

ESTELAR S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G1

MONTO MÁXIMO: USD 1.000.000
MONTO MÁXIMO: Gs. 43.800.000.000

RESOLUCIÓN CNV N°:103_27062023
RESOLUCIÓN CNV N°:104_27062023

PEG USD1 y G1	SET-2024	SET-2025
CATEGORÍA	pyBBB	pyBBB
TENDENCIA	Sensible (-)	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 mantiene la calificación de **pyBBB** mejorando la tendencia a **Estable** para los Programas de Emisión Global **PEG USD1 y G1** de Estelar S.A.E. con fecha de corte al 30 de Setiembre de 2025 fundamentada en el aumento de las ventas y activos, a partir de la reestructuración interna de la cadena de suministro orientada a la centralización de compras de materia prima para las empresas relacionadas al grupo, reflejándose también en el incremento de los niveles de cartera de créditos y rentabilidad.

Asimismo, toma en cuenta los razonables niveles de solvencia patrimonial y la codeudoría de su accionista Mercoplast S.A. para las emisiones vigentes, siendo ambas empresas integrantes del grupo económico BARR, y el adecuado cumplimiento de los covenants al cierre del corte analizado.

En contrapartida, la calificación considera el aumento del endeudamiento con deuda financiera y el relativo elevado apalancamiento, y los mayores costos de financiamiento, por la expansión del volumen de negocios, sumado a los elevados niveles de operaciones con partes relacionadas a partir del modelo operativo del grupo y los menores niveles de liquidez inmediata ante el mayor dinamismo operativo y utilización intensiva del capital de trabajo.

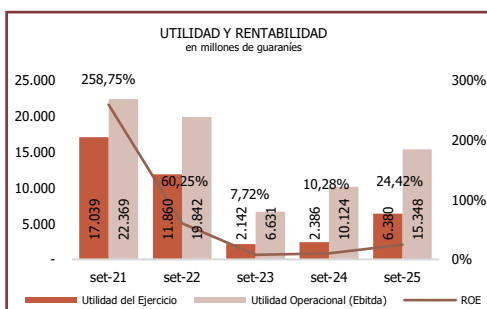
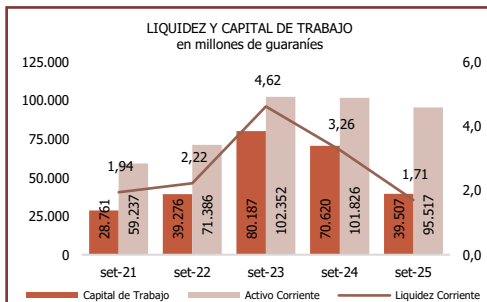
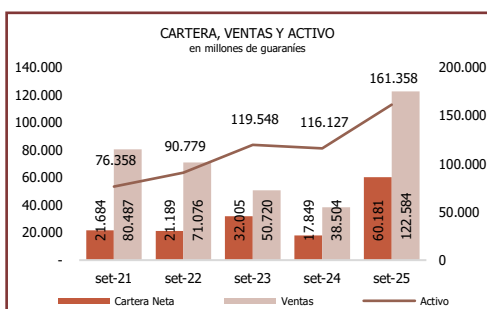
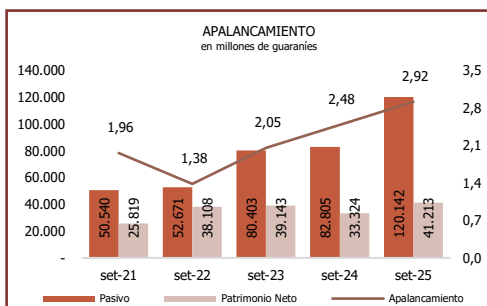
El pasivo total de la empresa creció 45,09% interanual, desde Gs. 82.805 millones en Set24 hasta Gs. 120.142 millones en Set25, mientras que el patrimonio se incrementó 23,67% hasta Gs. 41.213 millones, ante el mayor nivel de reservas facultativas con utilidades del ejercicio 2024, y el aumento de los resultados obtenidos, aunque manteniendo el mismo nivel de capital en los últimos años.

La deuda bancaria creció 3,07 veces, desde Gs. 11.665 millones en Set24 hasta Gs. 35.853 millones en Set25, lo que derivó en el aumento del ratio de apalancamiento de 2,48 a 2,92, así como en la baja de la cobertura de obligaciones a 36,54, además registrando una leve disminución de los niveles de apalancamiento financiero y del ratio de deuda/ebitda a 8,50 y 5,87, respectivamente, que siguen relativamente elevados para el tipo de negocio.

El mayor nivel de negocios generó el incremento del activo total, que creció 38,95% interanual hasta Gs. 161.358 millones en Set25, derivados principalmente del aumento de la cartera neta de créditos, que subió 3,37 veces hasta Gs. 60.181 millones. Esto ha sido acompañado por mayores operaciones crediticias con partes relacionadas, sumado a la disminución de los recursos más líquidos.

Esto derivó en la reducción de los indicadores de liquidez corriente y prueba ácida hasta 1,71 y 0,82, respectivamente, así como en la baja del ratio de efectividad desde 50,12% en Set24 a 1,48% en Set25, con un nivel de disponibilidades de Gs. 828 millones en Set25.

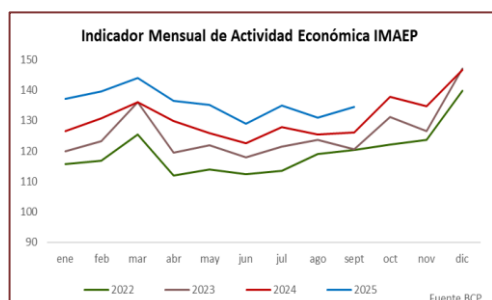
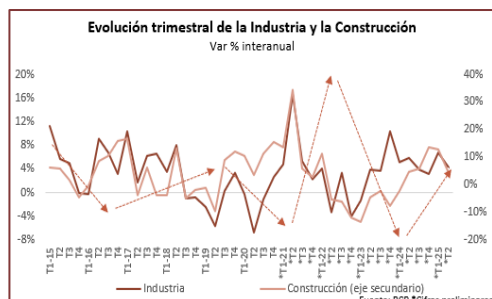
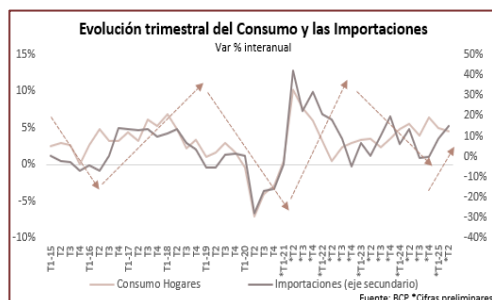
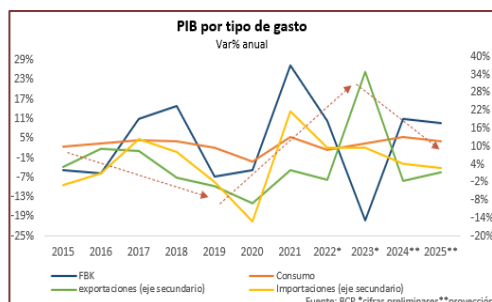
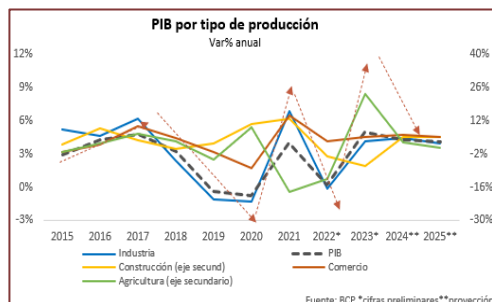
En cuanto al desempeño operativo, las ventas registraron un importante aumento interanual, de 218,37% hasta Gs. 122.584 millones Set25, impulsado por la mayor comercialización de materias primas. Esto le permitió compensar el incremento de los gastos operativos y generar un mayor resultado operativo, que creció 51,60% interanual, hasta Gs. 15.348 millones. Finalmente, si bien los gastos financieros se incrementaron 29,6% hasta Gs. 7.665 millones, la utilidad neta del ejercicio subió 167,39% hasta Gs. 6.380 millones, con un indicador de rentabilidad sobre patrimonio de 24,42%.



incremento de los gastos operativos y generar un mayor resultado operativo, que creció 51,60% interanual, hasta Gs. 15.348 millones. Finalmente, si bien los gastos financieros se incrementaron 29,6% hasta Gs. 7.665 millones, la utilidad neta del ejercicio subió 167,39% hasta Gs. 6.380 millones, con un indicador de rentabilidad sobre patrimonio de 24,42%.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia Estable refleja la adecuada expectativa sobre la situación general de Estelar S.A.E. considerando el adecuado desempeño operativo alcanzado, con mayores ventas y resultados, a partir de la reestructuración de la cadena de suministro a partes relacionadas.	- Razonable nivel de solvencia patrimonial. - Soporte financiero del grupo económico al que pertenece. - Mayores niveles de negocios, impulsada con la reestructuración interna de la cadena de suministros del grupo. - Aumento de la eficiencia operativa y resultados con mayores indicadores de rentabilidad.	- Aumento de los ratios de endeudamiento y de los costos de financiamiento, con elevado apalancamiento financiero. - Mantenimiento del mismo nivel de capital en los últimos años. - Bajos niveles de liquidez inmediata e índice de capital de trabajo. - Elevadas operaciones con partes relacionadas al grupo.

ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 se caracterizó por una fase de contracción económica, seguida por una expansión en el periodo 2016-2017. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía experimentó una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del Covid-19, con registro de bajas tasas históricas de crecimiento en todos los sectores de la economía.

En el año 2020, los sectores del comercio y la industria registraron caídas del -8,1% y -1,3%, respectivamente. Sin embargo, los más afectados por la pandemia de Covid-19 fueron las exportaciones y las importaciones, con descensos históricos del -9,0% y -15,18%. Como resultado, el PIB alcanzó un mínimo histórico de -0,8 %. A pesar de la contracción económica general, la agricultura y el sector de la construcción mostraron un desempeño positivo, con altas tasas de crecimiento del 9,0 % y 10,5 %, respectivamente. En el caso de la construcción, este crecimiento fue impulsado por el mayor dinamismo en la ejecución de obras públicas.

La contracción del periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía. Los sectores del PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas en el 2020 de -3,6% en consumo y -4,7% en la formación bruta de capital. Sin embargo, en el 2021, la economía experimentó una recuperación significativa, impulsada por la reactivación de la actividad productiva. Este repunte fue reflejado a través del desempeño positivo de sectores como el comercio y construcción, que registraron tasas de crecimiento del 14,3% y 12,8%, respectivamente, lo que contribuyó a la expansión del PIB en 4,0%.

