

ESTELAR S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1

MONTO MÁXIMO: USD. 1.000.000

DESTINO: Reestructuración de deuda, Capital

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G1

MONTO MÁXIMO: GS. 43.800.000.000

Operativo y/o en infraestructura

CALIFICACIÓN	SET-2022
CATEGORÍA	pyBBB
TENDENCIA	ESTABLE

BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

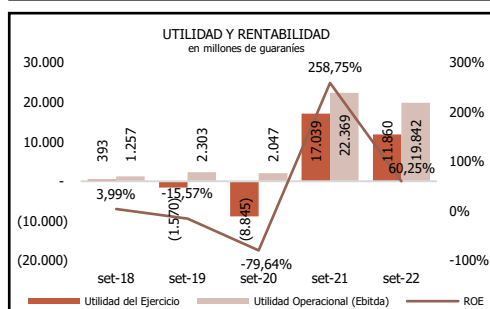
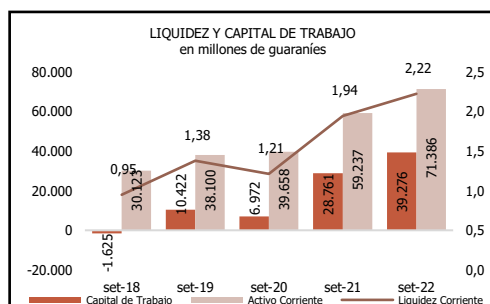
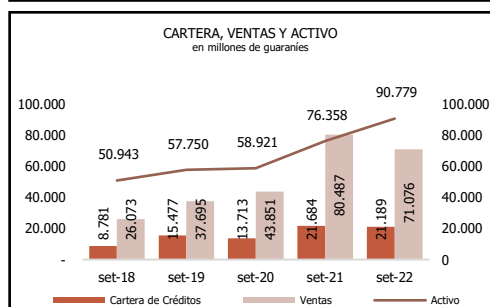
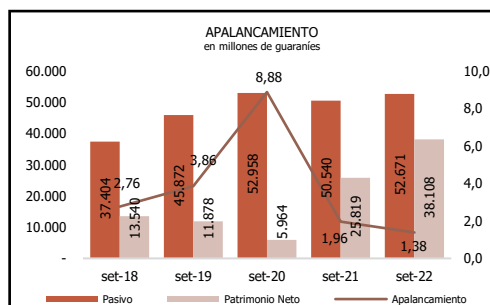
Solventa&Riskmétrica asigna la calificación de **pyBBB** con tendencia **Estable** para la solvencia y los programas de bonos **PEG USD1 y G1** de **Estelar S.A.E.** al corte de Setiembre de 2022, fundamentada en el mejoramiento continuo de niveles de solvencia y endeudamiento, asociado al desarrollo del ciclo de vida del negocio y el soporte financiero de su grupo económico, con un mejor desempeño operativo y financiero, reflejado en sus indicadores de gestión en 2021 y 2022, a partir del favorable comportamiento de los niveles de ventas, con efecto en la obtención de resultados netos positivos, la absorción de las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores y constitución de reservas. A su vez, contempla la incorporación de compromisos adicionales de gestión y la codeudoría de Mercoplast S.A., de propiedad de su principal accionista.

En los últimos periodos interanuales, el perfil de solvencia de la empresa ha mejorado, pasando de 10,12% en Set20 a 33,81% en Set21 y a 41,98% en Set22, en contraste con el comportamiento pasado de sus ratios y posición patrimonial, acompañado por un permanente financiamiento de sus operaciones con deudas, mayormente con préstamos de socios y con proveedores locales, sin registrar préstamos bancarios. Otros aspectos favorables son la generación de resultados en 2021 y 2022, así como el aumento del patrimonio neto hasta Gs. 38.108 millones en Set22.

Asimismo, el pasivo pasó de Gs. 52.958 millones en Set20 a Gs. 50.540 millones en Set21, y luego a Gs. 52.671 millones en Set22. Esto permitió que el ratio de apalancamiento disminuya desde 8,88 en Set20 a 1,96 en Set21, y a 1,38 en Set22. Sin embargo, el ratio Deuda/Ebitda aumentó ligeramente desde 1,69 en Set21 a 1,99 en Set22, mientras que la cobertura de gastos financieros se ajustó a un menor nivel de 6,22 a 3,76, respectivamente.

El crecimiento de las operaciones ha contribuido al aumento de las ventas y activos en los últimos años, caracterizado también por una reducción de la dependencia de sus negocios con el Brasil, así como sus mayores ventas en el mercado local y en Argentina. En Set22, las ventas alcanzaron Gs. 71.076 millones, inferior a Gs. 80.487 millones en Set21 pero superior a Gs. 43.851 millones en Set20, con activos que se incrementaron desde Gs. 76.358 millones en Set21 a Gs. 90.779 millones en Set22. La cartera de créditos se ha mantenido baja, con un saldo de Gs. 21.189 millones en Set22, equivalente a 23,34% de los activos, con un ratio de 4,47 de ventas/cartera.

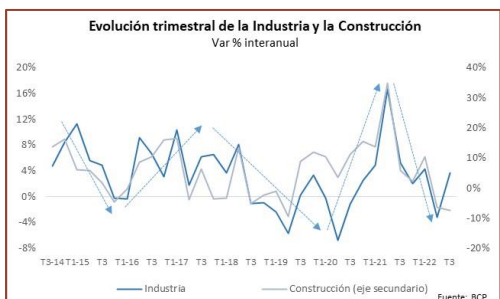
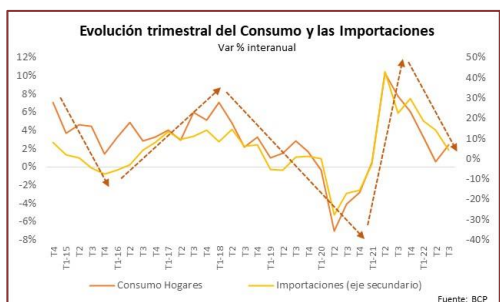
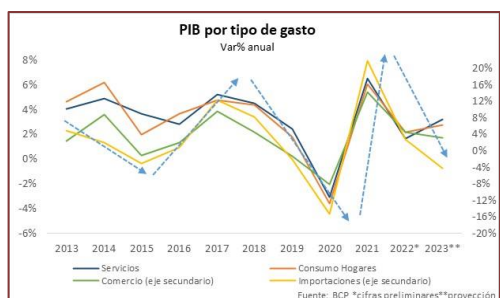
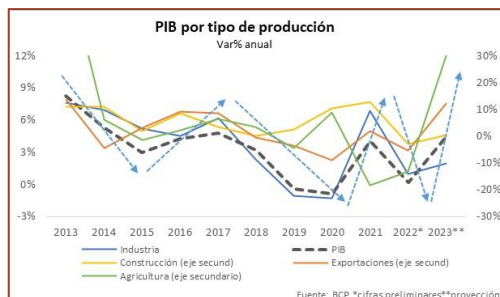
En contrapartida, la calificación considera aún la ajustada posición de liquidez, derivados de los importantes recursos destinados en inventario, los cuales aumentaron en 2022, con efecto en su indicador de liquidez, que pasó de 1,94 en Set21 a 2,22 en Set22, y sumado a una baja flexibilidad financiera con recursos de terceros. Asimismo, recoge la exposición e importante dependencia de las condiciones negocios con el Brasil, su principal mercado.



En línea con el ciclo de vida de sus negocios, ha contemplado una mejora en la generación y obtención de márgenes y resultados en 2021 y 2022, así como en los ratios de rentabilidad, a partir de los mayores niveles de ventas. Con esto, el margen bruto aumentó desde 11,30% en Set20 a 32,43% en Set21 y a 34,13% en Set22. Esto le permitió generar una utilidad de Gs. 17.038 millones en Set21 y de Gs. 11.860 millones en Set22, con una evolución de su ROE de -79,64% en Set20 a 258,75% en Set21, y un ajuste a 60,25% en Set22.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia "Estable" refleja las razonables expectativas sobre la situación general de ESTELAR S.A., considerando la continua evolución de sus negocios, con el crecimiento y diversificación de sus operaciones, así del mayor ciclo de vida y las mejoras en su solvencia. A su vez, contempla su desempeño operativo y financiero, con efectos en mejores indicadores de gestión, así como las perspectivas de financiamiento de sus operaciones con recursos de terceros a más largo plazo.	- Mejora del nivel de solvencia. - Crecimiento de los activos. - Importantes volúmenes de ventas, principalmente bajo maquila. - Continuo apoyo financiero de su controlador.	- Baja liquidez corriente y estructural. - Altos niveles relativos de endeudamiento. - Exposición y concentración de las ventas al Brasil, aunque con una disminución.

ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 fue de un ciclo económico descendente, seguido por otro con una tendencia positiva en el periodo 2016-2018. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía ha experimentado una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del covid-19, con registro de tasas históricas bajas de crecimiento en todos los sectores de la economía.

En el 2020, los sectores de las exportaciones y de la industria han registrado mínimos de -9,0% y -1,3%, respectivamente, lo que ha influido en la disminución del PIB a un mínimo histórico de -0,8%. Como excepción, la agricultura y el sector de la construcción tuvieron comportamientos positivos, alcanzando tasas altas de crecimiento de 9,0% y 10,5%, respectivamente. La contracción del periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía, con una tendencia similar hacia niveles mínimos en el 2020. Los sectores del PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas históricas en el 2020 de -3,1% en Servicios, -3,6% en Consumo, -8,1% en Comercio y -15,2% en Importaciones.

