascendía a Gs 111.326 millones, con el 13% venciendo en el corto plazo, lo que significó un apalancamiento de 1,5x para el Grupo y 5,4x para Vilux. A marzo 2023 (Año Móvil) la deuda ascendía a Gs 142.705 millones con apalancamiento de 7,6x (Vilux individual). El aumento del apalancamiento se da en el marco del programa de emisión de deuda de largo plazo en el mercado de capitales por un total de Gs 110.000 millones y USD 10 millones, habiéndose emitido a junio 2023 (según información de gestión) el 51% del programa denominado en Guaraníes y el 60% del programa denominado en dólares estadounidenses para desarrollo del proyecto agrícola bajo la sociedad Di Vetro, reestructuración de pasivos y/o inversiones de capital, esperando un apalancamiento consolidado de 2,7x para 2023, descendiendo desde 2025 en la medida que se vaya consolidando el nuevo proyecto y normalizando el flujo. El aumento del nivel de deuda está en línea con lo esperado siendo que el proyecto se encuentra con un grado de desarrollo económico del 65% a junio 2023 (USD 17,6 millones, según información de gestión), habiéndose incrementado la deuda por el equivalente a USD 13 millones aprox., quedando por invertir USD 7 millones aproximadamente. El proyecto finalizaría en el primer trimestre de 2024 y no se esperan inversiones en nuevos segmentos desde esa fecha.

Importante posición competitiva con estabilidad en los márgenes: Vilux es el principal productor de vidrios en Paraguay ostentando una participación de mercado del 36,5% a marzo 2023, algo por encima del 34% a diciembre 2021. Adicionalmente, comercializa el 60/70% de la producción de perfiles de aluminio de la compañía relacionada Alukler en el mercado local (el resto se destina principalmente a exportación directamente por esa compañía), ostentando el 44% de posición de mercado en ese segmento a esa fecha, aunque comparando desfavorablemente versus el 51% a diciembre 2021. La posición de liderazgo y la sinergia entre las compañías del Grupo, sumado a la estructura de costos mayormente flexible, permitió generar a nivel consolidado rentabilidades (margen EBITDA) positivas durante los últimos 6 años en torno al 21/30% (a excepción de 2019 con el 11,6%). A nivel individual, las ventas de Vilux tuvieron un comportamiento similar, siendo que comercializa el 100% de la producción de vidrios y el 60/70% aproximadamente de la producción de perfiles de aluminio de su compañía relacionada Alukler (63% en 2022).

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-py
Programa de Emisión Global de bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones*	pyA-
Programa de Emisión Global de bonos USD1 por hasta USD 10 millones*	pyA-

*ver Anexo III

Tendencia Estable

Resumen Financiero

Vilux S.A.		
Individual (Gs millones)	31/03/23 Año Móvil	31/12/22 12 Meses
Total Activos	464.018	412.042
Deuda Financiera	142.705	111.326
Ingresos	213.086	212.693
EBITDA	18.812	20.807
EBITDA (%)	8,8	9,8
Deuda Total/EBITDA (x)	7,6	5,4
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	6,5	4,9
EBITDA/Intereses (x)	3,2	4,3

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8171



Analista Secundario
 Ignacio Schwelm
 Director Asociado
ignacio.schwelm@fixscr.com
 +54 11 5235 8119

Estructura flexible de costos: La estructura de costos de Vilux está determinada en gran medida por costos variables, por lo tanto presenta versatilidad para trasladar eventuales aumentos de costos y mantener la rentabilidad aún en momentos de mayor dificultad. Vilux logró acomodarse al contexto de pandemia, donde si bien vio reducidas sus ventas en 2020 respecto de 2019 un 13%, mantuvo niveles de rentabilidad en torno a los valores de los últimos años (10/14%) y un flujo de caja operativo positivo, lo cual demuestra la resiliencia y flexibilidad de la compañía para acomodarse a momentos de crisis. No obstante, la política de la compañía es mantener elevados niveles de inventarios, que podrían reducir las rentabilidades ante escenarios de caída de precios de los productos que ofrece en el mercado en caso que el valor de los materiales utilizados hayan sido adquiridos a un valor superior al presente.

Creciente diversificación de ingresos y baja barrera de entrada al sector: el Grupo comercializa, a través de Vilux, vidrios, perfiles de aluminio y demás accesorios destinados principalmente al sector de construcción privada a través de cuatro plantas de vidrio y una de construcción de aluminio ubicadas en zonas de mayor concentración poblacional en el centro y sur de Paraguay, y se encuentra integrada de manera de poder abastecer las necesidades tanto de grandes proyectos como de pequeños revendedores. No obstante, dado que el destino de sus ventas se produce principalmente en Paraguay, sus ingresos dependen de la ciclicidad del sector de la construcción nacional. Adicionalmente, las barreras de entrada al sector son bajas debido a que el 100% de los vidrios de calidad similar son importados, motivo por el cual se duplicó el número de competidores en los últimos años. Adicionalmente, el Grupo presenta una diversificación creciente a través de la actividad agropecuaria, segmento en el que lleva realizadas inversiones de USD 17 millones aproximadamente a junio 2023 (según información de gestión).

Sensibilidad de la Calificación

La calificación de Vilux incorpora la integración a nivel Grupo, los buenos fundamentos del negocio, la acotada diversificación en el mercado que atiende y el importante plan de inversión, y consecuente endeudamiento. La calificación de la compañía podría verse presionada a la baja ante un contexto de depresión de la demanda, ante caídas significativas en su participación de mercado o ante el incumplimiento de las metas planteadas para el nuevo segmento agrícola en desarrollo, que afecte la generación de fondos de la compañía y que resulte en un apalancamiento superior al esperado.

Por otro lado, la calificación podría subir frente a un crecimiento en el nivel de diversificación de sus ingresos que impacte de forma positiva en los márgenes de la compañía en particular y el Grupo en general.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada flexibilidad financiera: Actualmente la deuda está compuesta por 65% de préstamo bancario con el banco Itaú de Paraguay y el resto obligaciones negociables emitidas por la compañía. A marzo 2023 la caja por Gs. 19.510 millones alcanzaba a cubrir en 1,9x los vencimientos de corto plazo (Gs. 10.197 millones).

Hasta diciembre 2020, Vilux se financió principalmente con aumentos de capital (Gs 11.959 millones en 2020) y acumulación de deuda operativa con su proveedor de aluminio y compañía relacionada Alukler (Gs 55.000 millones). Cabe aclarar que durante 2019 y 2020 construyó su nueva planta ubicada en Pedro Juan Caballero por un valor de Gs 33.901 millones. A junio 2023 (según información de gestión), la compañía emitió obligaciones negociables en el orden de los Gs. 56 millones y USD 6 millones sobre PEG de Gs 110.000 millones y USD 10 millones, respectivamente, con vencimientos a partir de 2025, para desarrollar el negocio agropecuario.

FIX entiende que, en la medida que se consoliden el negocio agropecuario y sumado al probado apoyo financiero del Grupo, la compañía no presente dificultades para el repago de dicha deuda.



Perfil del Negocio

Vilux S.A. fue constituida en 1998 forma parte del Grupo Costa (el Grupo), integrado por cinco empresas, Di Vetro Inversora, tres de ellas dedicadas al rubro del vidrio y aluminio para el mercado de la construcción (Vilux S.A., Alukler S.A. y Glassber S.A.) y una transportadora que cuenta con una flota de camiones con rutas nacionales e internacionales (TCC S.A.).

El análisis del perfil operativo y financiero de Vilux se realiza a nivel consolidado con el Grupo Costa, incluyendo las distintas empresas que lo componen, dado el fuerte vínculo estratégico y operacional existente. Históricamente el Grupo se ha financiado principalmente por aportes de capital e integrado operativamente con el alquiler de plantas productivas y maquinarias de propiedad de sus accionistas, y asegurado parte importante de sus insumos claves e inventarios (perfiles de aluminio, a través de Alukler), servicios de logística (TCC) y servicios de trading (Glassber).

