

	Oct. 2023	Oct. 2024
Solvencia	A-py	Apy
Tendencia	Fuerte	Estable

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES(*)			
	2022	2023	Jun.24
Ingreso	118.180	147.824	77.759
Ebitda	35.805	43.045	22.956
Deuda Financiera	292.456	254.062	240.388
Deuda Financiera Ajustada	152.000	136.800	136.800
Margen Ebitda	30,3%	29,1%	29,5%
Endeudamiento financiero	2,8	1,8	1,6
Endeudamiento financiero Aj.	1,4	1,0	0,9
Ebitda / Gastos Financieros	2,3	2,8	2,8
Deuda Financiera / Ebitda	8,2	5,9	5,6
Deuda Financiera Aj. / Ebitda	4,2	3,2	3,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda	7,5	5,4	4,9
Deuda Financiera Neta Aj./Ebitda	3,6	2,7	2,5
FCNOA/ Deuda Financiera Aj.	10,6%	13,7%	15,0%

Indicadores anualizados donde corresponda.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO				
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio
Posición competitiva				
Estabilidad del nivel de matrícula y aranceles				
Ingresos relativamente concentrados en pregrado				
Industria competitiva e intensiva en inversiones				
Exposición a cambios regulatorios				
Estructura de costos rígida				

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y márgenes					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

FUNDAMENTOS

El alza de la calificación desde “A-” a “A” asignada a la solvencia y el programa de bonos de INCADE S.A.E. responde al fortalecimiento en los últimos años de su capacidad de generación, acorde con el crecimiento registrado en los niveles de matrícula –con una alta y estable permanencia- y la mantención de aranceles por sobre lo evidenciado en la industria. Esto, en conjunto con la implementación de una política de desapalancamiento -tras un máximo de endeudamiento en el año 2019- que han permitido una mejoría de los principales indicadores de cobertura con expectativa de mantenimiento estructural en los rangos actuales.

Además, la calificación considera un perfil de negocios considerado “Adecuado” y una posición financiera calificada en “Satisfactoria”.

La Universidad Americana (UA) tuvo su origen en 1991, con su primera sede en Asunción, a partir del Instituto de Capacitación y Desarrollo Empresarial INCADE (Instituto Superior de Capacitación y Desarrollo Empresarial).

Actualmente, la entidad cuenta con 3 sedes, luego de su expansión hacia el interior del país, en Ciudad del Este y Encarnación. Posee alrededor de 20.000 estudiantes y una oferta de 17 carreras profesionales en modalidad presencial y 25 carreras impartidas en modalidad virtual, mientras que destacan 18 programas de maestrías en formato presencial y otros 8 en formato virtual.

Al primer semestre del presente año la universidad generó ingresos por Gs 77.759 millones registrando un aumento del 13,2% con respecto a junio de 2023, lo cual se encuentra asociado a un incremento en alumnos en los principales focos de la entidad y un mayor arancel promedio. Esto se vio reflejado en un incremento del 6,7% en pregrado y 3,8% en postgrado.

A igual fecha los costos operacionales siguen la misma tendencia que en periodos anteriores con un avance del 16,7% mientras que los gastos de administración y venta del 20,1%. Esto se debe a una mayor contratación de docentes, específicamente docentes part-time, los cuales al igual que el plan estratégico de la universidad se concentran en la modalidad online.

Consecuentemente, a junio 2024 ante un mayor crecimiento de los costos que en los ingresos, la generación de Ebitda se vio levemente disminuida hasta los Gs 22.956 millones (Gs 23.081 millones a junio 2023), y el margen Ebitda bajó hasta el 29,5% (33,6% a junio 2023), pero manteniéndose por sobre los rangos históricos.

La base patrimonial, a raíz de la fusión en 2021, alcanzó los Gs 129.965 millones. Posteriormente la entidad se ha enfrentado a pérdidas de última línea los últimos dos años que han presionado el patrimonio, situándolo en 2023 en los Gs 138.220 millones. Este último presenta pérdidas por Gs 14.456 millones que se ve compensado ante un revaluó técnico de Gs 47.734 millones, permitiendo registrar un mayor patrimonio que el año anterior. A junio de 2024 el patrimonio alcanzó lo Gs 151.184 millones debido a las utilidades del periodo.

Cabe destacar que la utilidad al cierre de 2022 y 2023 fue negativa principalmente debido a efectos contables, estos estarían asociados a la amortización de la plusvalía por la consolidación de las empresas con INCADE S.A.E, esperando que para fines de este año obtener su último periodo negativo.

El endeudamiento financiero ajustado en 2022 alcanzó su peak situándose en las 1,4 veces, para posteriormente, considerando los efectos en la deuda y patrimonio mencionados anteriormente, disminuyera hasta las 0,9 veces, a junio 2024.

Lo indicadores de cobertura han mantenido una tendencia favorable considerando que durante el periodo evaluado se ha observado un constante crecimiento en la generación y una disminución en la deuda en 2023.