En contraste, el sector agroexportador registró una disminución en el 2021, con una tasa negativa del sector agrícola de -18,2% y una baja tasa del sector exportador de 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%. Estos malos resultados continuaron en el 2022, con un crecimiento del PIB de solo 0,2%, condicionado por la situación económica del sector agroexportador, con tasas negativas de -12,5% y -1,6% para la agricultura y las exportaciones, respectivamente.

Las cifras correspondientes al 2023 muestran un repunte de la economía con una expansión de 5,0% del PIB, impulsado por la importante recuperación de los sectores agrícola y exportador, con tasas de crecimiento de 23,4% y 35,04% respectivamente, así como el sector agua y electricidad que aumentó 15,5%, siendo una tasa históricamente alta.

Según los datos preliminares del BCP, el PIB registró un crecimiento interanual de 5,9% en el segundo trimestre de 2025. Este resultado se explicó principalmente por el crecimiento del sector de servicios en 6,8%, electricidad y agua en 14,3% y la manufactura en 4,3%. No obstante, este desempeño favorable ha sido atenuado por la contracción del 3,1% del sector de la agricultura, explicado por la menor producción de soja. En este contexto, a Jun25 la expectativa de crecimiento del PIB por parte del BCP se revisó al alza de 4,0% a 4,4%, impulsado por el sector servicios y la mayor demanda interna.

El IMAEP experimentó un crecimiento interanual de 6,7% en Set25. Con este resultado, el crecimiento acumulado al cierre de setiembre de 2025 se ubicó en 5,8%. En el crecimiento interanual incidieron favorablemente los servicios, el sector secundario (las manufacturas) y el sector primario. El sector secundario registró un aumento interanual de 4,9% y acumuló con este resultado un crecimiento de 6,9% al cierre del mes de Set25.

Las exportaciones totales, al mes de octubre de 2025, alcanzaron un valor de USD 14.182,1 millones, 3,3% por encima de los USD 13.273,9 millones observados a octubre del año anterior. Las exportaciones registradas representaron el 67,1% del total, alcanzando USD 9.513,9 millones, inferior en 0,8% al valor acumulado a octubre del 2024. Los envíos realizados bajo el régimen de maquila alcanzaron los USD 1.098,9 millones, superior en 10,9% a lo registrado en el año 2024.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Empresa fabricante y comercializadora de tejidos plásticos y Big Bag, y con un mayor foco en la centralización de compras de materias primas para asegurar el suministro de las unidades de producción del mismo grupo

Estelar S.A.E. fue constituida el 9 de octubre de 2015 bajo la denominación de Tejidos Plásticos S.A., y en abril de 2016 adoptó su razón social actual. La empresa forma parte del Grupo Barr, un conglomerado que nuclea a Mercoplast S.A., Carmenta S.A. y Propio S.A.E. en Paraguay, además de Meplast Distribuidora de Productos Plásticos Ltda. en Brasil. Las primeras dos firmas, al igual que la compañía brasileña, operan en el rubro de plásticos, mientras que Propio S.A.E. pertenece al sector inmobiliario. Cabe señalar que Carmenta actuó como proveedora de Estelar, mientras que Meplast Ltda. operó como cliente y formó parte de la cartera de créditos.

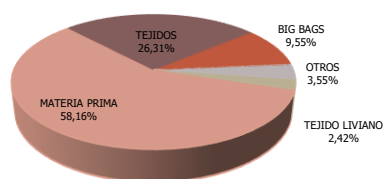
Su actividad principal consiste en la fabricación y comercialización de tejidos plásticos a base de polipropileno, utilizados para la elaboración de bolsas big bags, el envase más empleado para el transporte y almacenaje de productos a granel y residuos. Sus productos más relevantes son los tejidos, eslingas, cintillos e hilos multifilamento de polipropileno, elaborados con materias primas 100% naturales y aditivos con inhibidores UV, que protegen de la degradación por exposición prolongada al sol. Estos insumos se destinan principalmente a la confección de distintos tipos de big bags.

Opera en una planta industrial situada en Mariano Roque Alonso, a 5 km. del Aeropuerto Internacional Silvio Pettrossi. El predio cuenta con 5.936 m² distribuidos en 11 categorías, entre las cuales destacaron las áreas de Producción de Tejidos, con 3.875 m², y la de Confección, con 1.100 m². El espacio restante albergó áreas de apoyo operativo y oficinas administrativas.

Durante el 2025, se registraron importantes hitos estratégicos en términos operativos y comerciales, destacándose un nivel promedio de producción mensual de 404 toneladas de tejidos, equivalente al 94% de cumplimiento de lo planificado, con ventas que acompañaron el 100% de los producido. Asimismo, se incrementó significativamente el volumen vendido al mercado argentino, alcanzando 650 toneladas anuales (un crecimiento de 115%) y consolidando relaciones con nueve clientes estratégicos; en paralelo, se sostuvieron volúmenes estables en el mercado brasileño y se concretaron ventas con nuevos clientes claves.

Asimismo, ha intensificado su rol como importador directo de materias primas para atenuar las volatilidades de los mercados externos y asegurar de manera prioritaria materia prima para Mercoplast, mediante una reestructuración de la cadena de suministros, lo que responde al modelo operativo del grupo económico mediante operaciones crediticias y comerciales con empresas vinculadas, mediante una estrategia de centralización de compras y financiamiento intragrupo. Esto le ha permitido la optimización de los costos logísticos y de desaduanamiento, así como mejores condiciones comerciales con proveedores internacionales y el fortalecimiento de la competitividad de las unidades productivas en el mercado local.

VENTAS ANUALES POR TIPO DE PRODUCTO - SET25



Al cierre del tercer trimestre de 2025, la composición de ingresos reflejó una elevada participación de las Materias Primas, que representaron el 58,16% del total. El segundo rubro más relevante fue el de Tejidos, con el 26,31% de participación. En conjunto, estos dos productos principales concentraron más del 84% de los ingresos, lo que reveló una focalización en productos estratégicos con alta rotación y fuerte demanda.

Los productos restantes registraron participaciones menores: Big Bags alcanzaron 9,55% de las ventas, el rubro Otros (eslingas, cintillos e hilos multifilamento) aportó 3,55% y el Tejido Liviano representó 2,42%.

El total general de ventas ascendió a Gs. 122.584 millones, donde la modalidad de créditos dominó las operaciones comerciales con el 95,69% del total (Gs. 117.300 millones), en tanto que las ventas al contado representaron el 4,31% restante, totalizando Gs. 5.284 millones. Con respecto al destino, las ventas locales alcanzaron Gs. 88.895 millones (72,52%), mientras que las exportaciones sumaron Gs. 33.689 millones (27,48%). Cabe mencionar que, del total de las facturaciones, las devoluciones ascendieron a Gs. 6.121 millones.

La empresa estableció un procedimiento comercial basado en canales segmentados según el destino de los productos (mercado nacional o regional). La mayor parte de las ventas se concretó mediante comunicación directa entre vendedores y clientes vía llamadas telefónicas, en las que se detallaron el catálogo, las cantidades, la forma de pago y la logística de entrega. Estelar

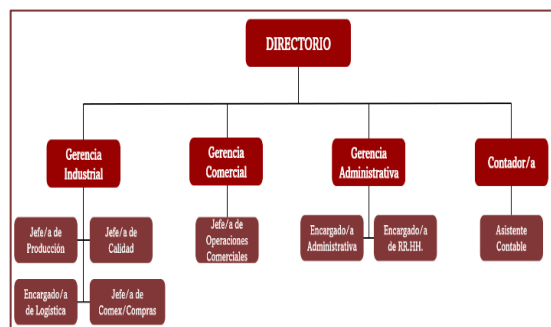
también mantuvo su flota de vehículos para gestiones administrativas y comerciales; no obstante, los clientes conservaron la opción de gestionar y costear su propio transporte.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Propiedad bajo control de sus dos accionistas, una de ellas perteneciente al mismo grupo empresarial, con una activa participación en la dirección y en el desarrollo de los negocios

PLANA ACCIONARIA - SET25			
ACCIONISTAS	Cantidad de Acciones	Monto Integrado	% Particip. en capital
Mercoplast S.A.	9.818	9.818.000.000	50,003%
Galuner S.A.	9.817	9.817.000.000	49,997%
Acciones Ordinarias Voto Simple	19.635	19.635.000.000	100%
Total Acciones Emitidas	19.635	19.635.000.000	100%

DIRECTORIO – SET25	
Cargo	Nombre y Apellido
Presidente	Blas Atilio Reguera Riquelme
Vicepresidente	Franco Bruno La Valle
Director Titular	Fernando Gadea
Director Suplente	Leticia Martínez Blasco
Director Suplente	Alberto Fabián Portillo
Síndico Titular	Marcelo González Grau
Síndico Suplente	Selva Castiñeira



La estructura de propiedad de la sociedad se mantuvo sin modificaciones respecto a periodos anteriores y quedó distribuida equitativamente entre dos accionistas al cierre de Set25, quienes poseyeron el 100% del paquete accionario.

La composición accionaria estuvo integrada por los accionistas empresariales Mercoplast S.A. (una empresa perteneciente al Grupo BARR) y Galuner S.A. (de origen indio). Cada uno participó con el 50,0% del capital integrado, equivalente a 9.818 acciones y 9.817 acciones, respectivamente, totalizando 19.635 acciones ordinarias de voto simple.

En relación con el capital integrado, este permaneció estable en Gs. 19.635 millones durante los dos últimos años analizados. Cabe señalar que la compañía no cuenta con una política formal de capitalización y fortalecimiento patrimonial, pero ha adoptado como práctica la no distribución de utilidades entre los accionistas. Como resultado, dichas utilidades se destinaron íntegramente a las reservas, con el fin de fortalecer el patrimonio y servir como base para una eventual capitalización futura.

En cuanto a la distribución de cargos, la sociedad está dirigida y administrada por un Directorio designado por la Asamblea de Accionistas. Al cierre de Set25, y conforme al Acta N° 19 del 08 de abril de 2025, el Directorio quedó encabezado por su Presidente, Blas Atilio Reguera Riquelme, acompañado por el Vicepresidente, Franco Bruno La Valle.

La estructura de gobierno se completó con el Director Titular, Fernando Gadea, y los Directores Suplentes, Leticia Martínez Blasco y Alberto Fabián Portillo. En materia de fiscalización, el equipo de control estuvo integrado por Marcelo González Grau como Síndico Titular y Selva Castiñeira como Síndico Suplente, que aseguró una supervisión integral de las funciones corporativas.

Con respecto a la Plana Ejecutiva correspondiente al ejercicio 2025, esta quedó integrada por Juan José Bernie como Gerente Industrial, responsable de las operaciones de producción; mientras que la gestión operativa central estuvo a cargo de Javier Fariña, en su rol de Gerente de Operaciones. Las áreas de soporte comercial y administrativo quedaron bajo la responsabilidad de Alberto Portillo como Gerente Comercial y de Mirian Giménez como Gerente Administrativa, respectivamente. La función financiera y de control recayó en Fátima González, quien desempeñó el cargo de Contadora.