Segmentos de negocios y evolución de ventas

Vilux opera actualmente en tres líneas de negocios: Vidrio, Aluminio y Comerciales (productos para la construcción, tales como policarbonato, maquinaria, acrílicos, siliconas, cintas y demás consumibles) y está integrado de forma de poder atender desde el pequeño vidriero hasta las grandes obras de infraestructura o construcción residencial. Las ventas de Vilux están destinadas al mercado local. El vidrio y perfiles se venden por separado junto con el software para que cada vidriero haga el trabajo de ensamble. El vidriero hace el encargo de los productos a medidas específica, los que demoran desde 3 horas hasta 8 días en entregarse dependiendo de la especificación.

La principal fuente de ingresos de Vilux corresponde al segmento de Vidrios con el 46% de las ventas y 39% del EBITDA, siendo líder en el mercado local con un market share del 36,5%. La segunda fuente de ingresos corresponde al segmento de aluminio, con el 30% de las ventas y del EBITDA, a partir del cual comercializa la producción de perfiles de Alukler.

Vidrios (46% de las ventas y 39% del EBITDA)

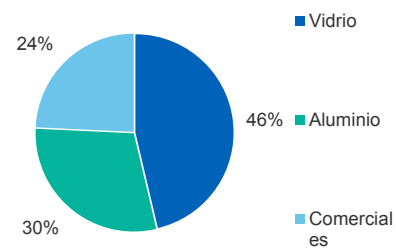
Vilux cuenta con cuatro plantas ubicadas en Asunción, Minga Guazú, Encarnación y Pedro Juan Caballero. Esta última inaugurada en diciembre 2019 para la fabricación de vidrio templado. En cada una de esas plantas se recibe como materia prima las láminas o planchas de vidrio para realizar el procesamiento y transformación del mismo (decoraciones, pulidos, plastificados, etc.). Las plantas se encuentran ubicadas en zonas de mayor concentración poblacional en el centro y sur de Paraguay, limitando una de ellas con el noreste de Argentina y otra con el sudoeste de Brasil.

Capacidad de producción para cada planta:

- **Asunción:** tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 20.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 77%.
- **Minga Guazú:** tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 7.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 80,93%.
- **Encarnación:** tiene una capacidad instalada para el procesamiento de 6.000 m2 de vidrios templados mensual con una eficiencia actual de 78%.
- **Pedro Juan Caballero:** es la planta más nueva, su capacidad instalada es de 7.000 m2 mensual, pero con instalaciones preparadas para duplicar a futuro a 40.000 m2, con la incorporación de algunas máquinas complementarias, actualmente está operando a una eficiencia actual del 78%.

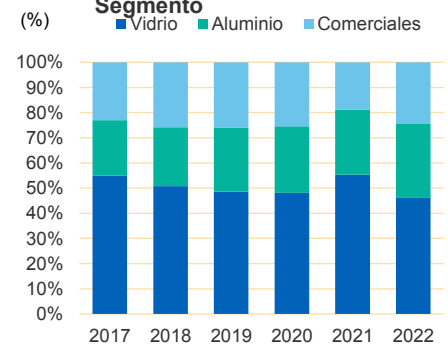
Dentro del proceso productivo se distinguen el procesamiento de vidrios crudos y los vidrios templados. Los vidrios templados -también considerados como vidrios de seguridad-, durante el proceso de templado se aumenta la resistencia de las propiedades mecánicas del vidrio hasta 5 veces. Los vidrios crudos corresponden principalmente a la línea de espejos, vidrios laminados y otros tipos de aberturas o piezas que por la naturaleza de la aplicación debe ser crudo. Como valor agregado dentro del proceso, cuentan con una línea de "DVH", que ofrece al mercado productos que cumplen principalmente con especificaciones y requerimientos de confort y ahorro energético.

Ventas por segmento 2022



Elaboración: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución de las ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía está integrada de forma de poder atender desde el pequeño vidriero hasta las grandes obras de infraestructura o construcción residencial. Sus ventas están atomizadas en más de dos mil clientes y están destinadas al mercado local. Por su parte, el insumo principal es importado (principalmente desde Brasil), por lo tanto están valorizados en dólares, representando el 66% de las ventas y 71% de sus costos totales a diciembre 2022. La compañía no ha experimentado inconvenientes en trasladar aumentos de costos a precios en el pasado, aunque, tiene la política de cobertura a partir de mantener altos niveles de inventario, lo que podría reducir sus rentabilidades ante escenarios de caída de precios de los productos que ofrece en el mercado en caso que el valor de los materiales utilizados hayan sido adquiridos a un valor superior al presente

Entre 2017 y 2019 las ventas tuvieron un comportamiento relativamente estable, aunque con una ligera disminución del 3% durante 2018 y 2019. No obstante, las ventas de vidrio cayeron un 6% y 7% en 2018 y 2019, respectivamente, debido principalmente a la disminución de la participación de la compañía en el mercado, producto del ingreso de nuevos competidores, apalancadas por un incremento en las ventas de perfiles y comerciales (accesorios). Las ventas de vidrio representaron el 48% del total durante 2020 vs 55% en 2017. Durante el 2020 la caída en el nivel total de ventas fue del 13%, debido principalmente al contexto de pandemia y caída de la construcción civil. En 2021 las ventas mostraron una fuerte recuperación con crecimiento del 25% y llegando al nivel más alto en los últimos 5 años, superando levemente valores pre-pandemia. Durante 2022, pese a la caída del PIB de la construcción del 4,3%, la compañía logró incrementar sus ventas un 15,5%, principalmente por mayores ventas de unidades tanto de aluminio como de vidrio.

De los 8 principales proveedores, 3 tienen planta o base en Paraguay y el resto se encuentran en el exterior, siendo la provisión de materiales un tema de relevancia en Paraguay. Las láminas de vidrio se compran principalmente a Guardian Glass a través de importaciones desde Brasil. Guardian Glass es referente en la industria del vidrio con presencia a nivel mundial. Cabe aclarar que no se cuenta con contrato de compra que garantice cantidades con dicha compañía. Los perfiles de aluminio se compran principalmente a la compañía relacionada Alukler.

La compañía cuenta con la necesidad de financiar elevados niveles de capital de trabajo determinado por la política de inventarios, que busca asegurar la disponibilidad de materia prima. Al respecto la compañía se aprovisiona para hacer frente a posibles aumentos de costos futuros, a la falta actual de contratos de aprovisionamiento y al plazo que podría demandar la importación de láminas de vidrio desde Brasil. Hasta 2019 tenía contratos de aprovisionamiento de vidrio firmados, pero debido a las paradas de planta generadas por la pandemia, debieron cambiar a modalidad a las compras spot.

Los clientes recurrentes tienen líneas de crédito (a los que se exige un adelanto mínimo del 40%) y al resto venden al contado (ventas ocasionales) con adelantos del 65%. El crédito en mora oscila entre el 10% y 15%. A los proveedores de importación adelantan el 40% aprox. y se cancela con embarque.

Aluminio (30% de las ventas y 30% del EBITDA)

Alukler cuenta con la planta de perfiles de aluminio con la capacidad de extrusión de 800 Ton. por mes / 9.600 Ton. al año, lo que le da una ventaja competitiva frente a la importación de perfiles, ya que es el único con dichas capacidades técnicas y tecnológicas en el Paraguay. Alukler le vende el 60/70% aprox. de su producción a Vilux (63% en 2022), exportando el remanente. El market share de Alukler en el mercado local fue del 44% en 2022 y compite con importaciones desde China, comparando desfavorablemente versus el 51% a diciembre 2021. La materia prima para la producción de los perfiles de aluminio que comercializa los adquiere en la actualidad a partir de importaciones de India o Emiratos Árabes con contratos que se negocian a un año y manteniendo niveles de inventario equivalentes a 8 meses de ventas.

Vilux comercializa perfiles de aluminio en el mercado local, brindando una solución integral al rubro de la construcción para la instalación de aberturas. El 100% de los perfiles de aluminio que comercializa los adquiere de Alukler.