Sin embargo, en el 2021 la economía ha registrado una importante recuperación, luego de la recesión económica del año 2019 y la pandemia del covid-19 del año 2020. Los sectores del comercio, servicio, importaciones y construcción alcanzaron tasas históricas de crecimiento altas en el 2021 de 14,3%, 6,5%, 21,8% y 12,8% respectivamente, lo que ha generado un crecimiento del PIB de 4,0%. El sector agroexportador registró una contracción en el 2021, con una tasa negativa del sector agrícola de -18,2% y una baja tasa del sector exportador de solamente 2,1%. La agricultura registró disminuciones en todos los trimestres del año 2021, como resultado de la fuerte sequía que impactó severamente a la producción de soja y sus derivados, con pérdidas del 50%.

Las cifras preliminares del año 2022 reflejan una nueva contracción con un bajo crecimiento del PIB de solamente 0,2%, condicionado por la situación económica del sector agroexportador, siendo que se registraron tasas negativas de -13,0% y -5,4% para la agricultura y las exportaciones, respectivamente. Este menor desempeño de la economía en el 2022 ha repercutido sobre la industria, las importaciones y el consumo, registrando tasas bajas de 1,0%, 2,8% y 2,2%.

Esta situación se ha visto agravada por la inflación acumulada de 6,8% al cierre del 2021 y de 8,1% al cierre del 2022, explicada por el aumento de los precios de los alimentos y de la energía, a causa, entre otros, de los efectos del prolongado conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como por las disrupciones en las cadenas globales de suministros de productos manufactureros, a causa de la falta de microchips y semiconductores por el efecto del confinamiento obligatorio en China, para detener la expansión de contagios de COVID-19.

En este contexto económico de fluctuaciones cíclicas, sumado a los efectos de la pandemia del covid-19, las exportaciones de materias plásticas y envasados de plástico han seguido una variabilidad propia, con una tendencia creciente desde el año 2016 hasta el año 2019, registrando una contracción en los años 2020 y 2021. Las exportaciones de artículos para envasado de plástico aumentaron desde US\$ 63.781 miles en 2016 hasta US\$ 80.225 miles en 2019, disminuyendo a US\$ 65.611 miles en 2020 y US\$ 63.206 miles en 2021 debido a los efectos de la pandemia. Por su parte las exportaciones de materias plásticas, han ido aumentando desde US\$ 22.144 miles en 2020 a US\$ 32.982 miles en 2021.

En general las exportaciones a través del régimen de maquila han registrado un importante aumento en los últimos años, con una pronunciada tendencia creciente, alcanzando un récord histórico de US\$ 1.036 millones en el 2022. Las industrias maquiladoras de exportación tienen un escenario positivo para la continuidad de su desarrollo en los próximos años, debido a la recuperación de los principales mercados del Mercosur, principal zona de exportación del país.

Para el año 2023 se espera un mejor desempeño de la economía, con un crecimiento proyectado del PIB de 4,5%, sustentado por una importante recuperación del sector agrícola, aunque la industria, la construcción, las importaciones y el consumo podrían registrar un moderado crecimiento, condicionados por la inflación y la devaluación de la moneda nacional.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

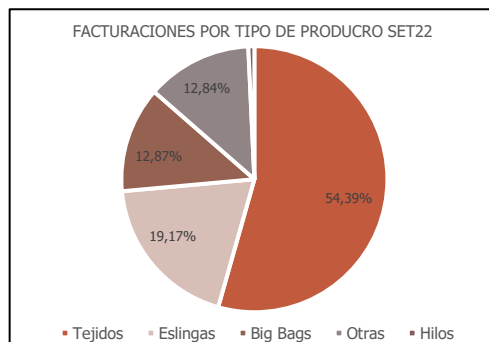
Fabricación y comercialización de tejidos plásticos destinados principalmente al mercado internacional bajo el régimen de maquila, con una importante capacidad de producción.

Estelar S.A.E. es una empresa cuya actividad consiste en la fabricación y comercialización de tejidos plásticos hechas a base de polipropileno para la elaboración de bolsas big bags, que son el tipo de envase más utilizado para el transporte o almacenaje de productos a granel y residuos. La firma fue constituida el 9 de octubre de 2015 bajo la denominación de Tejidos Plásticos S.A., y en abril de 2016 se procedió al cambio a su razón social actual.

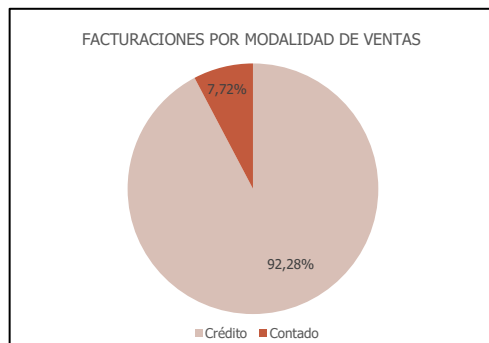


Esta empresa forma parte del del Grupo Barr, donde también se encuentran Mercoplast SA, Carmenta SA, Propio SA y Estancia Los Patrones Coaga SA., en Paraguay, y la empresa Meplast Distribuidora de Productos Plásticos Ltda en Brasil. Las primeras dos pertenecen al rubro de plásticos y las restantes al sector inmobiliario y ganadero. Cabe señalar que Carmenta S.A es proveedora de la empresa mientras que Meplast Ltda. es cliente y forma parte de la cartera de créditos de la firma.

Entre los productos producidos y comercializados se encuentran los tejidos, principal línea de negocio de la empresa, además de las bolsas big bags, hilos y eslingas. Al respecto, cabe destacar que la mayor parte de los productos elaborados por la firma son destinados al comercio exterior. En ese sentido, al cierre del tercer trimestre de 2022, el volumen de las exportaciones representa el 78,52% de las facturaciones totales, mientras que las ventas al mercado local tienen una participación del 21,48%.



Con relación a las ventas por tipo de producto, la principal línea de negocio de la firma es la de tejidos, cuyo volumen de ventas asciende a Gs. 31.954 millones en Set22. La mayor parte es destinado al comercio exterior (94,84%), siendo esta su principal fuente de ingresos. Seguidamente, se encuentran las eslingas, que son unas cintas diseñadas para soportar cargas pesadas, cuya participación en las facturaciones es de 19,17%, con un volumen de Gs. 11.250 millones, siendo el comercio exterior su principal destino.



Por otra parte, la división de ventas denominada "big bags", que corresponde a las bolsas que son empleadas como contenedores flexibles para almacenar y transportar productos como fertilizantes, arena, azúcar, café, minerales y otros productos a granel, está orientada al mercado local, con un nivel de facturación de Gs. 7.563 millones, con una participación del 54,39%, por encima de lo facturado al cierre del ejercicio anterior.

Con relación a las facturaciones por modalidad, históricamente la empresa ha optado por realizar mayores ventas a créditos de corto plazo, con una incidencia de 92,28% en Set22, llegando a Gs. 68.444 millones, superior a los Gs. 50.156 millones del mismo periodo del ejercicio anterior. Mientras que las ventas al contado, si bien habían experimentado un importante aumento el año anterior, llegando a una cifra de Gs. 30.485 millones, al corte analizado se redujo

a Gs. 5.723 millones.

La empresa fijó como objetivo la diversificación de sus mercados, viéndose en la reducción de su dependencia de mercado con el Brasil desde 75% en 2021 a 49% de concentración en 2022, con el aumento de las ventas en el mercado local, así como en la importante participación registrada en Argentina, a los que podría sumarse otro mercado en 2023.

El mercado de plásticos es altamente competitivo donde la innovación con productos nuevos, el posicionamiento del mercado con precios competitivos y altas eficiencias de manufactura aseguran un crecimiento sostenido. Conforme a los datos de la empresa, la demanda de Big Bags crece a nivel mundial entre el 8 y 10 % anualmente. Ahora bien, el sector al que pertenece la compañía presenta una posición estable con oferta y demanda de sus productos con potencial de crecimiento y con una estructura conformada por empresas robustas en donde uno de los factores claves dentro de la competencia se resume en las condiciones de crédito acordadas con sus clientes.

Así también, el sector contempla riesgos asociados a la sostenibilidad y el impacto negativo en el medio ambiente, lo cual podría generar desafíos en términos de operación. Sin embargo, las empresas que integran la industria se encuentran en un proceso de innovación, buscando alternativas que permitan transformar el procesamiento y reducir la cantidad de plástico utilizado con procesos más sostenibles. La perspectiva del sector de plásticos es positiva y la inyección de liquidez a través de operaciones crediticias nuevas por parte de las entidades financieras tiene como efecto una recuperación en el corto y mediano plazo a pesar de la contracción que existe actualmente por niveles de recuperación actual.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Propiedad bajo el control del grupo Barr, con un Directorio de amplia trayectoria en distintas actividades económicas y una estructura administrativa acorde a sus operaciones.

Composición Accionaria		
Accionista	Participación	Cantidad
Galuner S.A.	50,01%	9.817
Mercoplast S.A.	49,99%	9.818
Total	100%	19.635

La propiedad de Estelar se encuentra bajo el control de sus dos únicos accionistas institucionales: Galuner S.A., una empresa procedente de la India, que posee el 50,01% de las acciones, sin embargo, estas acciones se encuentran en proceso de transferencia a Mercoplast S.A. y al Sr. Blas Atilio Reguera; por otra parte, Mercoplast S.A. posee una participación del 49,99%. Cabe señalar que esta última entidad forma parte del conglomerado de empresas que integran el Grupo Barr que hoy nuclea además a Propio, Carmenta, Estancia los Patrones, Ganaderas Tembiaporendá y Meplast (en Brasil). Además, Estelar no posee acciones de otras empresas.