El organigrama institucional presentó una estructura jerárquica encabezada por el Directorio, del cual dependieron directamente cuatro áreas funcionales principales. La Gerencia Industrial supervisó la producción y la logística mediante los Jefes de Producción, Calidad, Comex/Compras y el Encargado de Logística. La Gerencia Comercial administró las operaciones a través del Jefe de Operaciones Comerciales; y la Gerencia Administrativa, se encargó de las funciones administrativas y de Recursos Humanos (RR.HH.). Por último, el área financiera quedó bajo responsabilidad de la Contadora, apoyada por un Asistente Contable.

La plantilla total de la organización ascendió a 284 funcionarios en Set25, con una marcada concentración en el área operativa. El Departamento de Producción fue el de mayor envergadura, con 254 empleados. Le siguieron el área de Administración Corporativa, con 16 funcionarios; y Administración General, con 7 empleados. Las áreas de soporte y venta tienen una estructura más pequeña, con 4 funcionarios en el área Comercial y 3 funcionarios dedicados a Logística.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Gestión operativa en constantes procesos de ajustes, enfocados en procedimientos para el desarrollo del negocio de fabricación y venta de tejidos plásticos

En términos de gestión operativa, la empresa mantuvo sus procesos de comercialización y logística de productos, que inician con la negociación entre el área comercial y el cliente para establecer los detalles del pedido, el precio, el costo del flete y el seguro hasta el destino final. Posteriormente, se realiza la planificación de la producción y se informa al cliente sobre la fecha estimada de entrega; una vez confirmado el pedido y generada la documentación necesaria, como la proforma y la nota de pedido, se inicia la fabricación.

Días antes de finalizar este proceso, se coordina un trabajo conjunto entre el área comercial, el departamento de comercio exterior (Comex), para ventas internacionales y el área de logística. Este enfoque se complementó con un sólido énfasis en la calidad, donde la jefatura del área opera bajo un marco de políticas que detallan los procesos realizados por el laboratorio y sus analistas para garantizar productos durables y de alta resistencia.

Para ello, la compañía contó con un parque de maquinarias especializado que realizó ensayos de tracción en tejidos, análisis de pureza mediante contenido en cenizas y pruebas de resistencia ambiental con un acelerador climático que simuló ciclos de condensación y exposición UV. En términos de gestión de riesgos, dispuso de pólizas de seguros que cubren su flota vehicular y su infraestructura edilicia contra incendios, lo que garantiza la continuidad operativa ante escenarios adversos.

El proceso de ventas a crédito incluye la solicitud de documentación respaldatoria y la revisión del historial comercial del cliente. Según el volumen de la transacción, se programan visitas físicas a las instalaciones del comprador para verificar su infraestructura, información con la cual el área comercial elabora un perfil detallado que es evaluado por el departamento de finanzas. En el caso de las exportaciones, las transacciones se negocian en dólares americanos; para operaciones iniciales, se exige un pago anticipado al embarque y el plazo máximo de crédito otorgado es de 60 días.

La empresa cuenta con una Política de Gestión de Riesgo de Liquidez, el cual establece el marco normativo para garantizar el cumplimiento oportuno de sus obligaciones. A nivel estratégico, se establece como objetivo mantener un ratio de liquidez corriente superior a 1 al cierre de cada ejercicio, complementado con una planificación mensual basada en flujos de caja con saldos positivos y un control operativo diario de saldos bancarios y vencimientos.

La gestión se apoya en la centralización y actualización permanente de la información financiera, bajo la responsabilidad del encargado de Finanzas, y en caso de observarse posibles descalces, se procede a negociar descuentos por pagos anticipados con clientes.

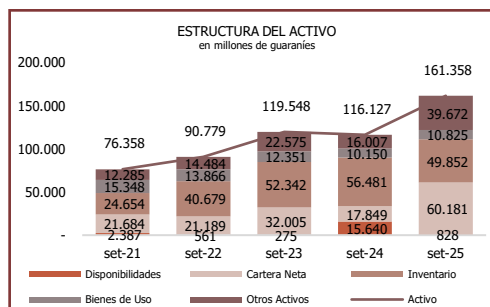
En cuanto al ámbito de control, si bien la organización cuenta con un contador interno, se identifica la oportunidad de formalizar planes anuales y procedimientos de ejecución, apoyándose actualmente en Baker Tilly Paraguay para la auditoría externa tributaria y contable.

Por su parte, la estructura tecnológica satisfizo los requerimientos operativos mediante una red LAN protegida por equipos Fortinet, tráfico de información vía VPN y una infraestructura de servidores HP con respaldo de UPS, todo administrado exclusivamente por el departamento de TI. En tanto, la seguridad de la información se gestionó a través del ERP Inventiva, un sistema integrado que cubre todas las áreas y permite procesar informes de gestión y estados de resultados, respaldado por una política de backups diarios automáticos y semanales en discos externos.

SITUACIÓN FINANCIERA

ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Estructura de activos con una alta participación de la cartera neta de créditos y el inventario, aunque con una disminución de los recursos líquidos y los créditos vencidos, que resulto en la reducción de la morosidad

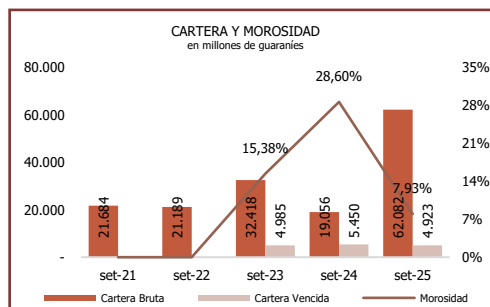


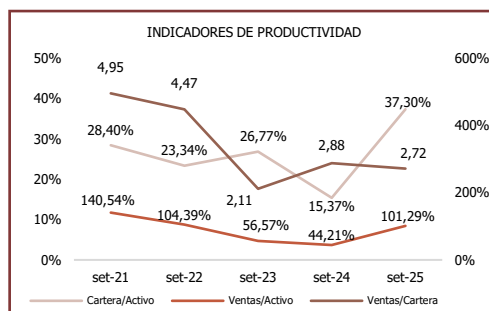
Los activos totales de la empresa mostraron una recuperación en el periodo analizado, ya que aumentaron 38,95% al pasar de Gs. 116.127 millones en Set24 a Gs. 161.358 millones en Set25. Esta mejoría respondió, principalmente, al crecimiento de la cartera neta de créditos, que subió 2,37 veces de Gs. 17.849 millones a Gs. 60.181 millones y se convirtió en el componente más relevante de la estructura del activo.

El aumento de la cartera neta se explicó por mayores ventas a créditos en moneda extranjera, que crecieron 2,24 veces la pasar de Gs. 6.014 millones a Gs. 19.514 millones. Como resultado, el indicador que mide la participación de la cartera dentro del activo total subió de 15,37% a 37,30%, lo que mostró un mayor peso del negocio crediticio dentro de la estructura total.

Asimismo, los otros activos aumentaron 1,48 veces de Gs. 16.007 millones a Gs. 39.672 millones y representaron 24,59% del total, incremento originado por mayores préstamos a terceros, cuyo saldo llegó a Gs. 22.336 millones. Los bienes de uso también registraron un leve aumento, ya que pasaron de Gs. 10.150 millones a Gs. 10.825 millones.

Por otro lado, algunos componentes del activo disminuyeron y limitaron un mayor crecimiento del total. Las disponibilidades (recursos líquidos mas inversiones) cayeron 94,71% de Gs. 15.640 millones a Gs. 828 millones. El inventario, que en el periodo anterior fue el principal componente del activo, disminuyó 11,74% de Gs. 56.481 millones a Gs. 49.852 millones, debido principalmente al descenso de las materias primas, que bajaron 64,88% hasta Gs. 8.013 millones. Con ello, el inventario representó 30,90% del total de activos.





En cuanto a la calidad de cartera, los créditos vencidos descendieron 9,67% de Gs. 5.450 millones a Gs. 4.923 millones, que junto con el fuerte crecimiento de la cartera bruta, redujo la morosidad de 28,60% a 7,93%.

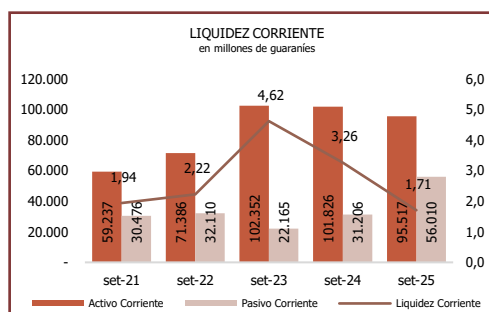
Asimismo, el indicador de morosidad respecto al patrimonio también disminuyó de 16,35% a 11,95%. No obstante, la empresa incrementó sus provisiones en 57,50%, al pasar de Gs. 1.207 millones a Gs. 1.901 millones y con ello, el indicador de cobertura de provisiones mejoró al subir de 22,15% a 38,61%.

En términos de productividad, el indicador de ventas en relación con la cartera de créditos disminuyó levemente de 2,88 en Set24 a 2,72 en Set25, mientras que el ratio ventas/activo aumentó de 44,21% a 101,29%, lo que mostró una mayor

eficiencia en el uso de los recursos y una mejor gestión de activos.

LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Menores niveles de liquidez producto de una disminución de los recursos disponibles y un deficitario flujo operativo, sumado al aumento del endeudamiento financiero



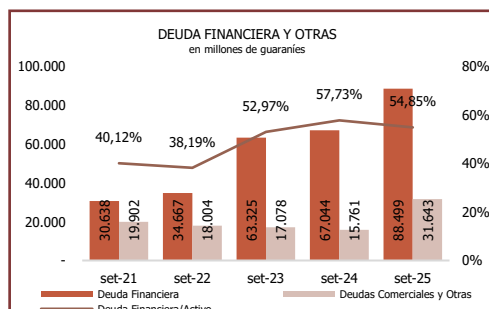
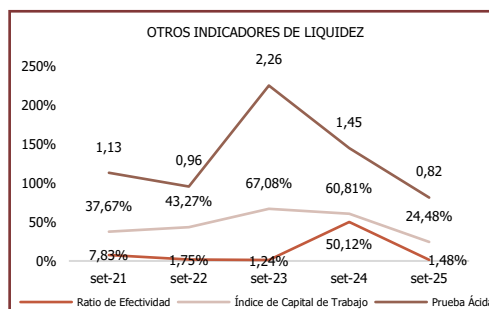
Al cierre del tercer trimestre del 2025, los activos corrientes de Estelar disminuyeron 6,20% de Gs. 101.826 millones a Gs. 95.517 millones, aunque mantuvieron una participación del 59,20% dentro del activo total.

Esta reducción respondió, principalmente, al descenso total de las inversiones temporales, cuyo saldo en 2024 fue de Gs. 12.249 millones. Sin embargo, este descenso fue parcialmente compensado por el aumento de la cartera de créditos de corto plazo, que alcanzó Gs. 38.576 millones.