Analista: José Manuel Escalona
jose.escalona@feller-rate.com

En particular el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ha mostrado una tendencia a la baja, pasando desde las 6,9 veces en 2020 hasta las 2,5 veces a junio de 2024 (2,7 veces a diciembre 2023). Así mismo, en el caso del índice Ebitda / gastos financieros, se ha mantenido en las 2,8 veces en los últimos periodos.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Considera la expectativa de Feller Rate de la mantención de la posición competitiva de la UA, a su vez, que la generación de flujos operacionales continúe cubriendo sus gastos operativos y el servicio de su deuda, manteniendo una posición de liquidez clasificada, al menos, en “Satisfactoria”.

Asimismo, contempla la ejecución de un plan de inversiones centrado en el crecimiento en la modalidad virtual. Esto, se daría en conjunto con el crecimiento en matrícula, traduciéndose en una mayor generación de Ebitda en el mediano plazo.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar ante una menor rentabilidad en los próximos periodos, que generen un deterioro en sus indicadores de cobertura de forma estructural por sobre lo estimado en el escenario base.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo ante la reciente alza.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Creciente nivel de matrículas en los últimos periodos, en conjunto con aranceles por sobre la industria.
- Buena tasa de retención de alumnos de primer año.
- Relativa concentración de sus ingresos en pregrado.
- Fuerte competencia en la oferta de servicios de educación superior.
- Mantiene una estructura de costos fijos con crecimiento en las remuneraciones.
- Exposición a cambios regulatorios.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

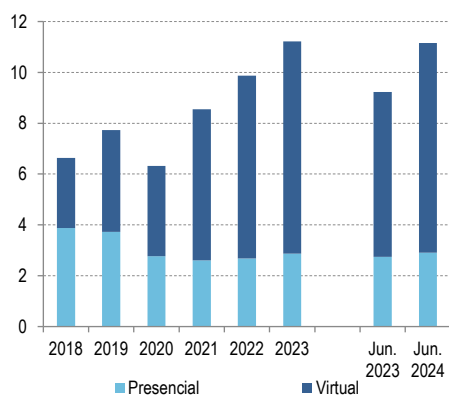
- Buena capacidad de generación de flujo operacional y márgenes operativos.
- Nivel de endeudamiento con tendencia a la baja, estructurado en el largo plazo.
- Mejoría en los principales indicadores de cobertura, ante el fortalecimiento de la capacidad de generación operacional y el menor *stock* de deuda financiera.
- Existencia de un Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria y de un Fideicomiso de Flujo de Efectivo como resguardos asociados al programa de emisión.
- Satisfactoria posición de liquidez.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La Universidad Americana surge a partir del Instituto de Capacitación y Desarrollo Empresarial (INCADE), sociedad que a su vez es controlada por José María Manzoni Ramírez y Arturo Peralta Vierci, cada uno con un 50% del capital accionario.

EVOLUCIÓN DE MATRÍCULA

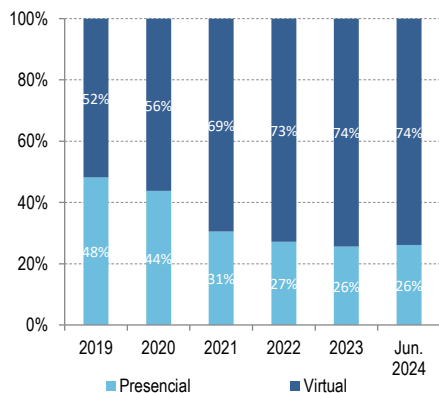
Cifras en miles



Fuente: Información enviada por la universidad.

MATRÍCULAS POR MODALIDAD

Cifras en porcentaje



Fuente: Información enviada por la universidad.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO

La Universidad Americana tuvo su origen en el Instituto de Capacitación y Desarrollo Empresarial (INCADE), constituido el 12 de octubre del año 1991, la cual es una asociación civil sin fines de lucro, cuyo propósito fue promover la fundación de una universidad que se constituyera en un lugar de formación, enseñanza, investigación científica y capacitación integral en Paraguay.

De esta manera, en 1994, por Ley de la Nación N°403, se crea la Universidad Americana, con su primera sede en Asunción. A partir de esa fecha, la universidad mostró un crecimiento tanto en infraestructura, como en programas académicos y alumnos.

Con posterioridad, la institución mostró una expansión hacia el interior del país y creó la sede regional de Ciudad del Este en 1998 y la sede de Encarnación, en año 2010. A junio 2024, la entidad mantiene su sede en Asunción junto con dos filiales, Ciudad del Este y Encarnación.

En la actualidad, las decisiones fundamentales de la universidad se toman a nivel de equipo directivo, organismo que opera como una Sociedad Anónima Emisora (S.A.E), cuyas funciones comprenden la estructuración de políticas, planeamiento de mediano y largo plazo, aprobación del presupuesto anual, nombramiento de funcionarios superiores y revisión de los planes de estudios, entre otros.

PLAN ESTRATEGICO DE LA ENTIDAD CON FOCO EN MODALIDAD VIRTUAL

Dada las características del mercado y la forma en la que los alumnos financian sus estudios, el alcance que tienen las universidades se encuentra acotado a la zona en la que se encuentren emplazadas.