Estructura de Costos

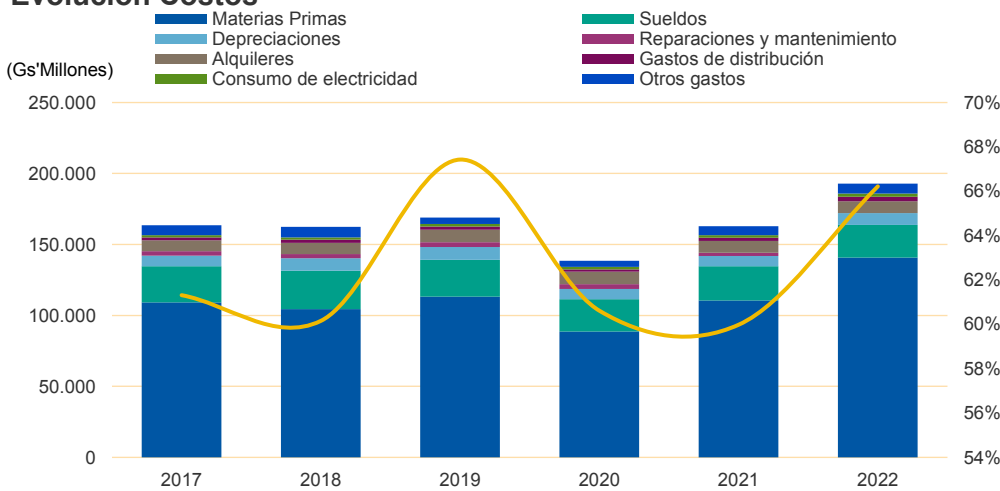
La estructura de costos de la compañía está determinada en gran medida por costos variables, por lo tanto presenta versatilidad para mantener la rentabilidad aún en momentos de mayor



dificultad. La compañía logró acomodarse al contexto de pandemia, donde si bien vió reducidas sus ventas en 2020 respecto de 2019 un 13%, mantuvo niveles de rentabilidad en torno a los valores de los últimos años (10%) y un flujo de caja operativo positivo, lo cual demuestra la resiliencia y flexibilidad de la compañía para acomodarse a momentos de crisis. Adicionalmente, se cubre de posibles aumentos de costos a partir de anticipar compras de materia prima, habiendo incrementado sus niveles de inventario, los que a marzo 2023 representaban 456 días de rotación. El promedio de los 5 años anteriores fue de 293 días.

Vilux compra como materia prima las láminas de vidrio (importadas desde Brasil) y los perfiles de aluminio (a Alukler), agregándole valor al vidrio en su terminación. El costo de la materia prima representa la mayor parte de sus costos, ubicándose en los últimos 6 años entre el 64% y 70% del costo total. Las principales materias primas son las láminas de vidrio y los perfiles de aluminio. Los sueldos, por su parte, representan el 11% del total de costos y 10% de las ventas.

Evolución Costos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estrategia

Entre 2017 y 2020, tanto Vilux como sus compañías relacionadas Alukler y TCC, fueron financiadas principalmente por el aporte de sus accionistas (directos e indirectos), manteniendo bajos niveles de deuda financiera, por debajo de 1x, a excepción de 2019 (1.6x). No obstante, a partir de 2021 comenzó a incrementar su deuda para cancelar pasivos de antigua data con la sociedad relacionada Alukler. Durante 2022 tiene previsto avanzar con un programa de emisión de obligaciones negociales por Gs 110.000 millones y USD 10 millones favoreciendo la estrategia a nivel grupo a través del desarrollo del negocio agropecuario. La compra de activos (campos principalmente) los alquilará a su accionista Di Vetro quién realizará las operaciones del segmento a desarrollar.

Actualmente, Vilux cuenta con exposición a su principal proveedor de vidrios (Guardian Glass), importados desde Brasil. No obstante, tiene niveles de inventario equivalentes a 1 año de rotación para mitigar el riesgo de dificultades en la compra de su principal materia prima para el segmento de vidrios.

Adicionalmente, la comercialización de perfiles de aluminio que adquiere de la compañía relacionada Alukler, le otorga una integración al grupo para la venta de aberturas al sector de construcción, donde Alukler dispone de planta productiva y relación con los proveedores de los insumos y Vilux los canales de venta. Se complementa la integración con los servicios logísticos de la compañía relacionada TCC S.A.

Posición competitiva

Según información provista por la compañía, Vilux ostenta una participación de mercado del 36,5% a la fecha, siendo el principal proveedor en Paraguay. Su competidor principal posee una participación de mercado del 24% y el resto no supera el 15% individualmente. La participación

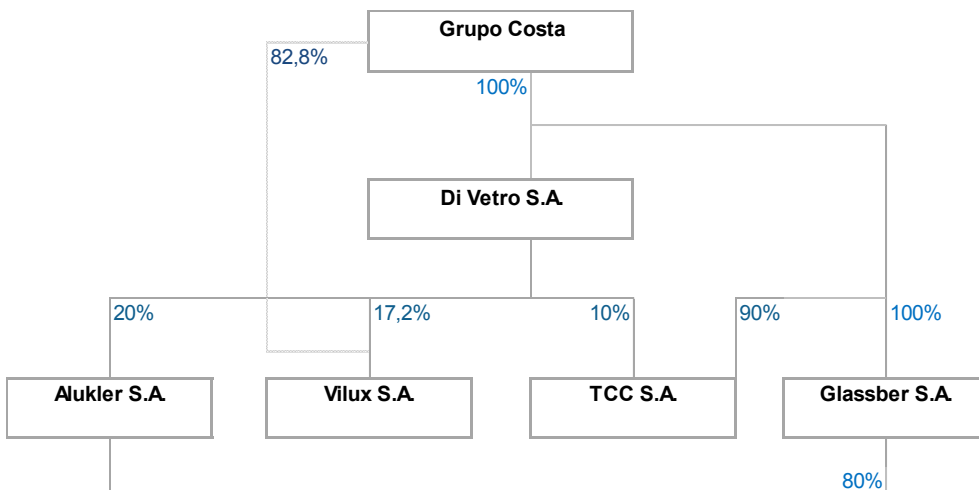
de mercado de la compañía se fue reduciendo paulatinamente durante los últimos años, pasando del 45% en 2017 al 36,5% actual.

La disminución en la participación de mercado se dió principalmente por el ingreso de nuevos competidores en el procesamiento de vidrio, especialmente templado. Las barreras de ingreso son bajas (se requiere inversión por debajo de USD 1 millón). Hoy existen en Paraguay más de 9 templadores, el doble de hace 5 años.

Cabe agregar que tampoco tienen contratos que aseguren aprovisionamiento a clientes. Cada venta se produce a partir de requerimientos puntuales para proyectos (obras, etc) o a vidrieros. Por otra parte, Vilux se fortalece con la relación comercial que mantiene con su compañía relacionada Alukler, la cual cuenta con una moderna planta de perfiles de aluminio con la capacidad de extrusión de 800 Ton. por mes / 9.600 Ton. al año, lo que le da una ventaja competitiva frente a la importación de perfiles, ya que es el único con dichas capacidades técnicas y tecnológicas en el Paraguay, compitiendo con importaciones desde China. El market share de Alukler en el mercado local fue del 51% en 2021 y adicionalmente exporta el 30/40% de su producción.

Administración y calidad de los accionistas

Son accionistas de Vilux S.A. Carlos Alfredo Costa Flores (82.8%) y Di Vetro S.A.(17.2%) y forma parte del Grupo Costa, integrado por cinco empresas, Di Vetro S.A. como inversora, Alukler S.A. dedicada al rubro del aluminio para el mercado de la construcción, Glassber S.A. a la intermediación comercial y TCC S.A. al servicio de transporte; radicadas en Paraguay, a excepción de Glassber en Costa Rica.