Composición del Directorio	
Cargo	Nombre y Apellido
Presidente	Blas Atilio Reguera
Director Titular	Franco La Valle
Director Titular	Fernando Gadea
Director Titular	Cynthia Zarza
Directora Suplente	Leticia Martinez
Síndico Titular	Victor Agüero
Síndico Suplente	Marcelo González

El capital emitido e integrado de la empresa asciende a Gs. 19.635 millones, el cual se había incrementado al cierre de 2020, mediante la emisión de 19.635 acciones nominativas con un valor de Gs. 1 millón cada una, y representa el 51,52% del patrimonio neto. Con el fin de potenciar la expansión de la firma, se ha decidido capitalizar las utilidades en los próximos años.

La estructura organizacional de la empresa es encabezada por el directorio, que está compuesto por un presidente, tres directores titulares y una directora suplente, cada uno de los cuales posee una importante trayectoria profesional en diferentes actividades económicas. Al Directorio responden las tres gerencias de la firma: Industrial, Comercial, Administrativo y Contable, además de poseer un staff de auditoría interna y externa, y de asuntos legales, considerando que no posee una gerencia general.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Elevada capacidad de producción con una adecuada gestión de gestión de riesgos de liquidez y de crédito, y una estructura tecnológica acorde a sus operaciones.

La empresa cuenta con una planta industrial que se encuentra ubicada en la ciudad de Mariano Roque Alonso a 5 km. del Aeropuerto Internacional Silvio Pettrossi. Dicho predio cuenta con 5.936 m² agrupados en 11 categorías, de las cuales las más importantes son la de Producción de Tejidos y la de Confección, que abarcan 3.875 m² y 1.100 m², respectivamente. En la superficie restante se encuentran las áreas de apoyo operativo y las oficinas administrativas. La capacidad de producción es de 500 tn/mes, y en el año 2021 se había realizado una inversión de USD 34 mil para la instalación de 4 máquinas de eslingas, así mismo se tienen previstas inversiones aproximadamente por un valor de USD. 1,5 millones entre los años 2022 y 2023.

Uno de los aspectos más relevantes dentro de la industria es el parque de maquinarias de la compañía. Estelar cuenta con máquinas que realizan ensayos de tracción en todos los tejidos y otras que permiten conocer la pureza de los materiales, mediante un ensayo de contenido en cenizas y la resistencia a exposición en el ambiente, a través de un acelerador climático que realiza ciclos de condensación y exposición UV. Cabe destacar que la empresa pone un continuo énfasis en la calidad de sus productos, por lo que la jefatura de calidad trabaja en orden de un marco de políticas en el que se detallan cada uno de los procesos llevados a cabo por el encargado de laboratorio y los analistas de calidad, con el fin de brindar productos durables y de máxima resistencia.

La compañía cuenta con una adecuada política de liquidez que consiste en procedimientos específicos llevados a cabo de forma diaria, mensual y anual. El primer caso implica el control del saldo actual en bancos, las cobranzas esperadas del día, los vencimientos más cercanos, como también las cobranzas proyectadas del mes y los vencimientos más remotos. El procedimiento mensual consiste en mantener actualizado el flujo de caja proyectado por semana, con previsión de las cobranzas y los gastos esperados del mes. Finalmente, se realiza un análisis anual del desempeño financiero con el fin de determinar si se ha conservado una razón de liquidez mayor o igual a 1.

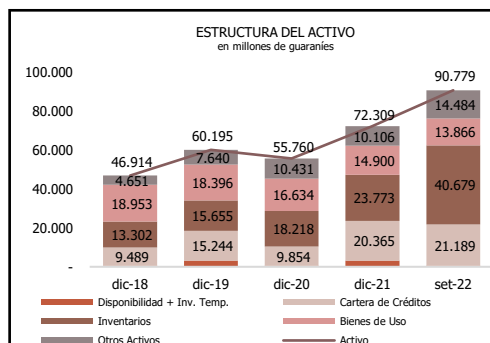
Por otra parte, cuenta con una razonable política de gestión de riesgo crediticio en la que se describen los requisitos y documentaciones respaldatorias para el estudio de la capacidad de pago del cliente, con la finalidad de mantener la calidad de la cartera de acuerdo con lo establecido en su plan estratégico anual. Al respecto, cabe destacar que se ha logrado reducir los días promedio de créditos a clientes de 62 a 49 días. Cabe destacar que el 60% de la cartera de créditos se encuentra concentrada en sus dos principales clientes, tanto extranjero como nacional.

Asimismo, posee una estructura tecnológica acorde a sus necesidades y que satisface los requerimientos para mantener un adecuado ambiente tecnológico y de seguridad de la información. Por último, el área comercial trabaja en orden a un marco en el que se detallan los distintos procesos de comercialización y logística de los productos tanto para ventas locales como del exterior, definiendo así el orden de planificación de las actividades operativas y el resto de las áreas involucradas en el proceso de producción y logística para el envío a clientes.

SITUACIÓN FINANCIERA

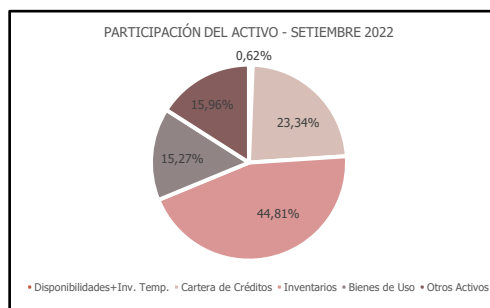
ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Importante crecimiento de los activos totales de la empresa, constituidos principalmente por los inventarios y los créditos, con adecuados indicadores de productividad.



Los activos totales de la empresa han registrado continuos incrementos en los últimos años, con excepción del 2020, debido a los efectos de las ventas en Brasil, su principal mercado. En ese sentido, sus activos han pasado de Gs. 72.309 millones en Dic21 a Gs. 90.779 millones en Set22, lo que representa una variación de 25,54%.

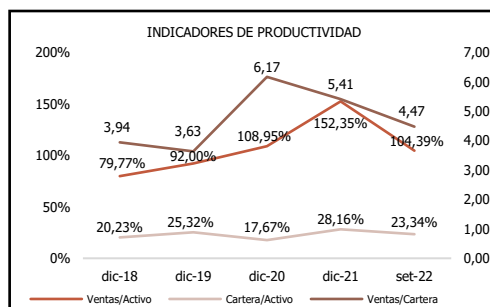
Este crecimiento se explica principalmente por el comportamiento de los inventarios, los cuales se han incrementado 71,11% hasta Gs. 40.679 millones en Set22, superior a lo registrado tanto al cierre del ejercicio anterior como al mismo periodo del año pasado, lo cual es consecuente con la reducción interanual en el nivel de sus ventas. Dada la naturaleza del negocio, los inventarios tienen una importante participación de 44,81% en los activos de la empresa.



En contrapartida, los bienes de uso de Estelar han registrado un comportamiento decreciente en los últimos años, fundamentalmente por el proceso de depreciación de los bienes incorporados al amparo de la ley N° 60/90. De esta forma, el valor de los bienes de uso ha pasado de Gs. 14.900 millones a Gs. 13.866 millones. Cabe señalar que la empresa no registra inmuebles dentro de sus bienes de uso, aunque cuenta con una planta industrial y mejoras en un predio ajeno.

Por su parte, la cartera de créditos de la empresa ha exhibido un comportamiento cíclico con tendencia creciente en los últimos años. Durante el periodo 2018-2019, se registró un aumento asociado al mayor volumen de las ventas a crédito de corto plazo. No obstante, su nivel había disminuido al cierre del ejercicio 2020 debido a los efectos de las medidas restrictivas por la pandemia del Covid-19 sobre el comercio exterior. Sin embargo, las cuentas a cobrar han llegado a Gs. 21.189 millones en Set22, superior en 4,05% a su valor en Dic21, y esta incluye una deuda refinanciada a una empresa relacionada.

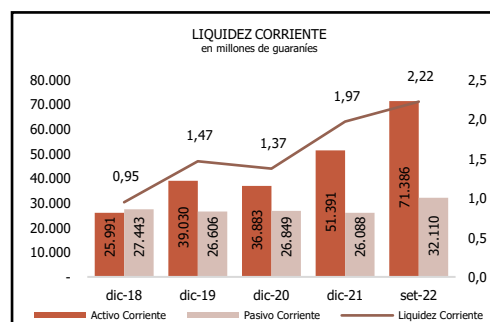
Al respecto, cabe mencionar que el 70,55% de la cartera corresponde a los clientes del exterior, específicamente sus clientes estratégicos de Brasil y Argentina, mientras que el 29,45% restante corresponde a los clientes locales. Además, no dispone de provisiones para créditos de dudoso cobro, aunque a Set22 cuenta con una deuda en gestión de cobro por valor de Gs. 1.084 millones de un cliente de Brasil.



La cartera representa el 23,34% de los activos totales de la empresa, en línea con su promedio histórico. Por su parte, las ventas han registrado una cifra 4,47 veces superior a su cartera en Set22, lo que refleja la adecuada gestión de cobro de los créditos otorgados considerando que la mayor parte de sus facturaciones son realizados bajo esta modalidad, además del progresivo aumento de las ventas al contado.

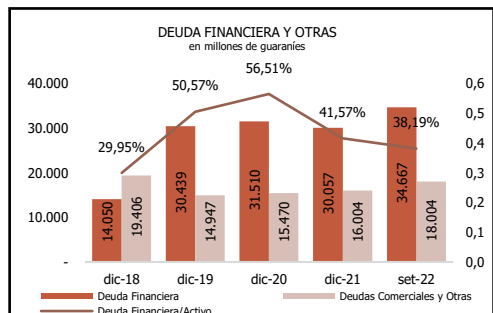
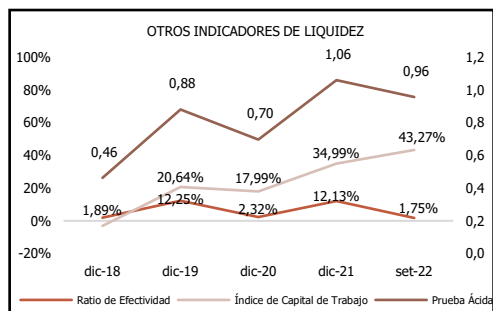
LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Adecuados niveles de liquidez principalmente por el importante volumen de los inventarios, con financiamiento principalmente mediante préstamos de entidades relacionados



Los activos corrientes de Estelar representan el 78,64% de los recursos totales de la empresa, y a Set22 se han incrementado 38,91%, pasando de Gs. 51.391 millones en Dic21 y Gs. 71.386 millones, debido al aumento de los inventarios y los créditos por ventas de corto plazo. Mientras que el nivel de disponibilidad se ha reducido de forma significativa desde Gs. 3.165 millones hasta Gs. 561 millones en el mismo periodo.