Por su parte, el pasivo corriente aumentó 79,48% al pasar de Gs. 31.206 millones hasta Gs. 56.010 millones, impulsado por un mayor endeudamiento bancario, cuyo saldo alcanzó Gs. 26.445 millones y representó una subida de 1,27 veces.

Como resultado, al cierre de Set25, la empresa registró un nivel de liquidez corriente de 1,71 veces respecto a sus deudas de corto plazo, muy por debajo del valor de 3,26 registrado en Set24. De igual manera, la prueba ácida, que excluye la participación de los inventarios, disminuyó de 1,45 a 0,82.

En cuanto a los demás indicadores de liquidez, el Índice de Capital de Trabajo descendió de 60,81% en Set24 a 24,48% en Set25, mientras, que el ratio de efectividad, que mide los recursos líquidos disponibles, disminuyó de 50,12% a 1,48%, explicado principalmente por una reducción de 94,71% de las disponibilidades (efectivo e inversiones temporales), que pasaron de Gs. 15.640 millones a Gs. 828 millones.



Cabe señalar que la disminución de la liquidez inmediata se ha dado en un contexto de mayor dinamismo operativo y la utilización intensiva de capital de trabajo, acompañado de una mejora del ciclo operacional y una reducción marcada del periodo promedio de cobro.

Al respecto, si bien el nivel de cobranzas aumentó de Gs. 31.549 millones en Set24 hasta Gs. 96.312 millones en Set25, fue contrarrestado por una mayor proporción de deudas con proveedores, que derivó en un flujo operativo deficitario de Gs. -16.297 millones.

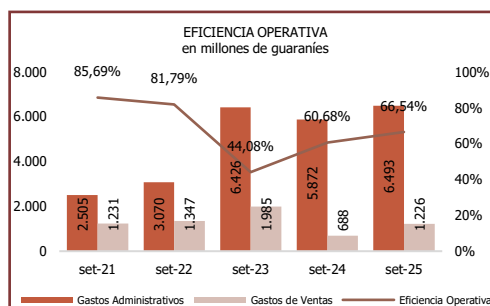
Con relación a su estructura de fondeo, la empresa financió sus operaciones principalmente mediante deudas financieras, compuestas por préstamos bancarios y fondos captados a través de la emisión de bonos en el mercado de capitales. Estas obligaciones representaron 73,66% del pasivo total, con una concentración del 68,00% en el largo plazo y el 32,00% restante en el corto plazo.

A pesar del incremento en el monto de las deudas financieras, el indicador de endeudamiento financiero, que compara dichas obligaciones con los activos totales, disminuyó levemente de 57,73% en Set24 a 54,85% en Set25, que reflejó una ligera reducción en la participación de recursos financieros dentro del financiamiento de los activos.

Por otra parte, las deudas comerciales y otras obligaciones también aumentaron durante el periodo evaluado, elevando su participación dentro del pasivo total de 19,03% a 26,34%. Estas obligaciones se concentraron mayoritariamente en el corto plazo (87,51%).

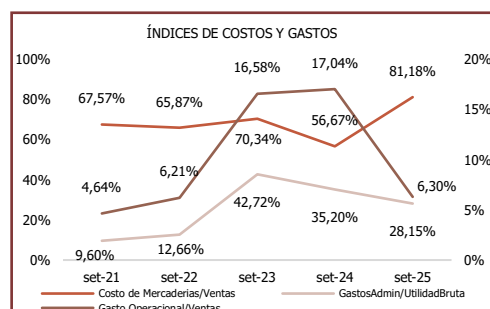
GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Mayor eficiencia operativa por el mejor desempeño utilidad bruta, sumado a una mejora del ciclo operacional, aunque con una estructura de gastos operativos en crecimiento



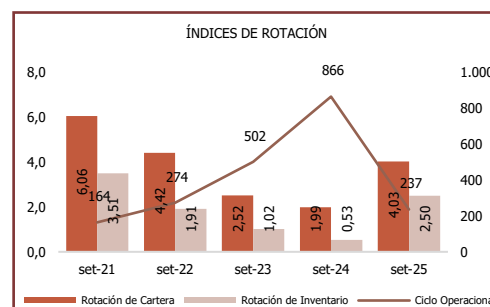
Los gastos administrativos constituyeron la principal estructura de gastos operativos, con una participación del 84,12% del total. En el periodo evaluado, aumentaron 10,58%, de Gs. 5.872 millones en Set24 a Gs. 6.493 millones en Set25, impulsados por mayores erogaciones en otros gastos administrativos, que alcanzaron Gs. 1.306 millones, y por un incremento en los pagos por comisiones y gastos a entidades no bancarias, que ascendieron a Gs. 1.621 millones.

Por su parte, los gastos de ventas aumentaron de Gs. 688 millones a Gs. 1.226 millones y representaron el 15,88% restante de la estructura total. El incremento se explicó por el mayor gasto en fletes, que subió a Gs. 441 millones, acompañado de un incremento en los gastos de comercialización, que alcanzaron Gs. 165 millones.



Como resultado, el indicador de eficiencia operativa se incrementó de 60,68% en Set24 a 66,54% en Set25, manteniendo la tendencia creciente del periodo anterior y explicado por la mejora tanto en la utilidad operacional como la utilidad bruta.

Asimismo, la presión de los gastos operacionales sobre las ventas se redujo de 17,04% a 6,30%, debido a su menor peso relativo en el periodo evaluado. De igual manera, la relación de Gastos Administrativos/Utilidad Bruta disminuyó de 35,20% a 28,15%, a pesar del aumento de 10,58% en los gastos administrativos, lo cual se explicó por el mayor crecimiento de la utilidad bruta.



Por el contrario, la relación entre el costo de mercaderías vendidas y las ventas se elevó de 56,67% a 81,18%, que indicó que los costos crecieron en mayor proporción que las ventas.

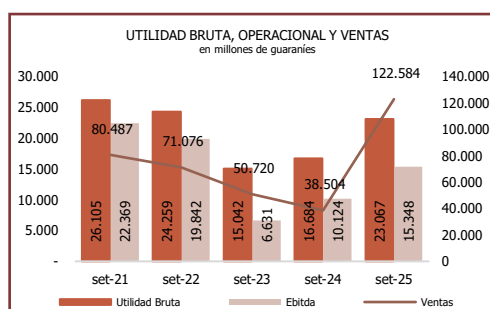
Respecto a los índices de rotación, el ciclo operacional registró una mejora, de 866 días a 237 días. Esta variación se explicó, en parte, por el aumento de la rotación de cartera, que subió de 1,99 a 4,03 e indicó una mayor eficiencia en la recuperación de créditos.

Esta mejora se confirmó con la reducción del periodo promedio de cobro (PPC), que disminuyó de 183 a 91 días, reduciendo el tiempo en que el efectivo permaneció inmovilizado.

En cuanto a la rotación de inventario, esta aumentó de 0,53 a 2,50, que reflejó un mayor dinamismo en la salida de productos. Este efecto vino acompañado de una disminución del periodo promedio de pago (PPP), que pasó de 121 a 44 días, que implicó una mayor necesidad de capital operativo por la salida de efectivo más rápida hacia los proveedores.

UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Razonables niveles de utilidad debido al gran desempeño de las ventas, aunque con menores márgenes de rentabilidad causada por el mayor aumento de los costos y gastos respecto al precio de venta.



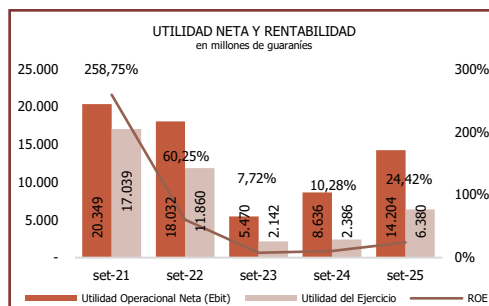
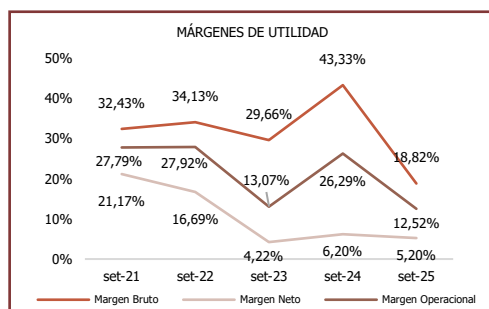
Las ventas de la empresa registraron un incremento de 2,18 veces, al pasar de Gs. 38.504 millones en Set24 a Gs. 122.584 millones en Set25, impulsadas por el significativo aumento en las ventas de materias primas, que crecieron 15,83 veces, de Gs. 4.361 millones a Gs. 73.376 millones.

Este comportamiento estuvo acompañado por un aumento proporcionalmente mayor de los costos de ventas, que crecieron 3,56 veces, de Gs. 21.820 millones a Gs. 99.517 millones.

Dicho incremento fue explicado por la subida de los costos vinculados a materias primas, que aumentaron 22,93 veces, de Gs. 2.526 millones a Gs. 60.474 millones.

En consecuencia, la utilidad bruta creció 38,26%, de Gs. 16.684 millones en Set24 a Gs. 23.607 millones en Set25. No obstante, el mayor dinamismo relativo de los costos de ventas generó una contracción del margen bruto, que disminuyó de 43,33% a 18,82%, ubicándose debajo de promedio histórico (24,71%).

La mayor actividad comercial también se reflejó en la utilidad operacional (EBITDA), que aumentó 51,60%, de Gs. 10.124 millones a Gs. 15.348 millones. Sin embargo, este crecimiento no logró compensar la reducción del margen operacional,



que descendió de 26,29% a 12,52%, explicado principalmente por la menor eficiencia en el margen bruto, dado que los costos de ventas crecieron en mayor proporción que los ingresos.

Los componentes restantes que afectaron la utilidad del ejercicio mostraron trayectorias mixtas. Entre los factores negativos se registraron el incremento de los costos financieros, que aumentaron 29,67% hasta Gs. 7.665 millones, y por el mayor pago de impuestos a la renta, que alcanzó Gs. 1.074 millones.

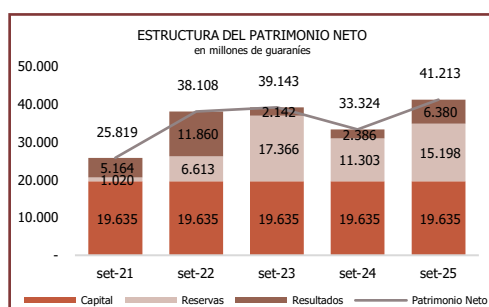
No obstante, estos efectos fueron parcialmente compensados por la disminución del 23,12% en las depreciaciones, que se redujeron a Gs. 1.144 millones, y por la recuperación de los resultados no operativos, que pasaron de una cifra deficitaria de Gs. -225 millones en Set24 a un resultado positivo de Gs. 915 millones en Set25.

Como resultado, la utilidad neta del ejercicio aumentó 1,67 veces, de Gs. 2.386 millones a 6.380 millones, aunque, este crecimiento no evitó la disminución del margen neto, que pasó de 6,20% a 5,20% en el mismo periodo, afectado por el descenso en los márgenes operativos.