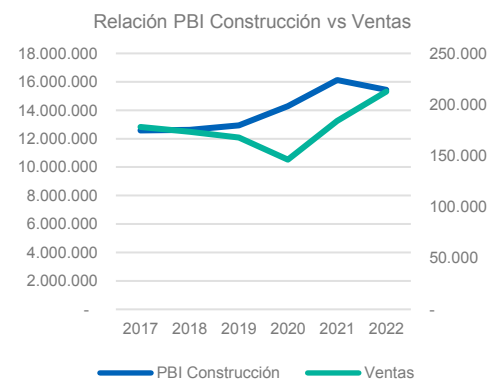
La empresa cuenta con un Coordinador de Gestión de Calidad y un Auditor General, con reporte directo al Directorio. Los balances están auditados por BCA (Benitez Codas y Asociados), corresponsal en Paraguay de KPMG Internacional, y utilizan Normas de Información Financiera emitidas por el Consejo de Contadores Públicos de Paraguay ("NIF").

Riesgos del sector

Paraguay no produce las materias primas para la producción de vidrio y aluminio, por lo tanto las mismas son importadas, lo que genera que las compañías del sector no estén integradas y las barreras de entrada sean relativamente bajas. Esa situación ha incentivado la competencia, surgiendo nuevas empresas comercializadoras de vidrio y aluminio en el país, con más de 10 compañías a la fecha, donde Vilux ostenta la mayor participación, seguida por AGPar, y las restantes con una participación inferior al 15%.

Las ventas están destinadas al sector de la construcción, que representó el 7% del PBI (Producto Bruto Interno) hasta el primer semestre de 2020 y ha sido uno de los principales motores económicos durante la pandemia, representando el 8% del PBI desde mediados de 2020 hasta el 2021. En el 2022, el sector de la construcción volvió a representar el 7% del PBI de Paraguay

[Handwritten signatures]



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%.

Durante el 2022, el sector de la construcción sufrió una retracción del 4,3%, en un contexto donde la economía se mantuvo estancada. Sin embargo, las ventas de Vilux siguieron creciendo producto de una recuperación de su market share.

Respecto del aluminio, en el ejercicio 2022, cayó el precio del aluminio promediando valores en torno a los USD/ton 2.700 por tonelada hasta llegar a valores en torno a USD/ton 2.400 al cierre de 2022, cayendo principalmente en el último trimestre del año.

Factores de Riesgo

- **Ciclicidad del sector:** Siendo que sólo opera localmente en Paraguay, los ingresos de la compañía están sujetos a las posibles fluctuaciones del sector de la construcción.
- **Bajas barreras de entrada:** Las barreras de ingreso son relativamente bajas (se requiere inversión por debajo de USD 1 millón). Hoy existen en Paraguay más de 9 templadores, el doble de hace 5 años.
- **Traslado aumento de costos a precios:** Los significativos incrementos en los costos de los principales insumos, tal como el aluminio, podrían erosionar parcialmente la rentabilidad de la compañía ante la dificultad de trasladar esos aumentos a precios.
- **Concentración de proveedores de materia prima:** La compañía compra la mayor parte de la materia prima del segmento de vidrio al proveedor mundial Guardian Glass, con el cual no tiene firmado un contrato de aprovisionamiento que garantice la entrega de materiales. Si bien también opera con Standard Glass, la logística es favorable con Guardian Glass debido a que tiene sede en Brasil. No obstante, ese riesgo estará mitigado en la medida que mantenga los niveles de inventario actuales.

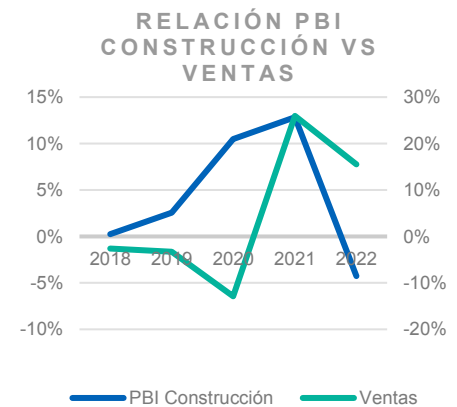
Perfil Financiero

Rentabilidad

Vilux es el principal productor de vidrios en Paraguay ostentando una participación de mercado del 36,5% a marzo 2023. Adicionalmente, comercializa el 60/70% de la producción de perfiles de aluminio de la compañía relacionada Alukler en el mercado local (el resto se destina a exportación directamente por esa compañía), ostentando el 44% de posición de mercado en ese segmento a esa fecha. La posición de liderazgo, sumado a la estructura de costos mayormente flexible, permitió generar a nivel consolidado rentabilidades positivas durante los últimos 6 años en torno al 21/30% (a excepción de 2019). A nivel individual, las ventas de Vilux tuvieron un comportamiento similar, siendo que comercializa el 100% de la producción de vidrios y el 60/70% aprox. de la producción de perfiles de aluminio de su compañía relacionada Alukler. En cambio, el margen es superior a nivel consolidado, debido a la comercialización de perfiles de aluminio, donde el Grupo tiene una posición de dominio más fuerte (44%) y a la eficiencia lograda a través de la integración operativa. Vilux generó márgenes positivos entre el 9% y 14% durante los últimos 6 años, a excepción de 2019 donde estuvo por debajo de la media (4%), debido a que los costos variables tardaron en acompañar la disminución de los precios de venta, los que comenzaron a recuperarse a partir del segundo semestre de 2020.

Entre 2017 y 2019 las ventas tuvieron un comportamiento relativamente estable, aunque con una ligera disminución del 3% durante 2018 y 2019. No obstante, las ventas de vidrio cayeron un 6% y 7% en 2018 y 2019, respectivamente, debido principalmente a la disminución de la participación de la compañía en el mercado, producto del ingreso de nuevos competidores, apalancadas por un incremento en las ventas de perfiles y comerciales (accesorios).

La compañía compra la mayor parte de esa materia prima al proveedor mundial Guardian Glass con sede en Brasil, con el cual no tiene firmado un contrato de aprovisionamiento que garantice la entrega de materiales. No obstante, el riesgo por aumento de precio del material está mitigado en los altos niveles de inventario que mantiene la compañía. Por el contrario, no está



cubierto el riesgo de caída de precio. Durante 2019 el precio del silicio, principal insumo para la fabricación del vidrio, sufrió una caída del 40% aprox, recuperándose a partir de mediados de 2020. La compañía ajustó sus precios de venta de vidrio a la baja en torno al 13%, pero dado que mantiene niveles de inventario de 1 año aprox., se produjo un desfase entre los precios y costos de venta, generando una caída del margen del 7%.

Durante el 2020 la caída en el nivel general de ventas fue del 13%, debido principalmente al contexto de pandemia y caída de la construcción civil, compensado por el aumento de los precios de venta apalancados por la recuperación de los valores del silicio y aluminio a partir del segundo semestre de ese año. En 2021 las ventas mostraron una fuerte recuperación con crecimiento del 25% y llegando al nivel más alto en los últimos 5 años de Gs 184.151 millones, cuando la mediana de esos 5 años representaba Gs 173.537 millones (2018), explicado principalmente por el incremento promedio en el precio del vidrio del 45% en 2021 vs 2020.

Durante el 2022, las ventas de la compañía aumentaron 16% respecto del 2021 alcanzando los Gs 212.692 millones mostrando una tendencia positiva en el crecimiento de las ventas luego de la caída sufrida en el 2020. A marzo 2023 (año móvil), las ventas alcanzaron los Gs 213.086 millones manteniendo los niveles del 2022.

Siendo que los costos variables representan el 71% de los costos totales y que la compañía no presenta dificultades para trasladar aumentos de los mismos a precios, se espera que mantenga rentabilidades positivas similares a años anteriores entre 8 y 12%.

Flujo de fondos

El programa de emisiones proyectado por el Grupo para los próximos tres años (2022-2024) es de unos Gs 110.000 millones y USD 10 millones (aprox. USD 26 millones en total), con propósito de desarrollo del negocio agropecuario, al posible crecimiento inorgánico mediante adquisición de sociedades y a la cancelación de préstamos bancarios. Al momento, se llevan emitidos Gs 56 millones y USD 4 millones, siendo la relación de deuda a EBITDA consolidada a diciembre 2022 de 1,5x, se espera que el nivel de apalancamiento siga aumentando a medida que se va cumpliendo con el programa de emisión. Se espera por lo tanto que el FFL (Flujo de Fondos Libre) consolidado sea negativo para los próximos años.