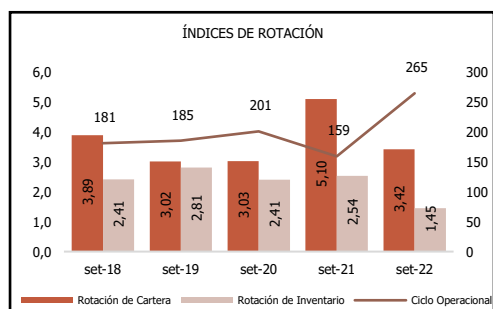
Un importante componente de los recursos corrientes de la empresa son los otros activos, que ascienden a Gs. 14.235 millones en Set22, y están constituidos principalmente por cuentas a cobrar a socios o a entidades vinculadas por valor de Gs. 4.329 millones y créditos por cuentas corrientes por Gs. 6.639 millones.



Con respecto a su financiamiento, la empresa se ha caracterizado por financiar sus operaciones principalmente a través de la deuda financiera, específicamente con préstamos de socios o entidades vinculados, los cuales se han incrementado 15,34% con relación al cierre del último ejercicio, y se concentran en el largo plazo. Además, la empresa recurre a las deudas comerciales con proveedores comerciales locales y en menor porcentaje, con proveedores del exterior. Asimismo, sus recursos propios en capital, reservas y resultados participan de forma relativamente importante en el financiamiento de sus operaciones.

GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Adecuada actividad y gestión operativa, reflejado en los altos niveles de rotación de cartera e inventarios, con una mejora en la presión de sus gastos sobre sus ingresos por ventas y en la eficiencia operativa.

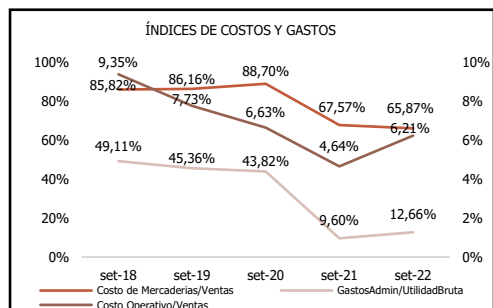


Durante los últimos años, la empresa ha exhibido elevados niveles de actividad comercial y gestión de sus operaciones, acompañado de una importante estructura operativa para el nivel de costos y márgenes generados por la compañía.

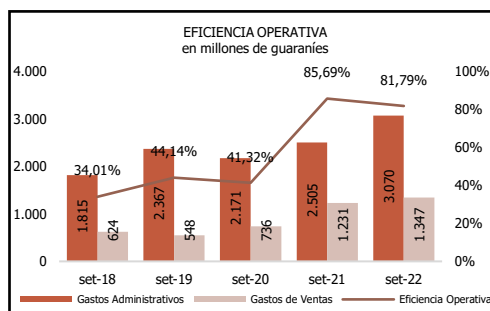
Con relación con eso, la rotación de la cartera había aumentado de forma importante en Set21 a 5,10 veces debido al acentuado crecimiento de las ventas en ese periodo. No obstante, la reducción interanual de las facturaciones ha ocasionado el aumento de la rotación de cartera hasta 3,42 veces, aunque se encuentra en línea con su promedio de años anteriores.

En esa misma línea, la rotación de inventario ha disminuido de 2,54 veces en Set21 a 1,45 en Set22, relacionado al mayor stock de mercaderías al final del tercer trimestre del corriente, sumado a la reducción interanual de los costos de ventas. Con esto, el ciclo operacional de la empresa, que ha Dic21 se había acortado a 159 días, ha aumentado a 265 días en Set22, superior a su promedio de los últimos ejercicios.

Considerando el giro comercial de la empresa, la mayor parte de los costos de ventas corresponde a los costos de los productos exportados. Además, la presión sobre los ingresos por ventas se había mantenido estable en torno a un promedio de 86,89% entre Set18 y Set20. No obstante, se ha registrado descensos sucesivos, pasando de 67,57% en Set21 y a 65,87% en Set22, reflejando una mejoría al corte analizado.



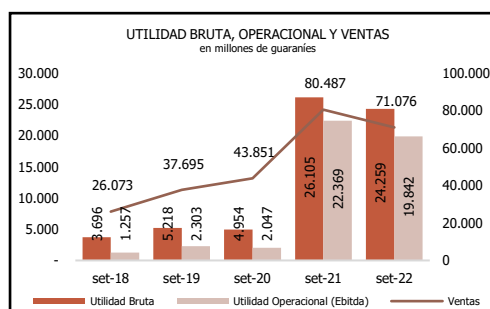
Por otra parte, la relación entre el costo operativo y las ventas he exhibido un comportamiento decreciente en los últimos años, pasando de 9,35% en Set18 a 4,64% en Set21. Esta tendencia fue revertida en Set22, en el que esta relación se incrementó a 6,21%, vinculado con la reducción interanual de las ventas, aunque se encuentra por debajo del promedio de los años anteriores. De la misma forma, la presión de los gastos administrativos sobre la utilidad bruta se ha reducido significativamente en los últimos dos años, pasando de un promedio de 46,10% entre Set18 y Set20, a un nivel de 9,60% en Set21 y 12,66% en Set22, relacionado con la adecuada gestión de costos de ventas que le ha permitido obtener mayores niveles de utilidad bruta.



Los gastos administrativos se han mantenido relativamente estables durante el periodo comprendido entre Set18 y Set21, con un promedio de Gs. 2.215 millones, y al corte analizado, se ha producido un incremento interanual de 22,55% hasta Gs. 3.070 millones. Por su parte, los gastos de ventas se han duplicado con relación a los ejercicios anteriores, en línea con el desempeño de las facturaciones de la firma, hasta un nivel de Gs. 1.347 millones en Set22. El aumento de los costos operativos, frente a la reducción interanual de la utilidad bruta, ha ocasionado que la eficiencia operativa haya descendido levemente de 85,69% en Set21 a 81,79% en Set22, aunque este nivel es marcadamente superior al promedio de los tres ejercicios anteriores, lo que refleja una mejora en la eficiencia impulsada por el crecimiento de sus ventas.

UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Altos niveles de utilidad y rentabilidad con relación a periodos anteriores, favorecido por el aumento de las ventas por el régimen de maquila.

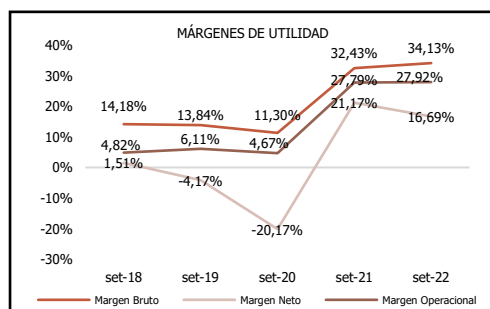
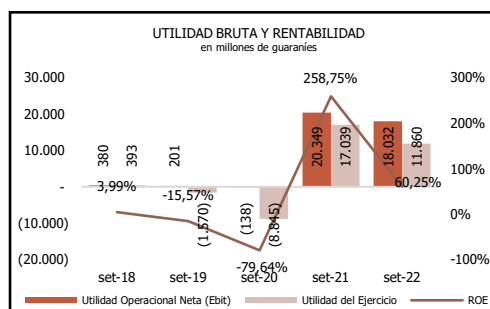


El volumen de las facturaciones de la empresa se ha incrementado considerablemente en los últimos años, debido al aumento de las ventas por el régimen de maquila, que ha pasado de Gs. 33.938 millones en Set20 a Gs. 67.076 millones en Set21 y a Set22 había descendido a Gs. 54.564 millones. Esto, sumado al aumento de la comercialización de sus productos en el mercado local, ha ocasionado que las ventas totales se hayan duplicado entre Set20 y Set21, desde Gs. 43.851 millones a Gs. 80.487 millones, para luego descender a una tasa interanual de 11,69% en Set22, hasta Gs. 71.076 millones.

Este significativo incremento de las ventas desde el ejercicio 2021 se explica por dos factores determinantes. Al cierre del primer trimestre de ese año, el mercado brasilero, principal destino de las exportaciones de Estelar, había experimentado una escasez de tejidos, por lo que se produjo un ajuste al alza en los precios, situación que fue aprovechada por la empresa para alcanzar niveles históricos de márgenes de ventas. Por otra parte, a través de un intenso trabajo, la compañía había logrado recuperar a clientes que habían dejado de comprar el año 2020.

De igual modo, la utilidad bruta ha crecido exponencialmente en los últimos dos años, impulsado por el mayor volumen de las ventas, pasando de Gs. 4.954 millones en Set20 a Gs. 26.105 millones en Set21 y a Gs. 24.259 millones, siguiendo el comportamiento del nivel de las facturaciones. Con esto, el margen bruto se ha ubicado en torno al 34,13% al corte analizado, superior al promedio de 13,11% de los primeros tres periodos de la serie y por encima de los 32,43% de Set21.