A pesar de ello, los indicadores de rentabilidad mostraron mejoras significativas, el retorno sobre el patrimonio (ROE) aumentó de 10,28% a 24,42%, mientras que la rentabilidad sobre los activos (ROA) subió de 2,74% a 5,27% y reflejó un mejor aprovechamiento de los recursos financieros y operativos de la empresa.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

Recuperación del nivel patrimonial debido a los mejores resultados del ejercicio, aunque con una menor solvencia, mayor endeudamiento y reducción de la cobertura de obligaciones



Al cierre del tercer trimestre del 2025, el patrimonio neto de la empresa mostró una recuperación respecto al año anterior, aumentando 23,67%, de Gs. 33.324 millones en Set24 a Gs. 41.213 millones en Set25 y su estructura estuvo compuesta principalmente por el capital integrado (47,64%), las reservas (36,88%) y los resultados (15,48%).

La recuperación patrimonial se explicó principalmente por el aumento de los resultados del ejercicio, que crecieron 1,67 veces, de Gs. 2.386 millones a Gs. 6.380 millones en el mismo periodo.

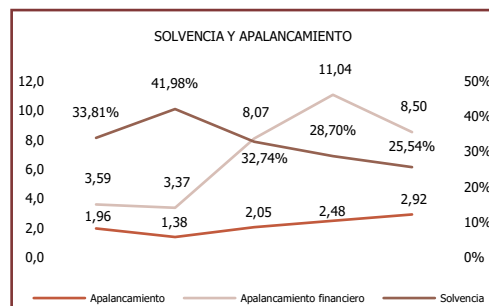
Asimismo, las reservas de la empresa crecieron 34,46%, de Gs. 11.303 millones a Gs. 15.198 millones, impulsadas por la decisión de los propietarios de no distribuir las utilidades correspondientes al ejercicio 2024 y destinarlas a reservas legal (5%) y reservas facultativas (95%), según consta en el Acta de Asamblea N° 19 del 08 de abril de 2025. En tanto, el principal componente del patrimonio, el capital integrado, se mantuvo en Gs. 19.635 millones en los últimos años.

Cabe señalar que el mantenimiento del capital integrado se complementa con una política sostenida de no distribución de utilidades, destinando los resultados a reservas legales y facultativas, lo que ha permitido el fortalecimiento del patrimonio neto, preservando la estructura accionarial de la empresa.

En términos de obligaciones, los pasivos totales aumentaron 45,09%, de Gs. 82.805 millones en Set24 a Gs. 120.142 millones en Set25, concentrándose principalmente en deudas financieras (73,66%), seguidas por deudas comerciales (13,51%) y otras deudas (12,83%).

La empresa financia sus operaciones principalmente mediante deudas financieras, que aumentaron 32,00%, de Gs. 67.044 millones en Set24 a Gs. 88.499 millones en Set25, impulsadas por el mayor volumen de obligaciones bancarias de corto plazo, que crecieron 1,27 veces hasta totalizar Gs. 26.445 millones.

Cabe señalar que el crecimiento de la deuda financiera ha estado asociado al proceso de expansión del volumen de negocios y a la reestructuración interna de la cadena de suministro del grupo orientados al crecimiento de las ventas y



mejoras de los niveles de eficiencia operativa, cobertura de intereses y relación de deudas/ventas.

Por su parte, las deudas bursátiles de largo plazo se mantuvieron prácticamente constante, con una mínima disminución de 1,60%, al pasar de Gs. 51.599 millones a Gs. 50.771 millones. A pesar del incremento en las deudas financieras, el indicador de apalancamiento financiero disminuyó de 11,04 a 8,50 veces.

También se registró un aumento en el endeudamiento comercial, que subió 65,40%, de Gs. 9.814 millones a Gs. 16.232 millones, impulsado por mayores obligaciones con proveedores del exterior, que aumentaron 1,42 veces, de Gs. 5.295 millones a Gs. 12.820 millones.

Por su parte, las otras deudas aumentaron 1,59 veces, de Gs. 5.947 millones a Gs. 15.411 millones, explicado por mayores impuestos a pagar, retenciones de IVA e IPS y cheques diferidos a pagar. De esta manera, a pesar del aumento del patrimonio neto, el indicador de solvencia patrimonial disminuyó de 28,70% en Set24 a 25,54% en Set25, debido a que el crecimiento de las deudas superó al del patrimonio.

En esta línea, el índice de apalancamiento general (Pasivo/Patrimonio Neto) aumentó de 2,48 a 2,92 veces, mientras que el nivel de endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total), pasó de 71,31% a 74,46%, que indicó que un mayor porcentaje de los activos de la empresa se financia con recursos ajenos.

En cuanto a los indicadores de capacidad de pago, la relación Deuda Total/Ebitda disminuyó de 6,13 a 5,87 veces, evidenciando un menor nivel de endeudamiento en relación con la capacidad operativa de generación. Asimismo, la relación Deuda/Ventas descendió de 1,61 a 0,74 veces, que señaló un menor peso del endeudamiento respecto al volumen de negocios. Por otro lado, la cobertura de gastos financieros aumentó de 1,71 a 2,00 veces y reflejó un mayor margen de seguridad para el pago de intereses, mientras que la cobertura de obligaciones disminuyó de 43,26% a 36,54%.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO					
En millones de Gs.					
INGRESOS Y EGRESOS	2026	2027	2028	2029	2030
Cobranzas	177.546	193.855	209.121	217.942	227.392
Ingresos Operativos	177.546	193.855	209.121	217.942	227.392
Pago a proveedores	-98.585	-112.799	-118.785	-125.131	-131.861
Gastos de ventas	-6.032	-6.334	-6.650	-6.983	-7.332
Gastos de administración	-2.171	-2.333	-2.455	-2.553	-2.673
Impuesto	-5.780	-5.648	-5.648	-5.648	-5.648
Egresos Operativos	-112.568	-127.112	-133.538	-140.315	-147.513
Inversiones	-39.300	-46.100	-42.500	-54.700	-63.500
FLUJO OPERATIVO	25.678	20.642	33.083	22.928	16.379
Préstamos Financieros	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	0	0	0	0	0
Amortizaciones de Préstamos Bancarios	-4.596	-262	0	0	0
Amortizaciones de Bonos	-7.315	0	-21.622	-23.991	-1.721
Intereses Bancarios	-5.903	-4.466	-3.698	-3.234	-2.831
Intereses Bonos	-6.581	-6.044	-5.993	-989	-77
Egresos Financieros	-24.395	-10.772	-31.314	-28.214	-4.629
FLUJO FINANCIERO	-24.395	-10.772	-31.314	-28.214	-4.629
FLUJO DE CAJA	1.283	9.870	1.769	-5.286	11.750
Saldo inicial	804	2.087	11.958	13.727	8.441
FLUJO FINAL ACUMULADO	2.087	11.958	13.727	8.441	20.191

Estelar S.A.E. actualizó su flujo de caja proyectado para el periodo 2026-2030, coincidente con los vencimientos de los programas PEG USD1 y del PEG G1. La proyección se apoya en un escenario de crecimiento sostenido de la actividad operativa y continua generación interna de fondos, sin incorporar nuevas fuentes de financiamiento, lo que evidencia una estrategia gradual de normalización de apalancamiento con el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

En materia de ingresos, las cobranzas muestran una estimación creciente, desde Gs. 177.546 millones en 2026 a Gs. 227.392 millones en 2030, lo que representa una tasa promedio de crecimiento anual de 6,40%, impulsado principalmente por la expansión de las ventas de tejidos, big bags, y otros productos. Considerando que estos niveles se encuentran por encima de sus registros históricos, su realización depende de la expansión de su capacidad productiva y operativa de la compañía.

Respecto a la estructura de costos y gastos, los egresos operativos presentan una tendencia creciente a lo largo del periodo analizado. Esta evolución se explica fundamentalmente por el comportamiento de los pagos a proveedores por la compra de materia prima, que aumentan desde Gs. 98.585 millones en Set24 hasta Gs. 131.861 millones en 2030, en línea con el mayor nivel de actividad productiva. Asimismo, los gastos operativos, compuestos por gastos de administración y de ventas, se incrementan desde Gs. 13.983 millones hasta Gs. 15.652 millones.

En términos relativos, el crecimiento de los egresos de la compañía acompaña el aumento de los ingresos, permitiendo sostener márgenes operativos razonables, aunque con una leve presión en los últimos años de la serie. Además, se proyecta la realización de inversiones en activos fijos en todos los ejercicios analizados, los cuales generan una mayor exigencia sobre el flujo de caja operativo.

No obstante, dichas inversiones estarían orientadas principalmente al mantenimiento y fortalecimiento de la capacidad productiva, contribuyendo a sostener el crecimiento de los ingresos y mantener el flujo operativo positivo en todos los periodos.

En el ámbito financiero, el nuevo flujo de caja ya no contempla financiamiento adicional mediante préstamos bancarios o emisiones de bonos, lo que denota una estrategia de desapalancamiento gradual. De esta forma, el cumplimiento de las obligaciones financieras exclusivamente de la generación de caja operativa y de los saldos acumulados.

Por su parte, los egresos financieros se encuentran determinados por el calendario de vencimientos de los bonos vigentes, con relevantes crecimientos en los años 2028 y 2029, asociados a amortizaciones de capital de las series de ambos programas vigentes.