De esta manera, el plan estratégico de la entidad consiste en crecer en cuanto a puntos de contacto, los cuales no prestan servicios educativos y así permitir la inscripción de alumnos virtuales de la entidad. Así, en 2023, la empresa había logrado abrir 50 puntos de contacto y se espera llegar a los 100, con lo que alcanzarían una cobertura de todo el país.

A raíz de esto, la entidad decidió avanzar en torno a la virtualidad, que se vio potenciado durante la pandemia, lo que le permitió llegar a niveles similares en cuanto a clases en formato presencial y virtual, además de facilitar nuevos avances en torno a eficiencias obtenidas por este nuevo formato.

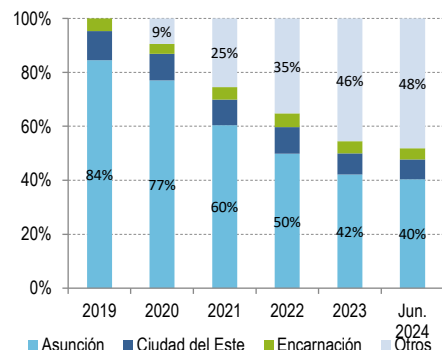
Así, se puede apreciar que para los años postpandemia la universidad comenzó a crecer en cuanto a la modalidad virtual, considerando que, en términos de cantidad de matrículas, su participación se ha incrementado desde un 41% en 2018 hasta un 74,4% a fines de 2023 (73,9% a junio de 2024) y se espera llegar a un 80% de virtualidad para el 2028.

Respecto a los ingresos consolidados para junio 2024, el 53% de estos provienen de pregrado en modalidad online (49% para junio 2023), un 22% de pregrado presencial (27% para junio 2023), un 16% de posgrado online (14% para junio 2023) y un 9% de posgrado presencial (10% para junio 2023).

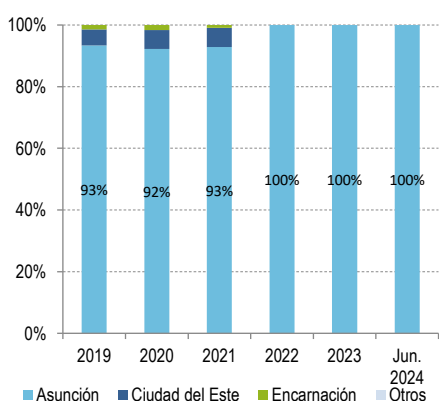
COMPOSICIÓN DE LAS MATRÍCULAS POR ZONA GEOGRÁFICA

Cifras en porcentaje

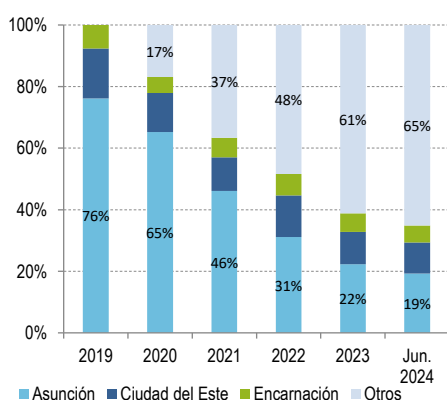
A nivel consolidado



Presencial



Virtual



Fuente: Información enviada por la universidad.

El plan de inversiones en los últimos años de la universidad ha estado enfocado en potenciar la modalidad virtual tal como se mencionó anteriormente, con inversiones considerando el flujo de efectivo en el rango de los Gs 7.000 millones, cuyo financiamiento ha estado principalmente concentrado en fondos propios.

Durante los próximos meses, la inversión estimada alcanzaría cerca de los Gs 15.000 millones destinados al plan de crecimiento enfocado en clases virtuales, esto es, creación de contenidos, material virtual, licencias, laboratorios, entre otros. Respecto a su financiamiento, se espera que mantenga el mismo mix presentado en años anteriores, con foco en fondos propios.

BUENA DIVERSIFICACIÓN EN TERMINOS GEOGRÁFICOS Y DE OFERTA DE CARRERAS

El sistema de educación superior paraguayo está constituido fundamentalmente por los siguientes actores, cada uno de los cuales tiene un rol particular:

- Universidades:** Pueden impartir carreras de grado, obteniendo el título de grado equivalente, como lo son los grados académicos de Licenciado, Magister y Doctor. Las universidades abarcan una multiplicidad de áreas específicas del saber en el cumplimiento de su misión de investigación, enseñanza, formación y capacitación profesional, extensión y servicios a la comunidad.
- Institutos Superiores:** Son también instituciones que imparten carreras de grado, otorgando un título de grado equivalente, donde, a diferencia de las universidades los institutos superiores imparten carreras en un área específica del saber, por ejemplo, administración, salud, educación etc.
- Institutos de formación profesional del tercer nivel:** Estos comprenden institutos de formación docente y los institutos técnicos profesionales, que imparten carreras de pregrado, donde los estudiantes pueden obtener un título de técnico o profesor. En particular, los institutos técnicos profesionales brindan formación técnica en carreras que tienen una duración de dos años de clases y una pasantía obligatoria de 500 horas en las empresas.