La reducción interanual de las ventas, junto con el incremento de los gastos administrativos y de ventas, ha producido un leve descenso de 11,30% interanual de la utilidad operacional, la cual ha pasado de Gs. 22.369 millones en Set21 a Gs. 19.842 millones en Set22, aunque esta cifra se encuentra muy por encima de su promedio de Gs. 1.869 millones en el periodo comprendido entre Set18 y Set20. Con esto, el margen operacional se ha ubicado en torno al 27,92% en Set22, levemente por encima de los 27,79% del mismo periodo del ejercicio anterior.

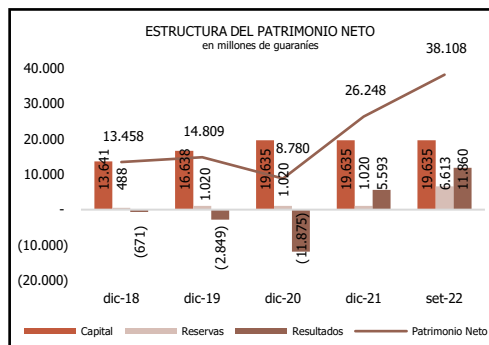


Por otra parte, la utilidad operacional neta (Ebit) ha exhibido valores positivos con excepción de Set20, en el que los gastos en depreciación absorbieron la totalidad de la utilidad operacional. Al corte analizado, el Ebitda había llegado a Gs. 18.032 millones, inferior en 11,39% a los Gs. 20.349 millones de Set21. Por su parte, los gastos financieros por intereses pagados a sus socios o partes relacionadas se incrementaron en 46,77% interanual, desde Gs. 3.594 millones a Gs. 5.275 millones entre Set21 y Set22, lo que acompañado de un resultado no operativo deficitario, han ocasionado un descenso de la utilidad neta, el cual ha pasado de Gs. 17.039 millones a Gs. 11.860 millones para el mismo periodo, por lo que su margen neto se ha reducido de 21,17% a 16,69%.

Finalmente, la empresa ha exhibido un rendimiento sobre el patrimonio ROE variable en los últimos años, pasando de 3,99% en Set18, a valores negativos de 79,64% y 20,17% entre Set19 y Set20, para luego exhibir un valor de 258,75% en Set21, muy por encima de su promedio histórico, y finalmente ubicarse en torno al 60,25% en Set22. Con respecto al rendimiento sobre los activos ROA, este indicador ha pasado de 29,75% a 17,42% en los últimos dos años.

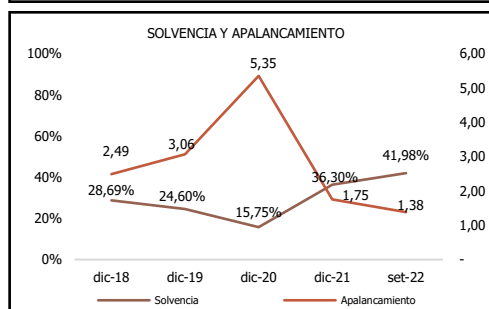
SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

Incremento del patrimonio neto debido a los resultados obtenidos, con un aumento de la solvencia y la consecuente reducción del indicador de apalancamiento.



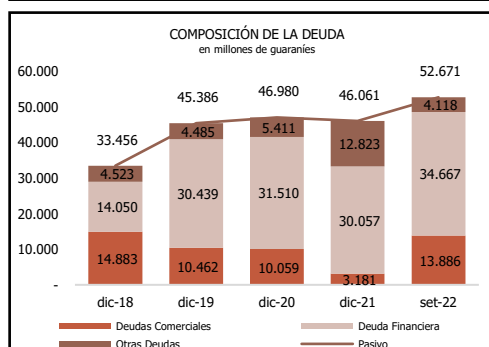
El patrimonio neto de la empresa ha experimentado un incremento interanual de 45,18%, pasando de Gs. 26.248 millones en Dic21 a Gs. 38.108 millones en Set22. Este importante crecimiento se debe al desempeño de los resultados, que durante el periodo 2018-2020 habían registrado valores deficitarios. No obstante, al cierre del ejercicio anterior, los resultados alcanzaron un total de Gs. 5.993 millones, inferior a los Gs. 11.860 millones en Set22, siendo el segundo componente con mayor participación en el patrimonio (31,12%).

Por otra parte, durante el periodo 2017-2020, el capital integrado de la empresa ha exhibido continuos incrementos, pasando de Gs. 8.041 millones en Dic17 a Gs. 19.635 millones en Dic21, manteniéndose esta cifra al cierre del tercer trimestre del corriente, el cual constituye el 51,51% del patrimonio. Mientras que las reservas, que se han incrementado desde Gs. 1.020 millones en Dic21 a Gs. 6.613 millones entre Dic21 y Set22, representan el 17,35% restante.



Con el aumento del patrimonio, la solvencia de la empresa se ha incrementado de 15,75% en Dic20 a 36,30% en Dic21 y 41,98% en Set22, lo que refleja el incremento gradual del financiamiento de las operaciones de la empresa por medio de sus recursos propios.

Históricamente, la firma ha mantenido altos niveles de apalancamiento, llegando a un máximo de 5,35 veces en Dic20, debido a que el importante volumen de pérdidas registrado en ese periodo había disminuido el monto del patrimonio neto, sumado al aumento de su deuda financiera. No obstante, el buen desempeño de los resultados en los últimos periodos analizados, sumado al incremento del capital, redujeron el indicador de apalancamiento hasta 1,75 veces en Dic21 y 1,38 en Set22.



Al corte analizado, ha registrado un mayor volumen de deudas totales, pasando de Gs. 46.061 millones a 52.671 millones entre Dic21 y Set22, lo que representa un aumento de 14,35%. Esta variación se explica principalmente por el aumento de sus obligaciones con proveedores locales, las cuales han pasado de Gs. 3.181 millones a Gs. 13.886 millones en el mismo periodo. Estas deudas se concentran mayormente en dos proveedores locales: Mercoplast S.A., con una incidencia del 51%, Gical S.A. (14%) y Carmenta S.A (9%), además de otros proveedores del exterior tales como Galuner, Lohia Corp Limited y S&P Global Inc.

La principal fuente de financiamiento de Estelar ha sido la deuda financiera, que constituye el 65,82% de sus obligaciones totales, y al corte analizado, asciende a Gs. 34.667 millones, superior en 15,34% a lo registrado en Dic21. El 40,69% de su deuda bancaria corresponde al corto plazo, mientras que el 59,31% se concentra en el largo plazo. Al respecto, cabe señalar que la empresa no ha registrado deudas bancarias o con instituciones financieras intermediarias, por lo que el financiamiento de sus operaciones ha dependido altamente de los créditos de entidades vinculadas.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO											
En miles de Dólares											
Ingresos y Egresos	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ventas	21.873	28.769	28.687	28.687	28.687	28.769	28.687	28.687	28.687	28.769	28.687
Costo de ventas	-16.388	-21.210	-21.165	-21.173	-21.192	-21.244	-21.200	-21.202	-21.215	-21.250	-21.237
Utilidad bruta	5.485	7.559	7.522	7.514	7.495	7.525	7.487	7.485	7.472	7.519	7.450
Gastos administrativos	-2.248	-2.328	-2.337	-2.347	-2.357	-2.369	-2.378	-2.389	-2.400	-2.410	-2.421
Utilidad operacional (Ebitda)	3.237	5.231	5.185	5.167	5.137	5.157	5.109	5.096	5.072	5.109	5.029
Inversiones	-3.025	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO OPERATIVO	212	5.231	5.185	5.167	5.137	5.157	5.109	5.096	5.072	5.109	5.029
Emisión de bonos	7.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos financieros	7.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de préstamos	-3.975	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de bonos	-266	-577	-575	-575	-575	-2.501	-425	-3.234	-170	-170	-2.170
Egresos financieros	-4.241	-577	-575	-575	-575	-2.501	-425	-3.234	-170	-170	-2.170
FLUJO FINANCIERO	2.759	-577	-575	-575	-575	-2.501	-425	-3.234	-170	-170	-2.170
FLUJO DE CAJA	2.971	4.654	4.610	4.592	4.562	2.655	4.684	1.862	4.902	4.939	2.859
Saldo Inicial	1.302	4.273	8.928	13.538	18.130	22.692	25.348	30.032	31.894	36.796	41.735
FLUJO FINAL ACUMULADO	4.273	8.928	13.538	18.130	22.692	25.348	30.032	31.894	36.796	41.735	44.594

Estelar S.A.E. ha presentado la proyección de su flujo de caja durante el periodo 2023-2033, caracterizado por un escenario optimista de crecimiento de sus ingresos y caja al final de cada periodo, con un importante crecimiento de ingresos en 2023 y 2024, como supuesto a partir de las inversiones previstas en maquinarias, que luego prevé mantener en los siguientes años, al igual que se estructura de egresos. Asimismo, contempla la emisión y colocación y totalidad de bonos en 2023, con un calendario de vencimiento distribuidos entre 2028, 2030 y 2033.

Al respecto, los ingresos por cobranzas de la empresa prevén un crecimiento de 31,52% entre 2023 y 2024, desde USD 21.873 miles hasta USD 28.769 miles, debido a que una proporción de los fondos obtenidos a través de la emisión de bonos se destinará a la compra de maquinarias (extrusora y telares tubulares) que permitirá ampliar la capacidad de producción de 500 Tons mensual a 800 Tons a partir del tercer del 2023. Desde ese entonces, hasta el final del periodo proyectado, se estima que el promedio de ingresos por cobranzas de USD 28.712 miles, y esto se sustenta en el supuesto de que en cada año se vende el 100% de la producción y se cobran al contado.

Con relación a los egresos operativos, el pago de materia prima y a proveedores se incrementa de forma gradual en línea con el aumento de la producción debido a la inversión en maquinaria, 22% para el año 2023 y 40% para el 2024. Asimismo, se proyecta un incremento salarial del 5% anual, mientras que el cálculo de los impuestos se realiza en 1% de las ventas.