Como resultado, el flujo de caja anual se mantiene positivo en cuatro de los cinco años proyectados, siendo negativo en el 2028, el cual constituye el periodo de mayor exigencia financiera del horizonte analizado. Sin embargo, se prevé que los saldos acumulados de ejercicios previos permitan absorber el impacto sin comprometer la continuidad operativa, aunque es importante resaltar que se proyectan saldos acumulados superiores a sus registros históricos.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
Emisor	ESTELAR S.A.E.
Denominación del Programa	PEG USD1
Acta de Aprobación	Acta de Directorio N° 67/22 del 06 de Febrero de 2023 y su Acta Complementaria N° 68 del 17 de Marzo de 2023. Rectificado por el Acta de Directorio N° 73 del 31 de Mayo 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	De 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años), depende de cada serie emitida.
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.
Pago de Capital e Intereses	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Tasa de interés	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Rescate Anticipado	El Directorio de la sociedad está facultado para realizar rescates anticipados (parciales o totales) de los valores emitidos, de acuerdo con la Ley 5810/2017 y la Resolución BVA N° 3090/24, siempre y cuando se respete la normativa de la Bolsa de Valores de Asunción y las condiciones específicas que deben estar detalladas en las Actas de Emisión de cada Serie.
Garantía	Común, a sola firma.
Agente organizador y colocador	PUENTE Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	MERSÁN Abogados S.R.L.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG USD1: MONTO AUTORIZADO USD. 1.000.000.-								
Registro según Certificado de la SIV N° 49 del 31 de marzo de 2023, modificado por Certificado N° 103 del 27 de junio de 2023.								
Registro según Resolución de la BVPASA N° 2641/23 del 03 de abril de 2023, modificado por Resolución N° 2717/23 del 29 de junio de 2023.								
Fecha	Serie	Emitido USD.	Colocado USD.	Vencido USD.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente USD.
12-abr-23	1	336.000	336.000	0	8,50%	5-abr-28	5,0	336.000
12-abr-23	2	231.000	231.000	0	9,00%	3-abr-30	7,0	231.000
4-jul-23	3	433.000	433.000	0	9,00%	5-jul-28	5,0	433.000
		1.000.000	1.000.000	0				1.000.000

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
Emisor	ESTELAR S.A.E.
Denominación del Programa	PEG G1
Acta de Aprobación	Acta de Directorio N° 67/22 del 06 de Febrero de 2023 y su Acta Complementaria N° 68 del 17 de Marzo de 2023. Rectificado por el Acta de Directorio N° 73 del 31 de Mayo 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	De 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años), depende de cada serie emitida.
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.
Pago de Capital e Intereses	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Tasa de interés	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Rescate Anticipado	El Directorio de la sociedad está facultado para realizar rescates anticipados (parciales o totales) de los valores emitidos, de acuerdo con la Ley 5810/2017 y la Resolución BVA N° 3090/24, siempre y cuando se respete la normativa de la Bolsa de Valores de Asunción y las condiciones específicas que deben estar detalladas en las Actas de Emisión de cada Serie.
Garantía	Común, a sola firma.
Agente organizador y colocador	PUENTE Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	MERSÁN Abogados S.R.L.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG G1: MONTO AUTORIZADO GS. 43.800.000.000.-								
Registro según Certificado de la SIV N° 50 del 31 de marzo de 2023, modificado por Certificado N° 104 del 27 de junio de 2023.								
Registro según Resolución de la BVPASA N° 2640/23 del 03 de abril de 2023, modificado por Resolución N° 2717/23 del 29 de junio de 2023.								
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
12-abr-23	1	7.400.000.000	7.400.000.000	0	13,50%	7-oct-26	3,5	7.400.000.000
12-abr-23	2	14.800.000.000	14.800.000.000	0	14,00%	4-oct-28	5,5	14.800.000.000
4-jul-23	3	21.600.000.000	21.600.000.000	0	14,00%	3-ene-29	5,5	21.600.000.000
		43.800.000.000	43.800.000.000	0				43.800.000.000

ESTELAR S.A.E. aprobó la emisión y colocación de títulos de deuda bajo el esquema del Programa de Emisión Global USD1 por un monto máximo de USD 1.000.000 millones y bajo el Programa de Emisión Global G1 por monto máximo de Gs. 43.800.000.000, conforme al Acta N° 67 del 06/02/2023 y su complementaria, el Acta N° 68 del 17/03/2023.

El PEG USD1 colocó USD 1.000.000, divididos en tres series: la primera de USD 336.000 a 5 años de plazo, la segunda por USD 231.000 a 7 años y la tercera por USD 433.000 a 5 años. La amortización de intereses se estableció de forma trimestral, con tasas de 8,50% para la serie 1 y de 9% para las series 2 y 3. Por su parte, el PEG G1 colocó Gs. 43.800 millones también en tres series: la primera por Gs. 7.400 millones a un plazo de 3,5 años, la segunda por Gs. 14.800 millones a 5,5 años y la tercera por Gs. 21.600 millones también 5,5 años. La amortización de intereses se definió de forma trimestral, con tasas de 13,5% para la serie 1 y de 14% para las series 2 y 3.

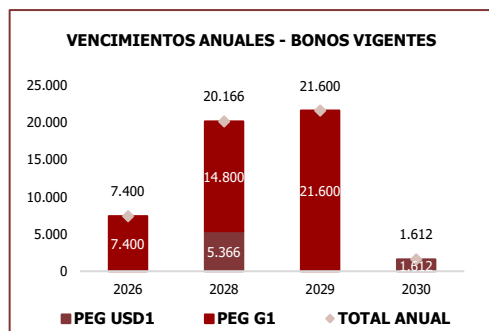
Los recursos obtenidos de la emisión se destinaron entre un 50% y 60% a la reestructuración de pasivos con el fin de reducir los costos de financiamiento y mejorar la eficiencia operativa. El porcentaje restante, cercano al 40%, se asignó al capital operativo y a inversiones en infraestructura, en línea con el crecimiento de las operaciones.

El programa contempló una garantía común de la emisora. PUENTE Casa de Bolsa S.A. actuó como agente organizador y colocador, mientras que la firma Mersán Abogados S.R.L. fue designada como representante de los obligacionistas. Adicionalmente, la emisión incluyó la codeudoría de Mercoplast S.A., otra empresa del Grupo Barr, y estableció los procedimientos aplicables en caso de incumplimiento, así como la posibilidad de rescate anticipado de títulos conforme a la normativa vigente.

La capacidad de endeudamiento y la solvencia de ESTELAR S.A.E. se evaluaron considerando las emisiones vigentes de los Programas de Emisión Global USD1 y G1, la deuda financiera total y el Flujo de Caja Proyectado. Con base en este análisis, se concluyó que la empresa mantuvo una capacidad de apalancamiento razonable, coherente con el volumen de sus actividades operativas, su nivel de solvencia y su posición de liquidez.

ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES
PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL EMITIDOS

Año de Emisión	Programa	Moneda	Monto Emitido	Monto Colocado	Amortizado	Vigente
2023	PEG USD1	USD.	1.000.000	1.000.000	-	1.000.000
			1.000.000	1.000.000	-	1.000.000
Año de Emisión	Programa	Moneda	Monto Emitido	Monto Colocado	Amortizado	Vigente
2023	PEG G1	Gs.	43.800.000.000	43.800.000.000	-	43.800.000.000
			43.800.000.000	43.800.000.000	-	43.800.000.000



Estelar S.A.E. se registró en el mercado de valores conforme a la Resolución CNV N° 002_04012023 del 4 de enero de 2023 y a la Resolución BVPASA N° 2573/23 del 18 de enero del 2023. Desde su incursión en el mercado bursátil, la empresa emitió y colocó bonos por un total de Gs. 50.777 millones en el marco de sus Programas PEG USD1 y PEG G1.

El PEG USD1 se emitió y colocó por USD 1.000.000 mediante tres series, con amortización de intereses de forma trimestral y pagos de capital previstos para 2028 (USD 769.000) y 2030 (USD 231.000). Por su parte, el PEG G1 se emitió y colocó por Gs. 43.800 millones, estructurado en tres series de Gs. 7.400 millones, Gs. 14.800 millones y Gs. 21.600 millones con vencimientos de capital establecidos para los años 2026, 2028 y 2029, respectivamente.

Los recursos obtenidos de estas emisiones se destinaron entre un 50% y 60% a la reestructuración de pasivos con el objetivo de reducir los costos de financiamiento y mejorar la eficiencia operativa. El porcentaje restante, cercano al 40%, se asignó al capital operativo y a inversiones en infraestructura, en concordancia con el crecimiento de las operaciones.

En consecuencia, el calendario de amortización de los bonos vigentes previó la siguiente distribución de vencimientos: pagos de capital por Gs. 7.400 millones en 2026, Gs. 20.166 millones en 2028, Gs. 21.600 millones en 2029 y Gs. 1.612 millones en 2030.

Codeudoría Mercoplast S.A

Para la emisión de bonos bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1 de Estelar S.A.E., se ha establecido la codeudoría de Mercoplast S.A., su accionista, siendo ambas empresas integrantes del grupo económico Barr. Mercoplast fue constituida en 2002 como una sociedad de responsabilidad limitada (SRL) y se ha transformado en sociedad anónima (S.A.) en 2006. Su actividad 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. Estos plásticos, 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.

En Set25, el activo total de Mercoplast se ha triplicado respecto al mismo periodo del año anterior, pasando de Gs. 385.306 millones a Gs. 1.226.018 millones, explicado principalmente por el aumento de los bienes de uso, desde Gs. 33.189 millones hasta Gs. 392.517 millones en ese mismo periodo.

Otros rubros que impulsaron esta importante expansión fueron las inversiones de largo plazo, las cuales aumentaron desde Gs. 76.719 millones en Set24 hasta Gs. 265.477 millones en Set25, seguido por los créditos netos desde Gs. 197.770 millones hasta Gs. 347.982 millones y el inventario desde Gs. 64.534 millones hasta Gs. 114.968 millones.

El crecimiento del activo se financió mayormente con recursos propios, reflejado en el aumento del patrimonio neto, desde Gs. 86.139 millones hasta Gs. 681.892 millones, impulsado a su vez por reservas que pasaron de Gs. 5.531 millones a Gs. 507.040 millones, así como del capital integrado desde Gs. 76.560 millones hasta Gs. 152.040 millones, generando el incremento del indicador de solvencia desde 22,36 % en Set24 hasta 55,62 % en Set25.

Con respecto a la estructura de la deuda, el 66,76% de sus obligaciones corresponde a deudas financieras, las cuales aumentaron 48,74% hasta Gs. 363.255 millones. Asimismo, la deuda comercial creció 202,69% hasta Gs. 126.691 millones en Set25, mientras que las otras, correspondientes principalmente a ingresos diferidos, ascendieron a Gs. 54.180 millones.

De esta forma, el pasivo total aumentó 81,88% interanual, desde Gs. 299.168 millones en Set24 hasta Gs. 544.126 millones en Set25, aunque con el crecimiento más que proporcional del patrimonio neto, tanto el indicador de endeudamiento como el apalancamiento disminuyeron, desde 77,64% y 3,47 hasta 44,38% y 0,80, respectivamente.