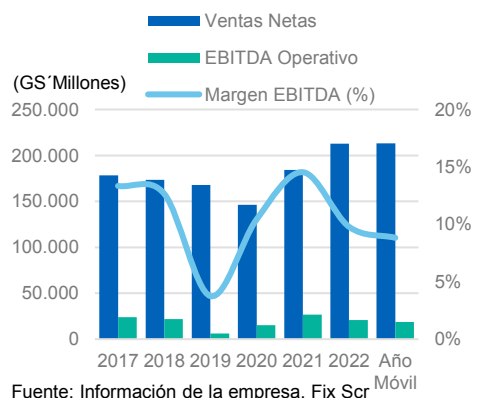
Durante 2019 y 2020 Vilux realizó inversiones de capital por un total de Gs 36.823 millones, destinadas principalmente a la construcción de la planta ubicada en Pedro Juan Caballero.

Durante 2021 Vilux canceló la deuda comercial de antigua data con Alukler (años 2019 y 2020) por un valor de Gs 55.000 millones. Adicionalmente, la compañía mantiene altos niveles de capital de trabajo, generado por inventarios, los que aumentaron en Gs 39.510 durante 2021. Al respecto la compañía debe hacer frente a posibles aumentos de costos futuros, a la falta de contratos de aprovisionamiento y al plazo que podría demandar la importación de láminas de vidrio desde Brasil. Las situaciones mencionadas generaron flujos de caja operativo y de fondos libres negativos por Gs 52.040 millones y Gs 54.025, respectivamente, financiados principalmente a través del aumento de deuda bancaria por Gs 46.730 millones.

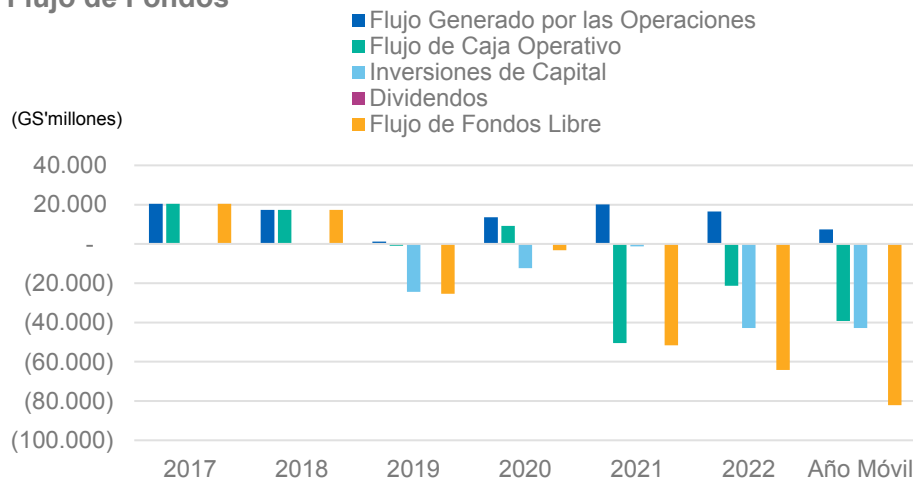
A marzo 2023 (Año Móvil) las inversiones de capital alcanzando los Gs 42.823 millones orientadas principalmente a las obras en los campos por parte de Di Vetro. Por otro lado, se disminuyeron las necesidades de capital con respecto al 2021, siendo las mismas de Gs 46.581 millones versus Gs 70.522 millones. Si bien aumentaron los inventarios por parte de la compañía, se redujo el nivel de créditos como así también se aumentó el nivel de deuda de la compañía orientando la misma a financiar las inversiones nombradas previamente. Esta situación, generó un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo por Gs 82.096 millones.

La política de la compañía es la de reinvertir las utilidades, por lo tanto no se espera distribución de dividendos en el corto plazo.

Evolución Ventas - EBITDA



Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Handwritten signatures

Liquidez y estructura de capital

Entre 2022 y 2024 se espera la emisión de deuda de largo plazo en el mercado de capitales por un total de hasta Gs 110.000 millones y USD 10 millones, hasta el momento se lleva emitido el 51% del programa denominado en guaraníes y el 40% del programa denominado en dólares. A nivel consolidado el nivel de apalancamiento a diciembre 2022 era de 1,5x y se estima que aumente a 2,7x en 2023. Las restantes emisiones estarán sujetas a oportunidades de crecimiento inorgánico del grupo en el segmento de la cadena de valor de vidrios.

Actualmente la deuda está compuesta por 65% de préstamo bancario con el banco Itaú de Paraguay y el resto obligaciones negociables emitidas por la compañía. Durante 2017-2020 la compañía mantuvo bajos niveles de deuda, exhibiendo ratios de deuda a EBITDA en el orden de 0,3 a 0,5x, a excepción de 2019 con ratio de 1,6x debido a la caída de la rentabilidad, previamente explicada. En 2021, como consecuencia de la cancelación de la deuda comercial de antigua data con Alukler y del aumento en el nivel de inventarios, la compañía incrementó su deuda a Gs 142.705 millones, equivalente a USD 19,8 millones, quedando el ratio deuda/EBITDA en 7,6x, a marzo 2023 (año móvil).

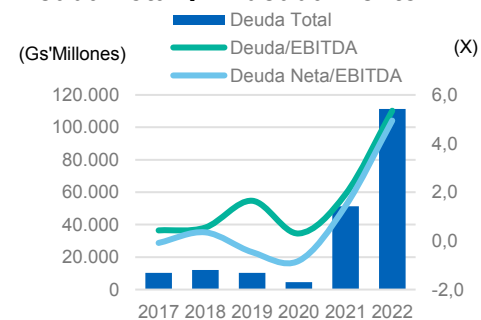
A junio 2023, según información de gestión, llevan emitidos Gs 56.000 millones del PEG G1 y USD 6 millones del PEG USD1, representando un total de USD 13 millones aproximadamente. La deuda se orientó a financiar la inversión en el desarrollo del sector agropecuario que tiene un grado de avance físico del 75% (a junio 2023), mientras que el avance económico es del 65% considerando la terminación de los módulos para la hotelería y adquiriendo animales para el engorde, demostrando la eficiencia con que viene avanzando el proyecto. A junio, según información enviada, se llevan invertidos USD 17 millones, quedan por invertir USD 7 millones para terminar el proyecto. Se proyecta que la inversión finalizará en febrero 2024, sin proyectarse inversiones en nuevos segmentos posteriormente a eso, el resto de las inversiones estarían enfocadas a la inversión en activos estratégicos con el propósito de recuperar el market share perdido por Vilux.

La caja alcanza a cubrir el 191% de la deuda de corto plazo a marzo 2023. La estabilidad en la generación de FGO por parte de la compañía y el respaldo del grupo económico mitigan el riesgo de falta de liquidez para las amortizaciones de capital previstas.

Fondeo y flexibilidad financiera

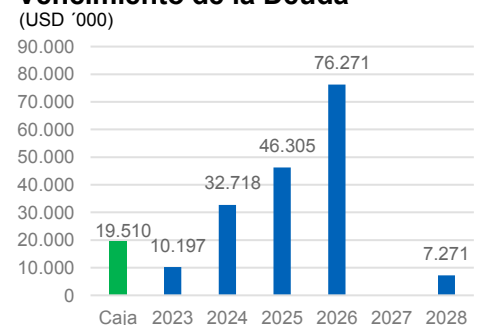
La compañía y el Grupo no tienen antecedentes de emisión de deuda pública y en los últimos años sólo Vilux presentó deuda, operando únicamente con el banco Itaú. Hasta Diciembre 2020, además de esa deuda, se financió con aumentos de capital por Gs 11.959 millones en 2020 y acumulación de deuda operativa con su proveedor de aluminio y compañía relacionada Alukler, por Gs 60.000 millones. Cabe aclarar que durante 2019 y 2020 construyó su nueva planta

Deuda Total v Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

ubicada en Pedro Juan Caballero por un valor de Gs 33.901 millones, según surge del balance a Diciembre 2020. La compañía lleva emitidos, a junio de 2023 (según información enviada por la compañía), Gs 56 millones de su programa de emisión denominados en guaraníes y USD 6 millones de su programa de emisión denominados en dólares, quedando Gs 54 millones y USD 4 millones, respectivamente.