Sin embargo, a pesar de estos aumentos mencionados, se proyectan flujos operativos estables y positivos para todos los años, puesto que se adquirirá una máquina recicladora que permitirá optimizar los costos y cuyo impacto se reflejará a partir del tercer trimestre de 2023.

Por otra parte, se prevé la obtención de ingresos financieros por la emisión de bonos por valor de USD 7.000.000, lo que permitirá realizar la reestructuración de los pasivos de la empresa. Durante el 2023, se realizará la amortización del capital adeudado a los socios por valor de USD 3.975 miles, y desde entonces, se prescindirá de los mismos. Por otra parte, a partir del 2023, se realizará la amortización de los intereses de la deuda, con la devolución del capital total en 2028 (USD 2.000 miles) y 2033 (USD 5.000 miles), lo que podrían contemplar una presión de su flujo de caja, ante menores niveles de ventas.

Debido a que no está previsto la obtención de recursos financieros, a partir de 2024, ya sea a través de una nueva emisión, o el endeudamiento bancario o con asociados, el flujo financiero se estima en negativo a lo largo de toda la serie, lo que traduce en una total dependencia de su desempeño operativo para el cumplimiento de sus obligaciones, sin dejar de considerar la variabilidad del volumen de las ventas por factores externos, teniendo en cuenta que la mayor parte de la producción es destinada al comercio exterior.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG USD1	
Características	Detalle
Emisor	Estelar S.A.E.
Denominación del Programa	USD1
Aprobación	Acta de Directorio N° 67/22 del 06/Febrero/2023 y su Acta Complementaria N° 68 del 17 de Marzo del 2023. Rectificado por el Acta de Directorio N° 73 de la fecha 31 de Mayo del 2023.
Tipo	Bonos
Moneda y monto	USD 1.000.000 (Dólares americanos un millón con 00/100)
Cortes mínimos	USD 1.000 (Dólares americanos un mil)
Plazo de Vencimiento	Entre 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años)
Codeudoría	Mercoplast S.A.
Destino de Fondos	Entre 50% y 60% para reestructuración de pasivos, 0% y 40% para capital operativo, y 0% y 40% para inversión en infraestructura.
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en el Art. 58 de la Ley 5810/2017 y la Resolución BVPASA N° 1013/11
Garantía	Común, a sola firma
Agente Organizador y Colocador	PUENTE CASA DE BOLSA S.A.
Representante de Obligacionistas	MERSÁN Abogados

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG G1	
Características	Detalle
Emisor	Estelar S.A.E.
Denominación del Programa	G1
Aprobación	Acta de Directorio N° 67/22 del 06/Febrero/2023 y su Acta Complementaria N° 68 del 17 de Marzo del 2023. Rectificado por el Acta de Directorio N° 73 de la fecha 31 de Mayo del 2023.
Tipo	Bonos
Moneda y monto	GS. 43.800.000.000 (Guaraníes cuarenta y tres mil ochocientos millones)
Cortes mínimos	GS. 10.000.000 (Guaraníes diez millones)
Plazo de Vencimiento	Entre 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años)
Codeudoría	Mercoplast S.A.
Destino de Fondos	Entre 50% y 60% para reestructuración de pasivos, 0% y 40% para capital operativo, y 0% y 40% para inversión en infraestructura.
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en el Art. 58 de la Ley 5810/2017 y la Resolución BVPASA N° 1013/11
Garantía	Común, a sola firma
Agente Organizador y Colocador	PUENTE CASA DE BOLSA S.A.
Representante de Obligacionistas	MERSÁN Abogados

De acuerdo con el Acta N° 67/22, el Directorio de Estelar ha decidido la aprobación de la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global PEG USD1 por monto máximo de USD 1.000.000 y otra emisión bajo el esquema de Programa de Emisión Global PEG G1 por monto máximo de Gs. 43.800.000.000. Los fondos serán entre un 50% y 60% a la reestructuración de pasivos, con el fin de disminuir los costos de financiamientos y mejorar la eficiencia operativa. Por otra parte, considerando el crecimiento de sus operaciones, el 40% aproximadamente será destinado a capital operativo e inversión en infraestructura.

Mercoplast S.A.				
Resumen Estadístico - Situación Patrimonial, Económico-Financiero				
(en millones de guaraníes, número de veces y porcentajes)				
Balance General	sept-20	sept-21	sept-22	Variación %
Disponibilidades	6.754	2.351	1.602	-32%
Créditos	115.607	154.330	142.536	-8%
Inventarios	44.579	64.577	60.299	-7%
Gastos pagados por adelantado	837	530	1.899	258%
Otros activos corrientes	35.382	30.592	4.762	-84%
Activo Corriente	203.159	252.380	211.098	-16%
Créditos LP	14.659	25.208	36.752	46%
Inversiones LP	49.439	58.794	57.573	-2%
Propiedad, planta y equipo	44.640	47.089	80.031	70%
Otros activos no corrientes	26.434	29.797	32.203	8%
Activo no Corriente	135.172	160.888	206.559	28%
Activo total	338.331	413.268	417.657	1%
Acreedores comerciales	46.241	71.021	65.632	-8%
Deudas Financieras	84.078	86.474	73.516	-15%
Otras cuentas por pagar	5.140	10.039	11.097	11%
Ingresos diferidos	15.228	30.341	18.458	-39%
Pasivo corriente	150.687	197.875	168.703	-15%
Deudas financieras LP	119.578	142.886	148.109	4%
Pasivo no corriente	119.578	142.886	148.109	4%
Pasivo Total	270.265	340.761	316.812	-7%
Capital	76.560	76.560	76.560	0%
Reservas	5.064	5.317	29.679	458%
Resultados	-13.558	-9.370	-5.394	-42%
Patrimonio neto	68.066	72.507	100.845	39%
Patrimonio neto + Pasivos	338.331	413.268	417.657	1%
ESTADO DE RESULTADOS				
Ingresos operativos	72.882	122.785	119.463	-3%
Costos operativos	-47.134	-91.138	-90.382	-1%
Utilidad bruta en ventas	25.748	31.647	29.081	-8%
Otros ingresos	9.069	9.754	3.825	-61%
Utilidad Bruta total	34.817	41.401	32.906	-21%
Gastos de ventas o comercialización	-4.453	-3.244	-2.390	-26%
Gastos de administración	-5.231	-8.272	-6.266	-24%
Resultado operacional EBITDA	25.133	29.885	24.250	-19%
Depreciaciones + amortizaciones	-2.342	-1.730	-1.707	-1%
Resultado operativo neto (EBIT)	22.791	28.155	22.543	-20%
Gastos financieros	-19.831	-23.954	-18.821	-21%
Utilidad Ordinaria	2.960	4.201	3.722	-11%
Otros Resultados no operativos	-	-36	-	-100%
Resultados antes del impuesto a la renta	2.960	4.165	3.722	-11%
Impuesto a la renta	-586	-860	-508	-41%
Resultado neto del ejercicio	2.374	3.305	3.214	-3%
INDICADORES FINANCIEROS				
SOLVENCIA Y LEVERAGE				Diferencia
Nivel de endeudamiento	0,80	0,82	0,76	-8%
Recursos propios	0,20	0,18	0,24	38%
Apalancamiento	3,97	4,70	3,14	-33%
Cobertura de gastos financieros	1,27	1,25	1,29	3%
Deuda Total/Ebitda	10,75	11,40	13,06	15%
GESTION				
Rotación de inventario	1,06	1,41	1,50	6%
Rotación de cartera	0,63	0,80	0,84	5%
Ciclo operacional	912	708	670	-5%
RENTABILIDAD Y EFICIENCIA				
Rentabilidad sobre el activo (ROA)	0,70%	0,80%	0,77%	-4%
Rentabilidad sobre el capital (ROE)	3,49%	4,56%	3,19%	-30%
Margen Bruto	47,77%	33,72%	27,54%	-18%
Margen Ebitda	34,48%	24,34%	20,30%	-17%
Eficiencia operativa	72,19%	72,18%	73,69%	2%
LIQUIDEZ				
Liquidez general	1,35	1,28	1,25	-2%
Liquidez de prueba ácida	1,05	0,95	0,89	-6%
Capital de trabajo	52.472	54.505	42.395	-22%
Dependencia de inventario	0,64	0,64	0,41	-36%

Fuente: IECC de Mercoplast S.A. sobre setiembre 2020, 2021 y 2022

Codeudoría Mercoplast S.A.

Mercoplast S.A., perteneciente al grupo de empresas Barr, fue constituida en 2002 como una sociedad de responsabilidad limitada (SRL) y se ha transformado en sociedad anónima (S.A.) en 2006. Su actividad económica consiste en la producción de tapas plásticas, en la ciudad de Capiatá, y es considerada uno de los principales exportadores en su rubro dado su importante posicionamiento en los mercados de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay.

La firma opera con dos unidades de negocios: por un lado, la fabricación de tapas de plásticos inyectadas para el mercado local y regional. Entre los principales productos se destacan las tapas de polietileno de alta densidad de los siguientes tipos: por moldeado de inyección (H, A y H 3GR) y de compresión (Mercoliner). Por otra parte, desde el 2016, opera en la división de geosintéticos a través de la compraventa de geomembranas y cap covers para el almacenamiento y retención de agua y/o granos para el sector agropecuario. Estas películas plásticas, que tienen una elevada vida útil (hasta 50 años, dependiendo del espesor y el material) pueden ser aplicadas para diferentes sectores como ganadería, piscicultura, construcción, energía, agricultura y otros.