Actualmente, la entidad cuenta con una extensa oferta de programas educativos, divididos entre carreras profesionales, cursos, diplomados y maestrías, en su sede principal ubicada en Asunción, además de impartir clases en modalidad virtual.

Al respecto, se destaca por parte de la UA, una oferta de 17 carreras profesionales en modalidad presencial y 25 carreras impartidas en modalidad virtual. De estas, 13 carreras presenciales están acreditadas y 2 virtuales.

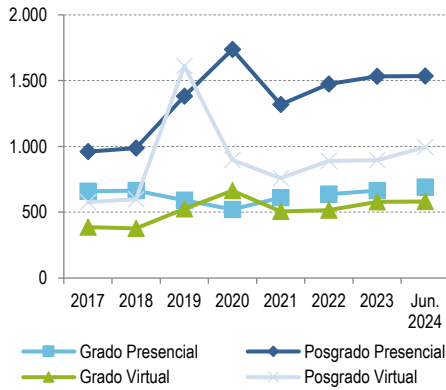
Adicionalmente, se destacan 18 programas de maestrías en formato presencial, de los cuales 10 están acreditados y 1 en formato virtual. Además de 44 cursos de formación continua, de los cuales 24 son nuevos. Al respecto, la entidad se encuentra en constante búsqueda de nuevos programas que incorporar en su oferta. En la misma línea, se esperan dos nuevas carreras para el año 2024.

CRECIENTE NIVEL DE MATRÍCULAS Y ARANCELES POR SOBRE EL PROMEDIO DE LA INDUSTRIA

La demanda por servicios de educación superior en Paraguay ha mostrado un adecuado crecimiento en las últimas décadas, asociado con el crecimiento económico del país donde las carreras más demandadas han sido, en particular, aquellas ligadas al derecho, administración de empresas y economía, que son las titulaciones requeridas desde el sector público y la empresa privada.

EVOLUCIÓN CUOTA PROMEDIO

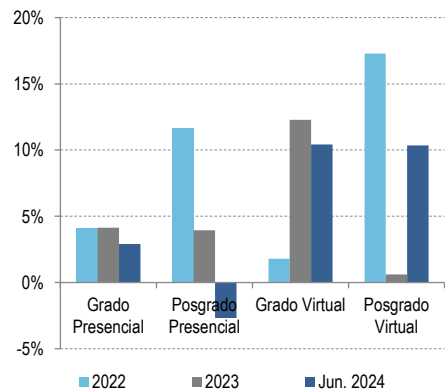
Cifras en miles de guaraníes



Fuente: Información enviada por la universidad.

CRECIMIENTO POR MODALIDAD DE LA CUOTA PROMEDIO

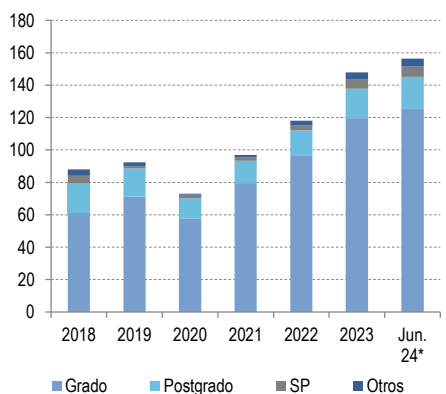
Cifras en porcentajes



Fuente: Información enviada por la universidad.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS

Cifras en miles millones de guaraníes



Fuente: Información enviada por la universidad.

Respecto de la UA, la matrícula total de pregrado ha mostrado un crecimiento compuesto anual de 12,7% desde 2017, cerrando el año 2023 con un nivel de matrícula de 11.214 alumnos, con un aumento de un 13,6% respecto de 2022, potenciado tanto por un alza en la modalidad virtual (7,1%) como también presencial (16,1% anual), dada la estrategia realizada por la entidad.

En esta misma línea, a junio del presente año, el nivel de matrículas se incrementó un 20,8% con respecto a igual periodo del año anterior alcanzando los 11.156. Esto, según su peso relativo, se encuentra asociado a alza del 27,1% en la modalidad virtual y un 6,0% presencial. A igual fecha, las matrículas se encontraban concentradas un 73,9% en la modalidad virtual y un 26,1% en presencial.

También es importante destacar la alta y estable permanencia que mantiene la entidad, la cual se encuentra por sobre el 70% desde 2016 hasta la fecha y que, al considerar a los alumnos que reingresan, alcanzaría niveles por sobre el 80% para los periodos señalados.

Por otro lado, en términos de carreras de pregrado, la entidad ha mantenido históricamente aranceles promedio por sobre lo evidenciado por la industria.

En línea con lo anterior, en los últimos años la cuota promedio en pregrado ha presentado crecimientos en el rango del 4% en el caso presencial y en el formato virtual por sobre el 11% en 2023.

A junio de 2024 dicha tendencia continua con una cuota promedio en pregrado de aproximadamente Gs 690.852 en su modalidad presencial y de Gs 581.184 en su modalidad virtual, con alzas del 2,9% y 10,4% con respecto a igual periodo del año anterior.