FIX entiende que, en la medida que se confirmen esas rentabilidades y sumado al probado apoyo financiero del Grupo, la compañía no presente dificultades para el pago de la deuda a partir de 2027. El resto de las emisiones estarían enfocadas en la adquisición de activos estratégicos con el propósito de recuperar el market share perdido por Vilux, aunque a la fecha no hay certidumbre al respecto.



Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Vilux S.A.

(miles de Guaraníes, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas						
Normas Contables						
Período	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*	NIF*
	Año Móvil	Mar-23	2022	2021	2020	2019
	12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	18.812.246	5.043.525	20.806.804	26.772.138	15.263.561	6.295.144
EBITDAR Operativo	18.812.246	5.043.525	20.806.804	26.772.138	15.263.561	6.295.144
Margen de EBITDA	8,8	10,0	9,8	14,5	10,4	3,8
Margen de EBITDAR	8,8	10,0	9,8	14,5	10,4	3,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,5	0,1	6,2	8,1	6,7	1,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(38,5)	(45,2)	(30,2)	(28,1)	(2,2)	(15,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,1	2,1	2,6	16,7	1,6	(5,1)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	0,3	4,5	10,6	26,2	1,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,2	2,5	4,3	12,7	28,3	5,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,2	2,5	4,3	12,7	28,3	5,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	0,4	1,1	1,1	3,2	1,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,2	0,4	1,1	1,1	3,2	1,5
FGO / Cargos Fijos	2,2	0,3	4,5	10,6	26,2	1,9
FFL / Servicio de Deuda	(4,7)	(4,6)	(3,1)	(2,1)	(0,5)	(5,9)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(3,5)	(3,5)	(2,7)	(1,6)	3,0	(2,6)
FCO / Inversiones de Capital	(0,9)	(10,0)	(0,5)	(40,5)	0,7	(0,0)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	10,8	71,4	5,2	2,3	0,3	4,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,6	7,1	5,4	1,9	0,3	1,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,5	6,1	4,9	1,4	(0,8)	(0,5)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,6	7,1	5,4	1,9	0,3	1,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	6,5	6,1	4,9	1,4	(0,8)	(0,5)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,0	6,3	8,3	8,2	7,2	10,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	7,1	7,1	12,7	41,6	92,1	27,7
Balance						
Total Activos	464.017.752	464.017.752	412.042.275	311.852.214	276.958.760	
Caja e Inversiones Corrientes	19.510.281	19.510.281	8.439.245	12.989.294	17.144.164	267.392.382
Deuda Corto Plazo	10.197.392	10.197.392	14.147.214	21.380.741	4.276.898	13.287.382
Deuda Largo Plazo	132.507.594	132.507.594	97.178.791	29.993.400	367.499	2.874.443
Deuda Total	142.704.986	142.704.986	111.326.005	51.374.141	4.644.397	7.510.619
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	10.385.062
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	142.704.986	142.704.986	111.326.005	51.374.141	4.644.397	0
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	10.385.062
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	142.704.986	142.704.986	111.326.005	51.374.141	4.644.397	0
Total Patrimonio	231.009.255	231.009.255	229.799.339	224.080.614	205.381.851	10.385.062
Total Capital Ajustado	373.714.241	373.714.241	341.125.344	275.454.756	210.026.248	190.336.619
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.308.950	(1.490.128)	16.526.267	20.083.513	13.610.370	1.110.158
Variación del Capital de Trabajo	(46.581.439)	(19.246.087)	(37.830.980)	(70.522.057)	(4.442.239)	(2.002.015)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(39.272.489)	(20.736.215)	(21.304.713)	(50.438.544)	9.168.131	(891.856)

Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(42.823.087)	(2.065.374)	(42.860.661)	(1.246.501)	(12.355.951)	(24.467.150)
Inversiones de Capital	0	0	0	0	0	0
Dividendos	(82.095.576)	(22.801.589)	(64.165.373)	(51.685.045)	(3.187.820)	(25.359.007)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	317.585	0	317.585	0	826.269	515.391
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	88.628.414	33.368.472	59.951.864	44.388.600	(5.740.666)	(3.058.743)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	11.959.000	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	7.244.349	10.566.883	(3.895.925)	(7.296.445)	3.856.783	(27.902.359)
Variación de Caja	(42.823.087)	(2.065.374)	(42.860.661)	(1.246.501)	(12.355.951)	(24.467.150)

Estado de Resultados						
Ventas Netas	213.086.098	50.441.895	212.692.608	184.151.094	146.199.054	167.826.993
Variación de Ventas (%)	0,2	N/A	15,5	26,0	(12,9)	(3,3)
EBIT Operativo	10.320.401	2.902.247	12.632.284	19.499.956	8.110.206	(2.642.733)
Intereses Financieros Brutos	5.950.908	1.989.492	4.788.029	2.100.322	539.685	1.220.853
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.563.817	1.209.932	5.718.724	18.698.763	3.086.233	(9.829.733)

* Normas de Información Financiera emitidas por el Consejo de Contadores Públicos de Paraguay

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.
- USD: dólar estadounidense.
- Gs: guaraníes



Anexo III – Características de los Instrumentos

Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs 110.000 millones

Moneda: Guaraníes

Monto total del programa de emisión: Gs. 110.000.000.000 (Guaraníes Ciento Diez Mil Millones).

Tasas de interés, pago de intereses y pago de Capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Hasta 50% para desarrollo de proyecto agrícola, hasta 30% para reestructuración de pasivos y capital operativo y hasta 50% para inversiones de capital.

Garantía: Común, a sola firma.

Codeudoría: Di Vetro S.A.; Alukler S.A. y TCC S.A.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en la Ley 5810/17 y en la Res. BVPASA 1013/11 el Directorio de VILUX 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 de los títulos de deuda emitidos en las Series afectadas, en una o más fechas que serán determinadas por el Directorio cuando se considere necesario, teniendo en cuenta la situación financiera de la Sociedad, cada 6 (seis) meses, tomando como base la fecha de la resolución de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., a partir de la cual se fijan las fechas de emisión de las Series que componen el Programa de Emisión Global antes registrado por resolución de la Comisión Nacional de Valores.

Compromisos de la Emisora. El incumplimiento por parte de la Emisora de cualquiera de los compromisos que se detallan a continuación implicará el derecho de los bonistas de ejecutar la deuda:

- Cumplimiento de obligaciones financieras: El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forman parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos y sus correspondientes consecuencias. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros establecidos en este título implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
- Deber de informar al representante de obligacionistas ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros. La Emisora deberá notificar inmediatamente a los tenedores de los bonos y al Representante de los Obligacionistas, la ocurrencia de cualquier supuesto de incumplimiento, salvo en el caso que el supuesto de incumplimiento en cuestión sea remediado o dispensado dentro del plazo previsto para ello. Dicha notificación indicará que es una "notificación de incumplimiento", y especificará el supuesto de incumplimiento y/o el supuesto en cuestión y las medidas que la Emisora se proponga adoptar en relación con el mismo.
- Prohibición de emitir nuevos Bonos con mejores privilegios (salvo que sea para cancelar los Bonos que se emitan en esta oportunidad).
- Obligación de cumplimiento de ratios financieros a fijarse (Deuda Financiera/EBITDA; EBITDA/Intereses y Pasivo/PN, otros). El Emisor se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - Ratio EBITDA/Intereses: mayor o igual a 1,0x
 - Ratio Deuda financiera/EBITDA: menor o igual a 9,0x
 - Pasivo Total/Patrimonio Neto: menor o igual a 2,0x.