MERCOPLAST S.A.						
Resumen Estadístico - Situación Patrimonial, Económico-Financiero						
(en millones de guaraníes, número de veces y porcentajes)						
BALANCE GENERAL	Set21	Set22	Set23	Set24	Set25	Var%
Disponibilidad + Inv. Temp.	2.351	1.602	1.069	5.929	3.112	-47,51%
Inventario	64.577	60.299	37.943	64.534	114.968	78,15%
Créditos Netos CP	154.330	142.536	156.673	150.167	272.332	81,35%
Otros activos corrientes	31.121	6.662	6.820	6.685	32.543	386,81%
Activo Corriente	252.379	211.099	202.505	227.315	422.955	86,07%
Bienes de uso	47.089	80.031	49.652	33.189	392.517	1083%
Créditos Netos LP	25.207	36.752	59.254	47.603	75.650	58,92%
Inversiones LP	58.794	57.574	73.724	76.719	265.477	246,04%
Otros activos no corrientes	29.797	32.203	480	480	69.419	14362%
Activo no corriente	160.887	206.560	183.110	157.991	803.063	408,30%
Activo Total	413.266	417.659	385.615	385.306	1.226.018	218,19%
Deuda comercial	71.021	65.632	74.653	41.855	126.691	202,69%
Deuda bancaria	86.473	73.516	104.066	126.131	82.901	-34,27%
Otras deudas	40.380	29.555	28.415	13.090	54.180	313,90%
Pasivo corriente	197.874	168.703	207.134	181.076	263.772	45,67%
Deuda bancaria LP	142.886	148.109	97.122	118.092	280.354	137,40%
Pasivo no corriente	142.886	148.109	97.122	118.092	280.354	137,40%
Pasivo total	340.760	316.812	304.256	299.168	544.126	81,88%
Capital	76.560	76.560	76.560	76.560	152.040	98,59%
Reservas	5.317	29.679	5.531	5.531	507.040	9067%
Resultados	-9.370	-5.394	-733	4.048	22.812	463,54%
Patrimonio Neto	72.507	100.845	81.358	86.139	681.892	691,62%
Patrimonio Neto + Pasivos	413.267	417.657	385.614	385.307	1.226.018	218,19%
ESTADO DE RESULTADO	Set21	Set22	Set23	Set24	Set25	Var%
Ventas	122.785	119.463	101.342	34.361	148.741	332,88%
Costos	-91.138	-90.382	-105.045	-17.895	-84.410	371,70%
Utilidad bruta	31.647	29.081	-3.703	16.466	64.331	290,69%
Gastos Administrativos	-8.272	-6.266	-5.336	-4.379	-31.824	626,74%
Gastos de Ventas	-3.244	-2.390	-1.440	-734	-1.803	145,64%
Utilidad operacional (EBITDA)	20.131	20.425	-10.479	11.353	30.704	170,45%
Depreciaciones y amortizaciones	-1.730	-1.708	-1.195	-938	-2.452	161,41%
Utilidad operacional neta (EBIT)	18.401	18.717	-11.674	10.415	28.252	171,26%
Gastos financieros	-14.599	-15.568	-16.456	-14.060	-54.058	284,48%
Utilidad ordinaria	3.802	3.149	-28.130	-3.645	-25.806	607,98%
Resultados no operativos	362	572	31.593	7.692	49.667	545,70%
Utilidad antes de impuestos	4.164	3.721	3.463	4.047	23.861	489,60%
Impuesto a la renta	-860	-507	-154	0	-1.049	n/a
Utilidad del ejercicio	3.304	3.214	3.309	4.047	22.812	463,68%
INDICADORES FINANCIEROS						
SOLVENCIA Y LEVERAGE						Diferencia
Nivel de endeudamiento	82,46%	75,85%	78,90%	77,64%	44,38%	-42,84%
Recursos propios	17,54%	24,15%	21,10%	22,36%	55,62%	148,79%
Apalancamiento	4,70	3,14	3,74	3,47	0,80	-77,02%
Cobertura de gastos financieros	1,38	1,31	-0,64	0,81	0,57	-29,66%
Deuda Total/Ebitda	12,70	11,63	-21,78	19,76	13,29	-32,75%
GESTION						
Rotación de cartera	1,06	0,89	0,68	0,22	0,73	228,13%
Rotación de inventario	2,23	1,93	2,85	0,47	1,25	169,29%
Ciclo operacional	509	600	662	2.432	793	-67,38%
RENTABILIDAD Y EFICIENCIA						
Rentabilidad sobre el activo (ROA)	1,07%	1,03%	1,14%	1,40%	2,48%	77,15%
Rentabilidad sobre el capital (ROE)	6,37%	4,39%	5,65%	6,57%	4,61%	-29,79%
Margen Bruto	25,77%	24,34%	-3,65%	47,92%	43,25%	-9,75%
Margen Ebitda	16,40%	17,10%	-10,34%	33,04%	20,64%	-37,52%
Eficiencia operativa	63,61%	70,23%	282,99%	68,95%	47,73%	-30,78%
LIQUIDEZ						
Liquidez general	1,28	1,25	0,98	1,26	1,60	27,73%
Liquidez de prueba ácida	0,95	0,89	0,79	0,90	1,17	29,89%
Capital de trabajo	54.505	42.396	-4.629	46.239	159.183	244,26%
Dependencia de inventario	63,79%	40,74%	130,17%	38,71%	-10,15%	-126,23%

Fuente: Estados Financieros de Mercoplast SA con corte a setiembre para los ejercicios 2021-2025.

En este contexto, la liquidez corriente aumentó de 1,26 en Set24 a 1,60 en Set25, así como el indicador de prueba ácida desde 0,90 hasta 1,17 y el capital de trabajo desde Gs. 46.239 millones hasta Gs. 159.183 millones, reflejando de manera conjunta una mayor cobertura de obligaciones de corto plazo a través de recursos líquidos.

Con relación a su desempeño operativo y financiero, los ingresos operativos crecieron 332,88%, desde Gs. 34.361 millones en Set24 hasta Gs. 148.741 millones en Set25, explicado por la expansión de las ventas realizadas bajo el régimen de maquila, y acompañado por una mayor estructura de costos y gastos operativos. De esta forma, el Ebitda se incrementó 170,45% desde Gs. 11.353 millones hasta Gs. 30.704 millones, acompañado por un margen de 20,64%, así como la utilidad neta creció desde Gs. 4.047 millones hasta Gs. 22.812 millones, aunque la rentabilidad del capital se mantuvo en un nivel moderado de 4,61%.

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. La emisora se compromete a mantener los siguientes ratios durante la vida de los bonos:
 - EBITDA/Intereses: mayor o igual a 1,0x. A Set25, este indicador se ubicó en un nivel de 2,00.
 - Ratio Deuda financiera/EBITDA: menor o igual a 7,0x. A Set25, este indicador se ubicó en un nivel de 5,77.
 - Pasivo/Patrimonio Neto: menor o igual a 3,0x. A Set25, este indicador se ubicó en un nivel de 2,92.
3. A fines de la presente emisión, se considerarán supuestos de incumplimiento cualquiera de los siguientes eventos:
 - Cross Default y Cross Aceleración 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 otro compromiso u obligación sustancial bajo los bonos, y subsistiera durante 20 días hábiles.
 - Interrupción de actividades por más de 30 días, a menos 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
4. 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.

Cabe señalar que, al cierre del corte analizado, la empresa ha reflejado un adecuado cumplimiento de los niveles de ratios establecidos.

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.

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS – Set25

En millones de guaraníes						
BALANCE GENERAL	set-21	set-22	set-23	set-24	set-25	Var%
ACTIVO	76.358	90.779	119.548	116.127	161.358	38,95%
Activo Corriente	59.237	71.386	102.352	101.826	95.517	-6,20%
Disponibilidades	2.387	561	275	3.391	828	-75,58%
Inversiones temporales	0	0	0	12.249	0	-100,00%
Créditos Netos CP	20.629	15.911	27.433	13.784	38.576	179,86%
Inventario	24.654	40.679	52.342	56.481	49.852	-11,74%
Otros activos corrientes	11.567	14.235	22.302	15.921	6.261	-60,67%
Activo no corriente	17.121	19.393	17.196	14.301	65.841	360,39%
Bienes de uso	15.348	13.866	12.351	10.150	10.825	6,65%
Créditos Netos LP	1.055	5.278	4.572	4.065	21.605	431,49%
Otros activos no corrientes	718	249	273	86	33.411	38750,00%
PASIVO	50.540	52.671	80.403	82.805	120.142	45,09%
Pasivo corriente	30.476	32.110	22.165	31.206	56.010	79,48%
Deuda comercial	7.261	13.886	7.378	9.814	16.232	65,40%
Deuda bancaria	0	0	0	11.665	26.445	126,70%
Deuda bursátil	0	0	1.534	3.234	1.526	-52,81%
Deuda con terceros	10.574	14.106	3.553	546	349	-36,08%
Otras deudas	12.641	4.118	9.700	5.947	11.458	92,67%
Pasivo no corriente	20.064	20.561	58.238	51.599	64.132	24,29%
Deuda bancaria LP	0	0	0	0	9.408	n/a
Deuda bursátil LP	0	0	51.114	51.599	50.771	-1,60%
Deuda con terceros LP	20.064	20.561	7.124	0	0	n/a
Otras deudas LP	0	0	0	0	3.953	n/a
PATRIMONIO NETO	25.819	38.108	39.143	33.324	41.213	23,67%
Capital	19.635	19.635	19.635	19.635	19.635	0,00%
Reservas	1.020	6.613	17.366	11.303	15.198	34,46%
Resultados Acumulados	-11.875	0	0	0	0	n/a
Resultado del Ejercicio	17.039	11.860	2.142	2.386	6.380	167,39%
ESTADO DE RESULTADOS	set-21	set-22	set-23	set-24	set-25	Var%
Ventas	80.487	71.076	50.720	38.504	122.584	218,37%
Costos	-54.382	-46.817	-35.678	-21.820	-99.517	356,08%
Utilidad bruta	26.105	24.259	15.042	16.684	23.067	38,26%
Gastos de Ventas	-1.231	-1.347	-1.985	-688	-1.226	78,20%
Gastos Administrativos	-2.505	-3.070	-6.426	-5.872	-6.493	10,58%
Utilidad operacional (EBITDA)	22.369	19.842	6.631	10.124	15.348	51,60%
Depreciaciones y amortizaciones	-2.020	-1.810	-1.161	-1.488	-1.144	-23,12%
Utilidad operacional neta (EBIT)	20.349	18.032	5.470	8.636	14.204	64,47%
Gastos financieros	-3.594	-5.275	-3.401	-5.911	-7.665	29,67%
Utilidad ordinaria	16.755	12.757	2.069	2.725	6.539	139,96%
Resultados no operativos	1.069	-380	312	-225	915	-506,67%
Utilidad antes de impuestos	17.824	12.377	2.381	2.500	7.454	198,16%
Impuesto a la renta	-785	-517	-239	-114	-1.074	842,11%
Utilidad del ejercicio	17.039	11.860	2.142	2.386	6.380	167,39%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA – SET25