En el caso de la cuota promedio en postgrado, durante 2023 evidenció un menor crecimiento relativo en comparación al pregrado, tanto virtual como presencial con aumentos cercano al 0,6% y 4,0%, respectivamente. A junio de 2024, la cuota promedio evidenció una caída del 2,7% en el caso presencial mientras que la modalidad virtual se incrementó un 10,4% con respecto a junio de 2023.

CONCENTRACIÓN DE SUS INGRESOS EN PREGRADO CON FUERTE CRECIMIENTO EN MODALIDAD VIRTUAL

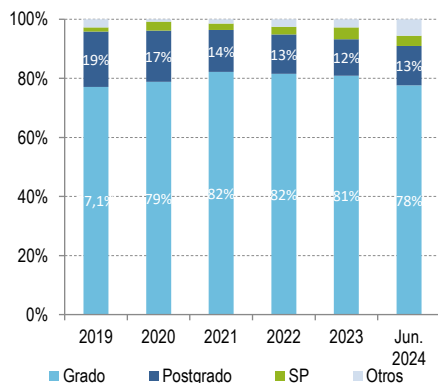
Los ingresos de la universidad tienden a mostrar un comportamiento regular y predecible, según los niveles de matrícula y asociado a las características propias de la industria, en conjunto con el buen nivel de permanencia de sus alumnos. En el caso de la universidad, la composición de los ingresos se encuentra concentrada mayoritariamente en pregrado, con foco en la modalidad virtual.

Al respecto, los ingresos provenientes de pregrado han promediado cerca del 80,1% sobre el total (80,9% a fines de 2023). A junio de 2024, se observó una leve disminución en su participación, a pesar del crecimiento en monto, hasta el 77,6% debido a una mayor actividad en otros segmentos y postgrado.

En el caso de los ingresos provenientes por postgrado, su incidencia en los ingresos ha fluctuado entre 19% y 12% en durante 2019 y 2023 (13,3% a junio de 2024). En igual periodo, el segmento SP ha mantenido una participación por debajo del 4% (3,5% al primer semestre de 2024).

COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS

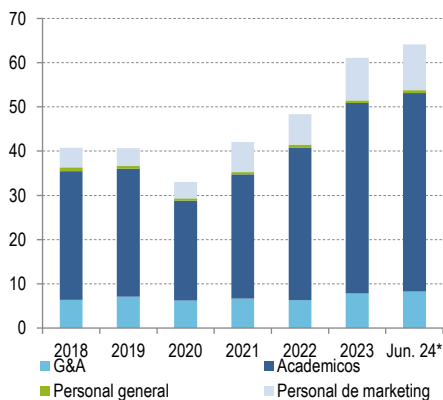
Cifras en porcentaje



Fuente: Información enviada por la universidad.

EVOLUCIÓN DEL GASTO EN PERSONAL

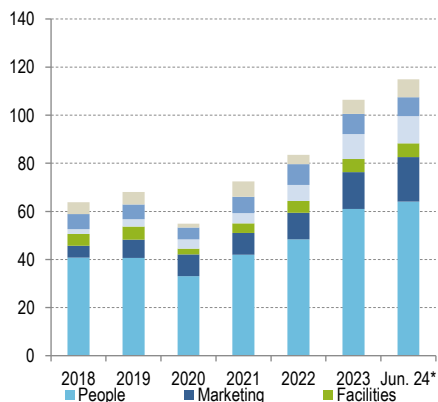
Cifras en miles millones de guaraníes



Fuente: Información enviada por la universidad.

EVOLUCIÓN DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES

Cifras en miles millones de guaraníes



Fuente: Información enviada por la universidad.

* no considera depreciación.

GASTOS OPERACIONALES CONCENTRADOS EN REMUNERACIONES DE ACADÉMICOS

Acorde con el plan estratégico que está realizando la universidad, con foco en torno a la virtualidad, se tiene presupuestado que la entidad continuará su crecimiento en su número de alumnos de pregrado. Esto, llevaría también a un aumento en las contrataciones de personal académico y administrativo, y al aumento de carreras. Sin embargo, esto se daría con mayores eficiencias en comparación a la modalidad presencial.

La base de docentes de la Universidad durante 2016-2019 presentó un constante crecimiento hasta los 756, que, a raíz de los efectos de la pandemia, en conjunto con los avances en virtualidad, llevaron a una disminución en el número de académicos requeridos hasta los 598 en 2021. Posteriormente, se ha observado un constante crecimiento hasta los 722 a junio del presente año.

En termino de composición entre 2018 y 2023 se puede observar que la concentración en profesores fluctúa entre el 61% y 72% alcanzando el 69% a junio de 2024, mientras que en el caso de apoyo académico su incidencia se ha incrementado desde un 15% en 2018 hasta un 22% al segundo trimestre de 2024.

Al analizar los costos operacionales de la universidad (sin considerar depreciación) han mantenido una tendencia creciente similar a los ingresos y coherente con su plan estratégico. En esta misma línea, se puede apreciar que el gasto en personal ronda el 57% (53% a junio de 2024), asociado mayoritariamente a académicos.