Se considerarán "Supuestos de Incumplimiento" a los fines de la presente emisión a cualquiera de los siguientes eventos:

- **Cross Default y Cross Acceleration:** (a) Si (i) un endeudamiento financiero de la Emisora se torna exigible y pagadero con anterioridad a su fecha de vencimiento no por voluntad de la Emisora sino por caducidad de sus plazos o por cualquier otra cuestión, u (ii) otro endeudamiento financiero de la Emisora no es pagado a su vencimiento o, según sea el caso, dentro del período de gracia aplicable, o (iii) la Emisora no cumple con la obligación de pagar a su vencimiento cualquier importe debido en razón de cualquier garantía o de cualquier indemnidad, actuales o futuras, constituidas respecto de cualquier endeudamiento financiero de la Emisora; siempre que la suma total de los respectivos endeudamientos financieros, garantías y/o indemnidades respecto de los cuales uno o más de los eventos de incumplimiento incluidos en este apartado hayan ocurrido sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas, y hayan transcurrido diez (10) Días Hábiles desde la ocurrencia del respectivo evento;
- **Embargo, secuestro o ejecución:** Se ordena, traba o exige judicialmente un secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar sobre o contra la totalidad o parte de los bienes, activos o ingresos de la Emisora y dicho proceso no es objetado de buena fe por la Emisora o no es revocado o suspendido en un período de sesenta (60) Días Hábiles, siempre que dicho secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar afecte bienes, activos o ingresos por un valor igual o mayor al importe que corresponda al veinte por ciento (20% por ciento) de los activos de la Emisora;
- **Falta de cumplimiento de sentencia:** La Emisora no da cumplimiento con el pago dispuesto por una sentencia definitiva y firme dictada por un tribunal judicial o administrativo, siempre que el importe a pagar dispuesto por dicha sentencia sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas y hayan transcurrido veinte (20) Días Hábiles desde la fecha de pago dispuesta por la respectiva sentencia;
- **Disolución/Liquidación:** Que la Emisora (i) fuera disuelta, (ii) solicitara o prestara su consentimiento para la designación de un depositario, síndico, liquidador o funcionario similar para sí o con respecto a sus bienes, (iii) no pudiera o admitiera por escrito su incapacidad de hacer frente a sus deudas al vencimiento, (iv) realizara una cesión en beneficio de sus acreedores en general, (v) fuera declarada fallida o insolvente, (vi) presentara un pedido de quiebra o una solicitud procurando la reestructuración o un acuerdo con sus acreedores o un concurso preventivo de acreedores, en forma judicial o extrajudicial, (vii) presentara una respuesta admitiendo las pretensiones sustanciales de un pedido presentado en su contra en cualquier proceso de quiebra, reestructuración o concurso, u (viii) tomara cualquier medida societaria a los fines de efectuar cualquiera de estos actos o su equivalente conforme a las leyes paraguayas;
- **Expropiación/Confiscación:** Cualquier autoridad o entidad pública hubiera confiscado, nacionalizado, incautado o expropiado activos de la Emisora por un monto tal que, en conjunto, podría razonablemente preverse tenga un efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Emisora de cumplir con sus obligaciones bajo el bono. (f) Que la Emisora no cumpla u observe cualquier término, compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y dicho incumplimiento subsistiera durante un período de veinte (20) Días Hábiles desde la ocurrencia de dicho incumplimiento;
- **Interrupción de actividades por más de 30 días:** Que la Emisora interrumpa el desarrollo de la totalidad o una parte sustancial de sus actividades u operaciones, y dicha interrupción subsistiera durante un período de treinta (30) días desde la ocurrencia de la interrupción, a menos que dicha interrupción se deba a una parada programada para mantenimiento de las plantas de la Emisora, en cuyo caso dicho plazo podría extenderse hasta sesenta (60) días; motivos de fuerza mayor (covid) Pandemia, catástrofes naturales, guerra, etc.
- **Retiro de oferta publica:** Que hubieran dejado de ser válidas las autorizaciones emitidas por la CNV, BVPASA y cualquier otro organismo competente, según



corresponda, necesarias para la emisión de los bonos y su listado y negociación, o que se tornara ilegal para la Emisora dar cumplimiento a una o varias de sus obligaciones de conformidad con los bonos;

- **Quiebra/Concurso:** Que la Emisora reciba un pedido de quiebra por parte de un tercero y no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de recibido; estableciéndose que, en el caso que tal pedido no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de solicitado, pero la Emisora haya impugnado de buena fe mediante el procedimiento apropiado dicho pedido dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de presentado, el supuesto de incumplimiento no tendrá lugar durante el período que transcurra hasta que se desestime la impugnación, pero tal período en caso alguno se extenderá por más de noventa (90) Días Hábiles contados desde la iniciación de tales procedimientos apropiados. El directorio se compromete a poner a consideración de la próxima asamblea correspondiente los siguientes compromisos adicionales:
 - **Prohibición de distribución de dividendos y honorarios a directores** por encima de cierto rango preestablecido. Durante dos años desde la inscripción del Programa Global la empresa no podrá distribuir dividendos y luego tendrá un tope de hasta el 40% del resultado del ejercicio en cuestión hasta el quinto año. A partir del sexto año podrá pagar dividendos siempre y cuando cumpla con el siguiente Ratio Financiero: Deuda Financiera EBITDA menor o Igual a 7,0x.
 - **Imposibilidad de cambio de control/fusión:** La Emisora no se podrá fusionar ni consolidar con persona alguna, ni transferir, ceder y/o vender la totalidad o un monto superior al veinticinco por ciento (25%) de los activos o de las acciones de la Emisora de acuerdo a los estados contables consolidados de la Emisora más recientes, sean anuales o trimestrales, a otra Persona, ya sea en una operación o en una serie de operaciones.



Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por hasta USD 10 millones

Moneda: Dólares Americanos

Monto total del programa de emisión: USD 10.000.000 (Dólares Americanos Diez Millones).

Tasas de interés, pago de intereses y pago de Capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Hasta 50% para desarrollo de proyecto agrícola, hasta 30% para reestructuración de pasivos y capital operativo y hasta 50% para inversiones de capital.

Garantía: Común, a sola firma.

Codeudoría: Di Vetro S.A.; Alukler S.A. y TCC S.A.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en el Art. 58, de la Ley 5810/17, en la Res. BVPASA 1013/11 y lo dispuesto en el Acta de Directorio N° 182 de fecha 29/11/2021 y su rectificación en el Acta de Directorio N° 184 de fecha 14/12/2021, el Directorio de VILUX 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 que será determinada por el Directorio cuando se considere necesario, teniendo en cuenta la situación financiera de la Sociedad, cada 6 (seis) meses, tomando como base la fecha de la resolución de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., a partir de la cual se fijan las fechas de emisión de las Series que componen el Programa de Emisión Global antes registrado por resolución de la Comisión Nacional de Valores.