Al corte analizado, los activos totales de Mercoplast han registrado una variación interanual de 1,06% hasta Gs. 417.657 millones, debido al aumento de los bienes de uso de la empresa, que han experimentado un importante crecimiento de 69,96% interanual hasta Gs. 80.031 millones en Set22, producto del revalúo de los inmuebles de la firma. Asimismo, posee inversiones en empresas asociadas por valor de Gs. 57.573 millones, y una elevada participación de inventarios por valor de Gs. 60.299 millones en Set22.

Por su parte, su cartera de créditos se ha mantenido relativamente, pasando de un saldo de G. 179.538 millones en Set21 a Set22 Gs. 179.288 millones, acompañado de una reorientación de sus cuentas por cobrar a clientes de largo plazo, desde Gs. 25.208 millones en Set21 a Gs. 36.752 millones en Set22, mientras que la cartera corriente ha disminuido desde Gs. 154.330 millones a Gs. 142.536 millones.

Con relación a su nivel de endeudamiento, el 69,95% de las obligaciones de la empresa corresponde a las deudas financieras, que en Set22 ascienden a Gs. 221.265 millones, y el 66,83% se concentran en el largo plazo. Asimismo, posee una deuda con proveedores locales y del exterior por valor de Gs. 65.632 millones. De esta forma, los pasivos totales de la firma ascienden a Gs. 316.812 millones, lo que contempla un importante nivel de financiamiento de sus operaciones con recursos de terceros, reflejado a través de su indicador de apalancamiento el cual asciende a 3,14 en Set22, mientras que el ratio de solvencia patrimonial se ubica en 24,15%, por encima de lo registrado en periodos anteriores.

La liquidez corriente se ubica en torno al 1,25 en Set22, con una reducción respecto a periodos anteriores, por la reducción de los créditos por impuestos corrientes y de los anticipos a proveedores del exterior. Además, dada la importante participación de los inventarios en la estructura del activo, existe una brecha entre la liquidez corriente a la prueba ácida, la cual se ubica en torno al 0,89 en Set22, con una dependencia de inventario de 40,79%.

Con relación a su desempeño operativo y financiero, los ingresos operativos descendieron levemente de 2,71% interanual, hasta Gs. 119.463 millones, ocasionado igualmente un descenso de 20,52% en su utilidad bruta, hasta Gs. 32.906 millones y una utilidad operacional de Gs. 24.250 millones en Set22. De esta forma, el margen bruto se ha ubicado en torno al 27,54% mientras que el margen operacional asciende a 20,30%, siguiendo ambos una tendencia decreciente en los últimos periodos. Además, debido a que la utilidad neta ha disminuido a 2,75% hasta Gs. 3.214 millones, la rentabilidad sobre el patrimonio ROE ha disminuido de 4,56% en Set21 a 3,19% en Set22.

Resumen de compromisos adicionales de la Emisora para la emisión.

A continuación, los compromisos asumidos por la emisora y los casos de incumplimiento que implicará el derecho de los bonistas de ejecutar la deuda, según acta de Directorio N° 67 de fecha 6 de Febrero de 2023:

1. Cumplimiento de Obligaciones Financieras: El incumplimiento con los plazos de la deuda bancaria y/o financiera que forma parte de su pasivo automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos. El incumplimiento de cualquiera de los compromisos financieros implicará el derecho de los bonistas de ejecutar inmediatamente la deuda.
2. Deber de informar ante imposibilidad de cumplimiento de los 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.
3. La emisora 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 7,0x.
 - Pasivo Total/Patrimonio Neto: menor o igual a 3,0x.
4. A fines de la presente emisión, se considerarán supuestos de incumplimiento cualquiera de los siguientes eventos:
 - Cross Default y Cross Acceleration ante el incumplimiento de pago de endeudamiento financiero para montos iguales o superiores a USD. 500.000, y transcurridos los 10 días del evento.
 - Embargo, secuestro o ejecución sobre o en contra de la totalidad o partes de los bienes, activos o ingresos de la emisora, sin ser objetado de buena fe por la emisora, o revocado o suspendido en un periodo de 60 días hábiles, cuando el valor sea igual o superior, y equivalente al 20% de los activos de la empresa.
 - Falta de cumplimiento de sentencia dictada por el tribunal judicial o administrativo para montos iguales o superiores a USD. 500.000, y transcurridos los 20 días de la sentencia.
 - Disolución o Liquidación, o por el reconocimiento por escrito de incapacidad de hacer frente a las deudas al vencimiento, cesión en beneficio de acreedores en general, así como por su declaración fallida o de insolvencia, por pedido de quiebra o solicitud de reestructuración, entre otros mencionados en el prospecto de emisión.
 - Expropiación/Confiscación sobre los activos de la empresa y afecten el cumplimiento de los bonos, o el incumplimiento de otros compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y subsistiera durante 20 días hábiles.
 - Interrupción de actividades por más de 30 días, a menor que dicha interrupción sea una parada programada para mantenimiento de las plantas, y podría extenderse a un plazo hasta 60 días hábiles, o por motivos de fuerza mayor (covid) pandemia, catástrofes naturales, guerra, etc.
 - Retiro de oferta pública por invalidez de autorizaciones para la emisión de bonos, su listado y negociación.
 - Quiebra/Concurso
5. Poner a consideración de la siguiente asamblea la prohibición de distribución de dividendos para los siguientes dos años y con un tope de hasta 40% a partir del tercer año y 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 4,0x. Este punto estará sujeto a la aprobación de por al menos el 75% de las acciones presentes con derecho a voto.

En caso de incumplimiento de cualquiera de los compromisos o configurarse cualquier supuesto de incumplimiento, Estelar S.A.E. notificará documentalmente al Representante de obligacionistas, así como del arbitrio de acciones correctivas en un plazo no mayor de 10 días corridos. Si continua el incumplimiento, se deberá convocar a una asamblea de obligacionistas.

Estos compromisos especiales asumidos por Estelar S.A.E. no fueron incorporados en el análisis de esta calificación, ya que no fueron considerados en la evaluación de la solvencia y la capacidad de endeudamiento de la empresa, por tratarse de un aspecto legal que representa un factor externo tanto de la empresa como de la industria. Sin embargo, esto podría representar un riesgo si se produce el incumplimiento por parte del Emisor, en cuyo caso afectará a la calificación en la medida del impacto de dicho incumplimiento, sobre la situación financiera y económica de la empresa.

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

En millones de guaraníes, porcentaje y veces										
INDICADOR	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Var%	set-20	set-21	set-22	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD										
Cartera Bruta	4.611	9.489	15.244	9.854	20.365	106,67%	13.713	21.684	21.189	-2,28%
Cartera/Activo	17,33%	20,23%	25,32%	17,67%	28,16%	59,37%	23,27%	28,40%	23,34%	-17,81%
Ventas/Cartera	396,49%	394,39%	363,29%	616,50%	540,96%	-12,25%	426,37%	494,91%	447,25%	-9,63%
LIQUIDEZ										
Liquidez Corriente	1,11	0,95	1,47	1,37	1,97	43,40%	1,21	1,94	2,22	14,38%
Prueba Ácida	0,34	0,46	0,88	0,70	1,06	52,28%	0,70	1,13	0,96	-15,73%
Ratio de Efectividad	0,55%	1,89%	12,25%	2,32%	12,13%	422,85%	10,15%	7,83%	1,75%	-77,69%
Índice de capital de trabajo	6,70%	-3,10%	20,64%	17,99%	34,99%	94,46%	11,83%	37,67%	43,27%	14,87%
Dependencia de Inventario	92,42%	131,07%	58,05%	89,87%	33,69%	-62,51%	100,25%	30,26%	38,44%	27,05%
Deuda Financiera/Activo	17,29%	29,95%	50,57%	56,51%	41,57%	-26,44%	65,00%	40,12%	38,19%	-4,82%
GESTIÓN										
Rotación de cartera	3,96	5,31	4,48	4,84	7,29	50,61%	3,03	5,10	3,42	-32,98%
Rotación de Inventario	1,08	2,49	3,20	3,07	3,72	21,08%	2,41	2,54	1,45	-42,74%
Periodo promedio de cobro	91	68	80	74	49	-33,60%	89	53	79	49,20%
Periodo promedio de pago	350	323	540	652	2.690	312,64%	818	1.222	1.055	-13,72%
Ciclo operacional	424	212	193	191	146	-23,70%	201	159	265	66,19%
Apalancamiento Operativo	6,70	9,50	7,00	5,63	1,34	-76,22%	-35,90	1,28	1,35	4,87%
FCO/VENTAS	-59,44%	-37,17%	-18,57%	-5,24%	3,94%	-175,27%	-18,90%	5,64%	14,73%	161,15%
Ventas/Activo	68,71%	79,77%	92,00%	108,95%	152,35%	39,84%	99,23%	140,54%	104,39%	-25,72%
ENDEUDAMIENTO										
Solvencia	28,37%	28,69%	24,60%	15,75%	36,30%	130,53%	10,12%	33,81%	41,98%	24,15%
Endeudamiento	71,63%	71,31%	75,40%	84,25%	63,70%	-24,39%	89,88%	66,19%	58,02%	-12,34%
Cobertura de las Obligaciones	9,67%	6,29%	15,61%	15,45%	101,74%	558,41%	8,35%	97,86%	82,39%	-15,81%
Apalancamiento	2,53	2,49	3,06	5,35	1,75	-67,20%	8,88	1,96	1,38	-29,39%
Apalancamiento financiero	8,58	-6,80	-3,03	-2,23	3,38	-251,92%	0,20	3,59	3,37	-6,25%
Cobertura de Gastos Financieros	3,75	2,05	1,37	0,70	6,00	758,63%	0,30	6,22	3,76	-39,56%
Deuda/EBITDA	12,12	19,38	10,93	11,32	1,74	-84,67%	19,40	1,69	1,99	17,49%
Deuda/Ventas	1,04	0,89	0,82	0,77	0,42	-45,93%	0,91	0,47	0,56	18,02%
Deuda comercial/Pasivos	0,68	0,44	0,23	0,21	0,07	-67,75%	0,14	0,14	0,26	83,50%
Deuda Financiera/Pasivo	0,24	0,42	0,67	0,67	0,65	-2,71%	0,72	0,61	0,66	8,57%
Deuda Financiera/EBITDA	2,93	8,14	7,33	7,59	1,13	-85,09%	24,95	1,83	2,33	27,56%
Deuda Financiera/FCO	-0,42	-1,01	-2,96	-9,90	6,92	-169,88%	-4,62	6,75	3,31	-50,94%
Pasivo Corriente/Pasivo	85,30%	82,03%	58,62%	57,15%	56,64%	-0,90%	61,72%	60,30%	60,96%	1,10%
RENTABILIDAD										
ROA	0,14%	0,15%	-3,60%	-16,19%	24,16%	-249,24%	-20,02%	29,75%	17,42%	-41,45%
ROE	0,48%	0,52%	-12,77%	-50,69%	198,95%	-492,48%	-79,64%	258,75%	60,25%	-76,72%
Margen Bruto	26,05%	14,11%	16,41%	14,28%	29,05%	103,42%	11,30%	32,43%	34,13%	5,23%
Margen Neto	0,20%	0,18%	-3,91%	-14,86%	15,86%	-206,72%	-20,17%	21,17%	16,69%	-21,18%
Margen Operacional	8,60%	4,61%	7,50%	6,83%	24,09%	252,78%	4,67%	27,79%	27,92%	0,45%
Eficiencia Operativa	33,01%	32,68%	45,68%	47,82%	82,94%	73,43%	41,32%	85,69%	81,79%	-4,55%
Costo de Mercaderías/Ventas	73,95%	85,89%	83,59%	85,72%	70,95%	-17,23%	88,70%	67,57%	65,87%	-2,51%
Costo Operativo/Ventas	17,45%	9,50%	8,92%	7,45%	4,96%	-33,48%	6,63%	4,64%	6,21%	33,88%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	66,99%	67,32%	54,32%	52,18%	17,06%	-67,30%	58,68%	14,31%	18,21%	27,22%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	51,76%	52,09%	38,66%	40,77%	11,97%	-70,65%	43,82%	9,60%	12,66%	31,88%