Asimismo, otro ítem que mantiene una incidencia relevante en los costos corresponde a marketing que se ha ido incrementando hasta el 19,9% a junio de 2024, seguido por servicios IT con el 10,7%.

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY PREVÉ UN CRECIMIENTO ANUAL DE LA ACTIVIDAD NACIONAL DEL 4,0% PARA EL AÑO 2024

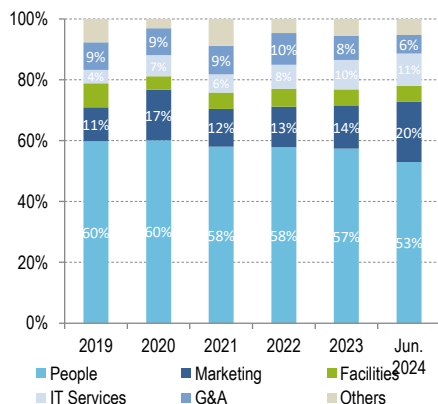
Según cifras preliminares publicadas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre 2024, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), durante 2023 la actividad nacional evidenció un crecimiento del 4,7% respecto del año anterior. Esto considera un escenario favorable tanto para el sector primario como para el secundario y de servicios, con una mayor aportación al crecimiento de las industrias de agricultura, electricidad y agua, manufactura y comercio.

El BCP prevé para el año 2024 una expansión de la actividad nacional del 4,0% anual, cuya cifra aumenta en 0,2% respecto a la proyectada en el informe anterior. Esta estimación se explica por un resultado mayor al esperado en el sector comercio (de 4,9% a 5,1%), al igual que en el sector ganadero (de 1,6% a 5,4%) explicado por un mayor ritmo de faenamiento. En la misma línea, los impuestos a los productos fueron revisados al alza, de 6,8% a 9,5%. En cambio, el sector de electricidad y agua se revisó a la baja (de -2,8% a -4,0%), dada las condiciones climáticas adversas que afectaron el caudal hídrico del Río Paraná, mientras que la proyección para la actividad agrícola se mantuvo constante (1,8% anual).

Por su parte, las actividades de manufacturas, construcción, gobierno general y otros servicios presentaron una dinámica acorde a la esperada (4,5%), de esta manera el pronóstico del PIB sin agricultura y binacionales se revisó al alza, de 4,5% a 4,9%.

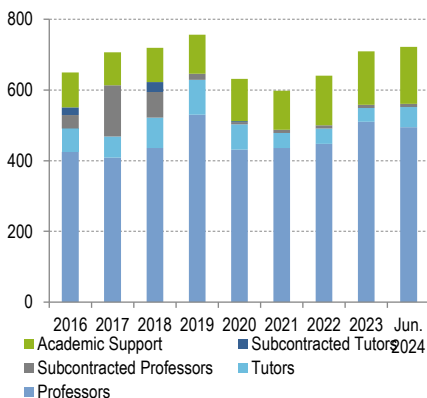
COMPOSICIÓN DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES

Cifras en porcentaje



Fuente: Información enviada por la universidad.
* no considera depreciación.

EVOLUCIÓN DE LOS DOCENTES



Fuente: Información enviada por la universidad.

Por el lado del gasto, se estima un crecimiento mayor al esperado, esto asociado a un mayor consumo privado (de 4,3% a 4,7%), debido al alza del PIB sin agricultura y binacionales y un escenario positivo de las importaciones, al igual que la expansión prevista para la formación bruta de capital fijo que espera un alza de 5,0% a 5,8%, debido a un gran desempeño de las inversiones en maquinarias y equipos. Asimismo, el crecimiento de las importaciones se mantiene al alza (de 3,1% a 4,1%), debido principalmente a los mejores resultados de las importaciones para consumo interno.

Por su parte, las proyecciones de inflación se mantienen en 4% para 2024 al igual que el informe anterior.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando relevantes fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran las tensiones geopolíticas (sobre todo en Medio Oriente).

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática.

INDUSTRIA INTENSIVA EN INVERSIONES Y EXPUESTA A CAMBIOS REGULATORIOS

La industria se encuentra conformada por 57 universidades, 10 del sector público y 47 del privado, donde el nivel de infraestructura es uno de los factores competitivos más importantes para las universidades, debido a que existen niveles muy disímiles entre las distintas instituciones.

En general, en los últimos años, la demanda que presenta la población por servicios educacionales de pregrado y postgrado ha presionado a la industria a invertir de manera relevante en infraestructura educativa, en particular en sistemas tecnológicos, de la mano con los avances en programas a distancia.

Otro aspecto relevante de la industria es la exposición a cambios regulatorios, los que han significado un importante impacto para las instituciones en años anteriores. Al respecto, a fines del 2013 se promulga la Ley N°4995 de Educación Superior y se crea el Consejo Nacional de Educación Superior (CONES), órgano rector que establece las políticas de educación superior, con un marco regulatorio que busca ordenar la educación superior universitaria acorde a las necesidades de la realidad nacional, amparada en la legislación.