Compromisos de la Emisora. El incumplimiento por parte de la Emisora de cualquiera de los compromisos que se detallan a continuación implicará el derecho de los bonistas de ejecutar la deuda:

- Cumplimiento de obligaciones financieras: El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forman parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos y sus correspondientes consecuencias. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros establecidos en este título implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
- Deber de informar al representante de obligacionistas ante la imposibilidad de cumplimiento de obligaciones y compromisos financieros. La Emisora deberá notificar inmediatamente a los tenedores de los bonos y al Representante de los Obligacionistas, la ocurrencia de cualquier supuesto de incumplimiento, salvo en el caso que el supuesto de incumplimiento en cuestión sea remediado o dispensado dentro del plazo previsto para ello. Dicha notificación indicará que es una "notificación de incumplimiento", y especificará el supuesto de incumplimiento y/o el supuesto en cuestión y las medidas que la Emisora se proponga adoptar en relación con el mismo.
- Prohibición de emitir nuevos Bonos con mejores privilegios (salvo que sea para cancelar los Bonos que se emitan en esta oportunidad).
- Obligación de cumplimiento de ratios financieros a fijarse (Deuda Financiera/EBITDA; EBITDA/Intereses y Pasivo/PN, otros). El Emisor se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - Ratio EBITDA/Intereses: mayor o igual a 1,0x
 - Ratio Deuda financiera/EBITDA: menor o igual a 9,0x
 - Pasivo Total/Patrimonio Neto: menor o igual a 2,0x

Se considerarán "Supuestos de Incumplimiento" a los fines de la presente emisión a cualquiera de los siguientes eventos:

- Cross Default y Cross Acceleration: (a) Si (i) un endeudamiento financiero de la Emisora se torna exigible y pagadero con anterioridad a su fecha de vencimiento no por voluntad de la Emisora sino por caducidad de sus plazos o por cualquier otra cuestión, u (ii) otro endeudamiento financiero de la Emisora no es pagado a su vencimiento o, según sea el caso, dentro del período de gracia aplicable, o (iii) la Emisora no cumple con la obligación de pagar a su vencimiento cualquier importe debido en razón de cualquier garantía o de cualquier indemnidad, actuales o futuras, constituidas respecto de cualquier endeudamiento financiero de la Emisora; siempre que la suma total de los respectivos endeudamientos financieros, garantías y/o indemnidades respecto de los cuales uno o más de los eventos de incumplimiento incluidos en este apartado hayan ocurrido sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas, y hayan transcurrido diez (10) Días Hábiles desde la ocurrencia del respectivo evento;
- Embargo, secuestro o ejecución: Se ordena, traba o exige judicialmente un secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar sobre o contra la totalidad o parte de los bienes, activos o ingresos de la Emisora y dicho proceso no es objetado de buena fe por la Emisora o no es revocado o suspendido en un período de sesenta (60) Días Hábiles, siempre que dicho secuestro, embargo preventivo, ejecución u otro procedimiento con efecto similar afecte bienes, activos o ingresos por un valor igual o mayor al importe que corresponda al veinte por ciento (20% por ciento) de los activos de la Emisora;
- Falta de cumplimiento de sentencia: La Emisora no da cumplimiento con el pago dispuesto por una sentencia definitiva y firme dictada por un tribunal judicial o administrativo, siempre que el importe a pagar dispuesto por dicha sentencia sea igual o superior a Dólares Estadounidenses quinientos mil (US\$ 500.000), o su equivalente en otras monedas y hayan transcurrido veinte (20) Días Hábiles desde la fecha de pago dispuesta por la respectiva sentencia;



- **Disolución/Liquidación:** Que la Emisora (i) fuera disuelta, (ii) solicitara o prestara su consentimiento para la designación de un depositario, síndico, liquidador o funcionario similar para sí o con respecto a sus bienes, (iii) no pudiera o admitiera por escrito su incapacidad de hacer frente a sus deudas al vencimiento, (iv) realizara una cesión en beneficio de sus acreedores en general, (v) fuera declarada fallida o insolvente, (vi) presentara un pedido de quiebra o una solicitud procurando la reestructuración o un acuerdo con sus acreedores o un concurso preventivo de acreedores, en forma judicial o extrajudicial, (vii) presentara una respuesta admitiendo las pretensiones sustanciales de un pedido presentado en su contra en cualquier proceso de quiebra, reestructuración o concurso, u (viii) tomara cualquier medida societaria a los fines de efectuar cualquiera de estos actos o su equivalente conforme a las leyes paraguayas;
- **Expropiación/Confiscación:** Cualquier autoridad o entidad pública hubiera confiscado, nacionalizado, incautado o expropiado activos de la Emisora por un monto tal que, en conjunto, podría razonablemente preverse tenga un efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Emisora de cumplir con sus obligaciones bajo el bono. (f) Que la Emisora no cumpla u observe cualquier término, compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y dicho incumplimiento subsistiera durante un período de veinte (20) Días Hábiles desde la ocurrencia de dicho incumplimiento;
- **Interrupción de actividades por más de 30 días:** Que la Emisora interrumpa el desarrollo de la totalidad o una parte sustancial de sus actividades u operaciones, y dicha interrupción subsistiera durante un período de treinta (30) días desde la ocurrencia de la interrupción, a menos que dicha interrupción se deba a una parada programada para mantenimiento de las plantas de la Emisora, en cuyo caso dicho plazo podría extenderse hasta sesenta (60) días; motivos de fuerza mayor (covid) Pandemia, catástrofes naturales, guerra, etc.
- **Retiro de oferta publica:** Que hubieran dejado de ser válidas las autorizaciones emitidas por la CNV, BVPASA y cualquier otro organismo competente, según corresponda, necesarias para la emisión de los bonos y su listado y negociación, o que se tornara ilegal para la Emisora dar cumplimiento a una o varias de sus obligaciones de conformidad con los bonos;
- **Quiebra/Concurso:** Que la Emisora reciba un pedido de quiebra por parte de un tercero y no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de recibido; estableciéndose que, en el caso que tal pedido no fuera dejado sin efecto dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de solicitado, pero la Emisora haya impugnado de buena fe mediante el procedimiento apropiado dicho pedido dentro de los cuarenta y cinco (45) Días Hábiles de presentado, el supuesto de incumplimiento no tendrá lugar durante el período que transcurra hasta que se desestime la impugnación, pero tal período en caso alguno se extenderá por más de noventa (90) Días Hábiles contados desde la iniciación de tales procedimientos apropiados.

El directorio se compromete a poner a consideración de la próxima asamblea correspondiente los siguientes compromisos adicionales:

- **Prohibición de distribución de dividendos y honorarios a directores** por encima de cierto rango preestablecido. Durante dos años desde la inscripción del Programa Global la empresa no podrá distribuir dividendos y luego tendrá un tope de hasta el 40% del resultado del ejercicio en cuestión hasta el quinto año. A partir del sexto año podrá pagar dividendos siempre y cuando cumpla con el siguiente Ratio Financiero: Deuda Financiera EBITDA menor o Igual a 7,0x.
- **Imposibilidad de cambio de control/fusión:** La Emisora no se podrá fusionar ni consolidar con persona alguna, ni transferir, ceder y/o vender la totalidad o un monto superior al veinticinco por ciento (25%) de los activos o de las acciones de la Emisora de acuerdo a los estados contables consolidados de la Emisora más recientes, sean anuales o trimestrales, a otra Persona, ya sea en una operación o en una serie de operaciones.



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 **14 de julio de 2023**, confirmó* en la Categoría **A-py** la calificación de emisor de **Vilux S.A.** y en la Categoría **pyA**- la calificación de los siguientes programas de emisión global de bonos vigentes y emitidos previamente por la compañía:

- Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones. (anteriormente calificado por hasta Gs. 180.000 millones).
- Programa de Emisión Global de Bonos USD1 por hasta USD 10 millones.

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 mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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

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

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.



Anexo V

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

- Fecha de la calificación: 14 de julio de 2023.
- Tipo de reporte: Integral por revisión anual.
- Estados Financieros referidos al 31.03.2023.
- 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

Entidad	Calificación Local	
Vilux S.A.	Emisor	A-py
Vilux S.A.	Programa de Emisión Global de bonos G1 por hasta Gs. 110.000 millones	pyA-
Vilux S.A.	Programa de Emisión Global de bonos USD1 por hasta USD 10 millones	pyA-
Vilux 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.vilux.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 pública:

- Balances anuales auditados al 31/12/22 y 31/12/2021 (12 meses), disponibles en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Balances intermedios al 31/03/2023 (3 meses), disponibles en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: BCA (Benitez Cudas y Asociados), corresponsal en Paraguay de KPMG Internacional.
- Información de gestión suministrada por la compañía (proyecciones económicas y financieras, balances de DiVetro, Alukler, TCC y Glassber al 31/12/2022).
- Prospecto del Programa de Emisión Global G1 por hasta Gs. 110.000 millones, disponible en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.
- Prospecto del Programa de Emisión Global USD1 por hasta USD 10 millones, disponible en <https://www.bolsadevalores.com.py/>.



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



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

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

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

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

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