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

En millones de guaraníes

BALANCE GENERAL	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Variación
ACTIVO	26.606	46.914	60.195	55.760	72.309	29,68%
Activo Corriente	18.040	25.991	39.030	36.883	51.391	39,34%
Disponibilidad + Inv. Temp.	90	519	3.260	623	3.165	408,03%
Créditos Netos	4.611	9.489	14.258	9.854	14.913	51,34%
Inventario	12.504	13.302	15.655	18.218	23.773	30,49%
Otros activos corrientes	835	2.681	5.857	8.188	9.540	16,51%
Activo no corriente	8.566	20.923	21.165	18.877	20.918	10,81%
Bienes de uso	7.516	18.953	18.396	16.634	14.900	-10,42%
Créditos Netos LP	-	-	986	-	5.452	n/a
Otros activos no corrientes	1.050	1.970	1.783	2.243	566	-74,77%
PASIVO	19.059	33.456	45.386	46.980	46.061	-1,96%
Pasivo corriente	16.257	27.443	26.606	26.849	26.088	-2,83%
Deuda comercial	12.867	14.831	10.428	10.059	3.181	-68,38%
Deuda bancaria y con otras entidades	1.799	8.089	11.693	11.379	10.084	-11,38%
Otras deudas	1.591	4.523	4.485	5.411	12.823	136,98%
Pasivo no corriente	2.802	6.013	18.780	20.131	19.973	-0,78%
Deuda comercial LP	-	52	34	-	-	n/a
Deuda bancaria y con otras entidades LP	2.802	5.961	18.746	20.131	19.973	-0,78%
PATRIMONIO NETO	7.547	13.458	14.809	8.780	26.248	198,95%
Capital	8.041	13.641	16.638	19.635	19.635	0,00%
Reservas	247	488	1.020	1.020	1.020	0,00%
Resultados	-741	-671	-2.849	-11.875	5.593	-147,10%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Variación
Ventas	18.282	37.424	55.380	60.750	110.166	81,34%
Costos	-13.520	-32.143	-46.290	-52.074	-78.162	50,10%
Utilidad bruta	4.762	5.281	9.090	8.676	32.004	268,88%
Gastos de Ventas	-725	-804	-1.424	-990	-1.631	64,75%
Gastos Administrativos	-2.465	-2.751	-3.514	-3.537	-3.830	8,28%
Utilidad operacional (EBITDA)	1.572	1.726	4.152	4.149	26.543	539,74%
Depreciaciones y amortizaciones	-861	-1.170	-2.853	-2.608	-2.636	1,07%
Utilidad operacional neta (EBIT)	711	556	1.299	1.541	23.907	1451,40%
Gastos financieros	-419	-841	-3.039	-5.939	-4.425	-25,49%
Utilidad ordinaria	292	-285	-1.740	-4.398	19.482	-542,97%
Resultados no operativos	-81	743	71	-3.900	-461	-88,18%
Utilidad antes de impuestos	211	458	-1.669	-8.298	19.021	-329,22%
Impuesto a la renta	-175	-389	-499	-728	-1.553	113,32%
Utilidad del ejercicio	36	69	-2.168	-9.026	17.468	-293,53%

set-20	set-21	set-22	Variación
58.921	76.358	90.779	18,89%
39.658	59.237	71.386	20,51%
3.317	2.387	561	-76,50%
12.645	20.629	15.911	-22,87%
16.682	24.654	40.679	65,00%
7.014	11.567	14.235	23,07%
19.263	17.121	19.393	13,27%
16.863	15.348	13.866	-9,66%
1.068	1.055	5.278	400,28%
1.332	718	249	-65,32%
52.958	50.540	52.671	4,22%
32.686	30.476	32.110	5,36%
7.339	7.261	13.886	91,24%
18.025	10.574	14.106	33,40%
7.322	12.641	4.118	-67,42%
20.272	20.064	20.561	2,48%
-	-	-	n/a
20.272	20.064	20.561	2,48%
5.964	25.819	38.108	47,60%
16.638	19.635	19.635	0,00%
1.020	1.020	6.613	548,33%
-11.694	5.164	11.860	129,67%
set-20	set-21	set-22	Variación
43.851	80.487	71.076	-11,69%
-38.897	-54.382	-46.817	-13,91%
4.954	26.105	24.259	-7,07%
-736	-1.231	-1.347	9,42%
-2.171	-2.505	-3.070	22,55%
2.047	22.369	19.842	-11,30%
-2.185	-2.020	-1.810	-10,40%
-138	20.349	18.032	-11,39%
-6.841	-3.594	-5.275	46,77%
-6.979	16.755	12.757	-23,86%
-1.513	1.069	-380	-135,55%
-8.492	17.824	12.377	-30,56%
-353	-785	-517	-34,14%
-8.845	17.039	11.860	-30,39%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre del 2017 al 2022, incluido los cortes trimestrales de setiembre de 2020, 2021 y 2022, así como el flujo de caja proyectado actualizado por la compañía para los siguientes años. Estas informaciones han permitido el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, sumado a la evaluación de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la firma, las cuales han sido consideradas como representativas y suficientes dentro del proceso de calificación.

La calificación de la solvencia y de los Programas de Emisión Global USD1 y G1 de ESTELAR S.A.E. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 30/21 de la Comisión Nacional de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados financieros y contables para los periodos anuales del 2017 al 2022, así como los cortes trimestrales de setiembre de 2020, 2021 y 2022.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
5. Detalles de composición y evolución de inventarios.
6. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
7. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
8. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
9. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
10. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
11. Prospectos de los Programas de Emisión Global USD1 y G1 y complementarios de las series emitidas.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados contables y financieros históricos con el propósito de evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. La cartera de créditos y calidad de activos para medir la gestión crediticia (morosidad y siniestralidad de cartera).
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de su desempeño, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
6. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Características y estructuración de la emisión de bonos bajo el PEG USD1 y G1.

La emisión de la calificación de solvencia y de los Programas de Emisión Global **PEG USD1 y G1** de **ESTELAR S.A.E.** se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 35/23.

Fecha de calificación: 23 de Junio de 2023.

Corte de Calificación: 30 de Setiembre de 2022.

Fecha de Publicación: 6 de Julio de 2023.

Certificado de Registro CNV N°: 49_31032023 y 50_31032023, ambos de fecha 31 de Marzo de 2023, y modificados por 103_27062023 y 104_27062023, ambos de fecha 27 de junio de 2023.

Calificadora: **Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos**

Edificio Atrium 3er. Piso | Dr. Francisco Morra esq. Guido Spano |

Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@syr.com.py

ESTELAR S.A.E. ESTELAR S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORIA	TENDENCIA
PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL USD1 y G1	pyBBB	ESTABLE
BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

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”.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución CNV CG N° 35/23 de la Comisión Nacional de Valores, disponibles en nuestra página web en internet.

Solventa&Riskmétrica S.A. incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

Esta calificación de riesgos no es una medida exacta sobre la probabilidad de incumplimiento de deudas, ya que no se garantiza la calidad crediticia del deudor. La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, disponibles en nuestra página web.

La calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de ESTELAR S.A., por lo cual SOLVENTA&RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2021 por la firma Baker Tilly Paraguay y del corte trimestral de Setiembre de 2022 proveído por la empresa.

Más información sobre esta calificación en:

www.syr.com.py

Calificación aprobada por: Comité de Calificación Solventa & Riskmétrica S.A.	Informe elaborado por: Econ. Luis Espínola Analista de Riesgos lespinola@syr.com.py
---	--