En el 2014 el CONES inicia la regulación de las instituciones de educación superior, con un total de 54 universidades en todo el Paraguay. Normaliza sus políticas, la creación de dichas instituciones, infraestructura para la enseñanza, planes, programas, proyectos educativos, carreras y procesos académicos; con la potestad de intervenir y/o clausurar las instituciones que funcionan con debilidades, o irregularmente en ciertos ámbitos de la gestión.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

La Universidad Americana en los últimos años ha mejorado su capacidad de conectar las actividades académicas, científicas, humanísticas y culturales con el entorno social y ambiental, creando relaciones sostenibles y mutuas con la comunidad que enriquecen la enseñanza, la investigación y apoyan el desarrollo cultural, social y económico a nivel regional como nacional. A través de proyectos específicos, la universidad busca no solo educar, sino también generar un impacto positivo en la comunidad y el entorno.

— AMBIENTALES

Las actividades de la universidad consideran una baja afectación al medio ambiente, a raíz de la naturaleza de sus operaciones centradas en el capital humano, no así en inversiones de capital más allá de la infraestructura necesaria para la realización de la actividad docente. A pesar de esto, la universidad promueve prácticas de sostenibilidad y cambio climático llevando a cabo talleres para sus alumnos, integrando estas temáticas en el currículo.

— SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la universidad son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la universidad y sus empleados.

La institución vela por que cada integrante de la comunidad universitaria contribuya a mantener un entorno laboral y académico libre de conductas de violencia, acoso y discriminación.

A través de programas de extensión, la universidad se involucra en la comunidad, ofreciendo servicios y actividades que benefician a sectores vulnerables.

— GOBIERNOS CORPORATIVOS

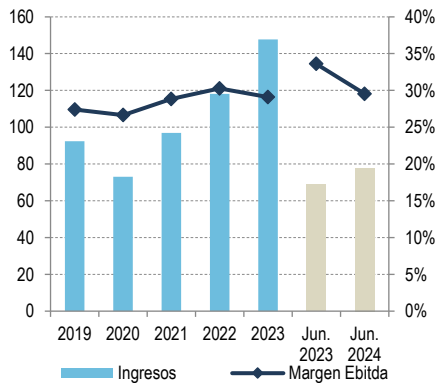
A nivel de gobernanza, la universidad es administrada por una S.A.E, que opera como un organismo de gobierno, donde participa el gobierno académico y también ejecutivos.

Las decisiones se hacen a nivel de equipo directivo, donde están incluidas las áreas de rectoría, gerencia de finanzas, recursos humanos, comercial, operaciones y tecnología.

A su vez, de acuerdo con los estatutos, el directorio estará compuesto por un mínimo de tres integrantes y un máximo de cinco, a designarse por la asamblea de accionistas. Los cargos del directorio estarán compuestos por un presidente, un vicepresidente y los respectivos directores titulares. La duración de los miembros del directorio será de dos años, pudiendo ser reelectos y se deliberará en base a la mayoría del directorio.

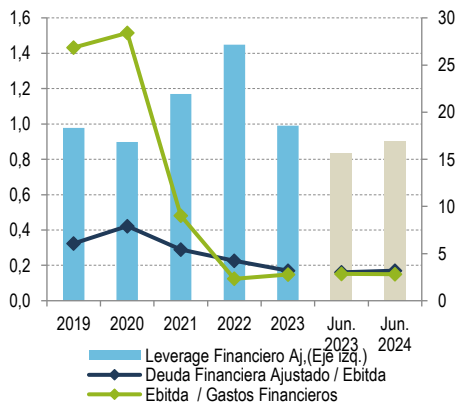
EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en miles de millones de guaraníes



Fuente: Estados Financieros.

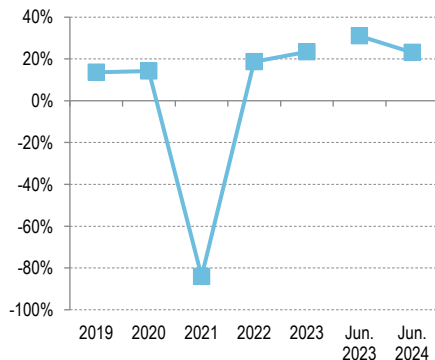
EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



Fuente: Estados Financieros.

INDICADOR DE COBERTURA

FCNOA / Deuda Financiera (%)



Fuente: Estados Financieros.

POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

Aclaración: Es importante destacar que la entidad llevó a cabo un proceso de reorganización a nivel societario, donde a partir de los estados financieros a junio de 2021 se considera la consolidación de INCAD S.A.E. con el resto de las sociedades del grupo. Estas son La Enjundia S.A., Estacionamiento Regulado S.A. y Plataforma Educativa S.A.

Pese a que en los estados financieros auditados hasta 2020, la entidad no registraba deuda financiera, se tiene que, a partir del proceso de consolidación de estados financieros de sociedades relacionadas mencionados anteriormente, la deuda exhibida por INCAD a junio de 2021 mostró diferencias importantes en comparación a lo observado en periodos anteriores.