En millones de guaraníes y veces						
INDICADOR	set-21	set-22	set-23	set-24	set-25	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	21.684	21.189	32.418	19.056	62.082	225,79%
Cartera Vencida	0	0	4.985	5.450	4.923	-9,67%
Previsión de Cartera	0	0	413	1.207	1.901	57,50%
Cobertura de provisiones	0,00%	0,00%	8,28%	22,15%	38,61%	74,36%
Morosidad	0,00%	0,00%	15,38%	28,60%	7,93%	-72,27%
Morosidad respecto al patrimonio	0,00%	0,00%	12,74%	16,35%	11,95%	-26,96%
Cartera/Activo	28,40%	23,34%	26,77%	15,37%	37,30%	142,65%
Ventas/Cartera	4,95	4,47	2,11	2,88	2,72	-5,58%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,94	2,22	4,62	3,26	1,71	-47,74%
Prueba Ácida	1,13	0,96	2,26	1,45	0,82	-43,89%
Ratio de Efectividad	7,83%	1,75%	1,24%	50,12%	1,48%	-97,05%
Índice de capital de trabajo	37,67%	43,27%	67,08%	60,81%	24,48%	-59,74%
Dependencia de Inventario	30,26%	38,44%	-10,59%	3,16%	33,31%	955,79%
Deuda Financiera/Activo	40,12%	38,19%	52,97%	57,73%	54,85%	-5,00%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	6,06	4,42	2,52	1,99	4,03	101,97%
Rotación de Inventario	3,51	1,91	1,02	0,53	2,50	366,76%
Periodo Promedio de Cobro	60	83	145	183	91	-50,49%
Periodo Promedio de Pago	36	80	56	121	44	-63,74%
Ciclo operacional	164	274	502	866	237	-72,64%
Apalancamiento Operativo	1,28	1,35	2,75	1,93	1,62	-15,94%
Ventas/Activo	140,54%	104,39%	56,57%	44,21%	101,29%	129,12%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	33,81%	41,98%	32,74%	28,70%	25,54%	-10,99%
Endeudamiento	66,19%	58,02%	67,26%	71,31%	74,46%	4,42%
Cobertura de las Obligaciones	97,86%	82,39%	39,89%	43,26%	36,54%	-15,54%
Apalancamiento	1,96	1,38	2,05	2,48	2,92	17,32%
Apalancamiento financiero	3,59	3,37	8,07	11,04	8,50	-22,99%
Cobertura de Gastos Financieros	6,22	3,76	1,95	1,71	2,00	16,91%
Deuda/EBITDA	1,69	1,99	9,09	6,13	5,87	-4,29%
Deuda/Ventas	0,47	0,56	1,19	1,61	0,74	-54,43%
RENTABILIDAD						
ROA	29,75%	17,42%	2,39%	2,74%	5,27%	92,44%
ROE	258,75%	60,25%	7,72%	10,28%	24,42%	137,49%
Margen Bruto	32,43%	34,13%	29,66%	43,33%	18,82%	-56,57%
Margen Operacional	27,79%	27,92%	13,07%	26,29%	12,52%	-52,38%
Margen Neto	21,17%	16,69%	4,22%	6,20%	5,20%	-16,01%
Eficiencia Operativa	85,69%	81,79%	44,08%	60,68%	66,54%	9,65%
Costo de Mercaderías/Ventas	67,57%	65,87%	70,34%	56,67%	81,18%	43,26%
Gasto Operacional/Ventas	4,64%	6,21%	16,58%	17,04%	6,30%	-63,04%
Gasto Operacional/Utilidad Bruta	14,31%	18,21%	55,92%	39,32%	33,46%	-14,89%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	9,60%	12,66%	42,72%	35,20%	28,15%	-20,02%

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS – Dic24

En millones de guaraníes						
BALANCE GENERAL	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
ACTIVO	55.760	72.309	110.212	109.673	141.246	28,79%
Activo Corriente	36.883	51.391	91.878	94.229	82.072	-12,90%
Disponibilidades	623	3.165	768	884	1.069	20,93%
Inversiones temporales	0	0	0	5.000	0	-100,00%
Créditos Netos CP	9.854	14.913	19.320	12.437	14.165	13,89%
Inventario	18.218	23.773	52.781	53.450	54.790	2,51%
Otros activos corrientes	8.188	9.540	19.009	22.458	12.048	-46,35%
Activo no corriente	18.877	20.918	18.334	15.444	59.174	283,15%
Bienes de uso	16.634	14.900	13.444	11.563	11.644	0,70%
Créditos Netos LP	1.055	5.452	4.595	3.727	19.743	429,73%
Otros activos no corrientes	1.188	566	295	154	27.787	17943,51%
PASIVO	46.980	46.061	73.211	78.734	106.415	35,16%
Pasivo corriente	26.849	26.088	51.926	27.643	51.123	84,94%
Deuda comercial	10.059	3.181	30.270	12.451	14.754	18,50%
Deuda bancaria	0	0	0	8.296	23.760	186,40%
Deuda bursátil	0	0	0	1.497	1.543	3,07%
Deuda con terceros	11.379	10.084	10.983	0	644	n/a
Otras deudas	5.411	12.823	10.673	5.399	10.422	93,04%
Pasivo no corriente	20.131	19.973	21.285	51.091	55.292	8,22%
Deuda bancaria LP	0	0	0	0	2.965	n/a
Deuda bursátil LP	0	0	0	51.091	51.643	1,08%
Deuda con terceros LP	20.131	19.973	21.285	0	0	n/a
Otras deudas LP	0	0	0	0	684	n/a
PATRIMONIO NETO	8.780	26.248	37.001	30.938	34.833	12,59%
Capital	19.635	19.635	19.635	19.635	19.635	0,00%
Reservas	1.020	1.020	7.151	8.366	11.303	35,11%
Resultados Acumulados	-2.849	-11.875	0	0	0	n/a
Resultado del Ejercicio	-9.026	17.468	10.215	2.937	3.895	32,62%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
Ventas	60.750	110.166	81.549	53.851	59.199	9,93%
Costos	-52.074	-78.162	-52.109	-33.888	-33.523	-1,08%
Utilidad bruta	8.676	32.004	29.440	19.963	25.676	28,62%
Gastos de Ventas	-990	-1.631	-1.741	-1.224	-886	-27,61%
Gastos Administrativos	-3.537	-3.830	-9.071	-7.121	-8.265	16,07%
Utilidad operacional (EBITDA)	4.149	26.543	18.628	11.618	16.525	42,24%
Previsiones	0	0	-413	-794	-695	-12,47%
Depreciaciones y amortizaciones	-2.608	-2.636	-2.331	-1.998	-1.842	-7,81%
Utilidad operacional neta (EBIT)	1.541	23.907	15.884	8.826	13.988	58,49%
Gastos financieros	-5.939	-4.425	-3.334	-6.495	-8.381	29,04%
Utilidad ordinaria	-4.398	19.482	12.550	2.331	5.607	140,54%
Resultados no operativos	-3.900	-461	-1.196	918	-792	-186,27%
Utilidad antes de impuestos	-8.298	19.021	11.354	3.249	4.815	48,20%
Impuesto a la renta	-728	-1.553	-1.139	-312	-920	194,87%
Utilidad del ejercicio	-9.026	17.468	10.215	2.937	3.895	32,62%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA – Dic24

En millones de guaraníes y veces						
INDICADOR	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	10.909	20.365	24.328	17.371	35.809	106,14%
Cartera Vencida	0	5.452	5.278	4.933	5.450	10,48%
Previsión de Cartera	0	0	413	1.207	1.901	57,50%
Cobertura de provisiones	0,00%	0,00%	7,82%	24,47%	34,88%	42,56%
Morosidad	0,00%	26,77%	21,70%	28,40%	15,22%	-46,41%
Morosidad respecto al patrimonio	0,00%	20,77%	14,26%	15,94%	15,65%	-1,87%
Cartera/Activo	19,56%	28,16%	21,70%	14,74%	24,01%	62,88%
Ventas/Cartera	5,57	5,41	3,41	3,33	1,75	-47,60%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,37	1,97	1,77	3,41	1,61	-52,90%
Prueba Ácida	0,70	1,06	0,75	1,48	0,53	-63,83%
Ratio de Efectividad	2,32%	12,13%	1,48%	21,29%	2,09%	-90,18%
Índice de capital de trabajo	17,99%	34,99%	36,25%	60,71%	21,91%	-63,91%
Dependencia de Inventario	89,87%	33,69%	60,32%	17,44%	65,50%	275,58%
Deuda Financiera/Activo	56,51%	41,57%	29,28%	55,51%	57,03%	2,73%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	4,65	7,05	3,65	2,58	2,23	-13,80%
Rotación de Inventario	3,07	3,72	1,36	0,64	0,62	-2,91%
Periodo Promedio de Cobro	79	52	100	141	164	16,01%
Periodo Promedio de Pago	70	15	209	132	158	19,79%
Ciclo operacional	197	150	368	713	753	5,58%
Apalancamiento Operativo	5,63	1,34	1,85	2,26	1,84	-18,85%
Ventas/Activo	108,95%	152,35%	73,99%	49,10%	41,91%	-14,64%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	15,75%	36,30%	33,57%	28,21%	24,66%	-12,58%
Endeudamiento	84,25%	63,70%	66,43%	71,79%	75,34%	4,95%
Cobertura de las Obligaciones	15,45%	101,74%	35,87%	42,03%	32,32%	-23,09%
Apalancamiento	5,35	1,75	1,98	2,54	3,06	20,04%
Apalancamiento financiero	22,25	3,38	3,77	13,42	10,12	-24,63%
Cobertura de Gastos Financieros	0,70	6,00	5,59	1,79	1,97	10,23%
Deuda/EBITDA	11,32	1,74	3,93	6,78	6,44	-4,98%
Deuda/Ventas	0,77	0,42	0,90	1,46	1,80	22,95%
RENTABILIDAD						
ROA	-16,19%	24,16%	9,27%	2,68%	2,76%	2,97%
ROE	-50,69%	198,95%	38,14%	10,49%	12,59%	20,03%
Margen Bruto	14,28%	29,05%	36,10%	37,07%	43,37%	17,00%
Margen Operacional	6,83%	24,09%	22,84%	21,57%	27,91%	29,39%
Margen Neto	-14,86%	15,86%	12,53%	5,45%	6,58%	20,64%
Eficiencia Operativa	47,82%	82,94%	63,27%	58,20%	64,36%	10,59%
Costo de Mercaderías/Ventas	85,72%	70,95%	63,90%	62,93%	56,63%	-10,01%
Gasto Operacional/Ventas	7,45%	4,96%	13,26%	15,50%	15,46%	-0,25%
Gasto Operacional/Utilidad Bruta	52,18%	17,06%	36,73%	41,80%	35,64%	-14,74%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	40,77%	11,97%	30,81%	35,67%	32,19%	-9,76%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales de los periodos de Diciembre de 2020 a 2024 y los cortes anuales de los periodos de Setiembre de 2021 a 2025, 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 del Programa de Emisión Global USD 1 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° 35/23 de la Superintendencia 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 de Diciembre de 2020 a 2024.
2. Estados financieros y contables para los periodos anuales de Setiembre de 2021 a 2025.
3. Estados financieros y contables de Mercoplast de Diciembre de 2024 y Setiembre de 2025
4. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
5. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
6. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
7. Detalles de composición y evolución de inventarios.
8. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
9. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
10. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
11. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
12. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
13. Prospectos del Programa de Emisión Global USD1 y G1, y los prospectos de series complementarias.

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 USD y G1.

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

Fecha de calificación: 5 de Febrero de 2026

Fecha de Publicación: 6 de Febrero de 2026

Corte de Calificación: 30 de Setiembre de 2025

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.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	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 Superintendencia de Valores, disponibles en nuestra página web en internet.

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.

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.

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.

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.E.**, 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 al 31 de Diciembre de 2024, auditados por la firma Baker Tilly Paraguay y en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros al 30 de Setiembre de 2025, provistos 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
---	---