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Relevante estabilidad en la generación operacional, propia de la industria en la que opera

Los ingresos consolidados de la UA presentan una fuerte dependencia en la docencia de pregrado mostrando una exposición al ciclo económico debido a la demanda existente por la educación superior. Los ingresos se ven fuertemente influenciados por la capacidad de la entidad de captar nuevas matriculas, retener a sus estudiantes y ajustar sus aranceles de forma competitiva sin perder participación de mercado.

Consecuentemente, la evolución de los ingresos de la universidad ha mostrado durante el periodo evaluado una tendencia positiva, exceptuando 2020 debido a efectos de la pandemia, lo cual se encuentra asociado a la adaptación de su estrategia con foco a la modalidad online, incrementando los aranceles como también la cantidad de alumnos.

A diciembre 2023 los ingresos de la Universidad Americana alcanzaron los Gs 147.824 millones, mostrando un avance del 25,1% con respecto al cierre del año anterior. Ello, según su peso relativo, proviene por una mayor recaudación en el segmento de pregrado (con un aumento del 24,0% anual), seguido por SP (96,5% anual) y de postgrado (16,4% anual).

Lo anterior, guarda relación con el aumento de matrículas, sobre todo en modalidad virtual, la que muestra un *peak* histórico de alumnos matriculados, además del alza en el precio de las matrículas.

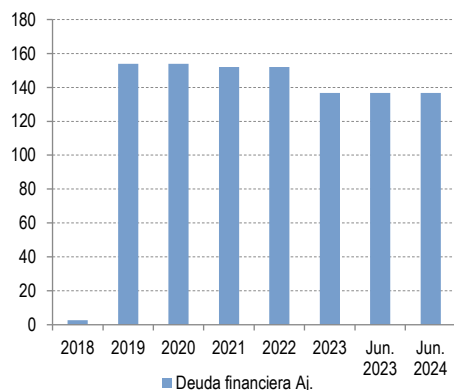
Los costos de la universidad se han incrementado con los años, debido a una mayor contratación de docentes y a un mayor gasto en software para su traspaso a la modalidad virtual. El principal componente de los costos corresponde a las remuneraciones, especialmente del cuerpo docente, el cual ha presentado una tendencia creciente en los últimos periodos, en línea con el aumento de alumnos y carreras disponibles (con excepción de 2020).

Durante 2023, al analizar la estructura de los costos operacionales incorporando la depreciación, se puede apreciar un incremento del 15,7% anual, debido a un menor crecimiento en los gastos de administración y otros (7,8%) mientras que los costos operacionales presentaron un aumento anual del 28,3%, producto del avance tecnológico a la modalidad virtual y la producción de material propio de la entidad.

La generación de Ebitda ha mantenido un constante crecimiento en los últimos años mostrando un avance anual del 20,2% al cierre de 2023, alcanzando los Gs 43.045

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

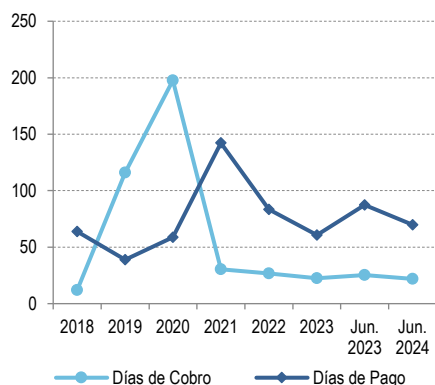
Stock de deuda financiera; cifras en miles millones de guaraníes



Fuente: Estados Financieros.

EVOLUCIÓN DE LOS DÍAS DE COBRO, PAGO E INVENTARIO

Indicadores calculados bajo la metodología de Feller Rate



Fuente: Estados Financieros, considerando cálculos realizados por Feller Rate.

millones. Así mismo, el margen Ebitda durante el periodo analizado se ha mantenido principalmente entre 28,0% y 30%, situándose en un 29,1% a fines de 2023.

Históricamente la universidad ha mostrado una buena capacidad de generación de flujo, considerando el manejo de la cobranza, cuentas por cobrar y las necesidades de capital de trabajo inherentes a su industria. Esto ha permitido, exceptuando en 2021 por temas de fusión, mantener un flujo de caja operacional neto de la operación ajustado (FCNOA) que ha fluctuado entre los Gs 20.000 y Gs 28.000 millones durante 2018 y 2022.

A fines de 2023 el FCNOA se situó en los Gs 31.000 millones mostrando un avance de un 12,3% anual, lo cual se debe a un crecimiento en los cobros por sobre los pagos durante el periodo mencionado.

Lo anterior, sumado a una disminución de los pasivos financieros ajustados ha permitido que el indicador de FCNOA / Deuda Financiera Ajustada se incremente hasta el 31% (23,4% a diciembre 2022).

Al primer semestre del presente año la universidad generó ingresos por Gs 77.759 millones registrando un aumento del 13,2% con respecto a junio de 2023, lo cual se encuentra asociado a un incremento en alumnos en los principales focos de la entidad y un mayor arancel promedio. Esto se vio reflejado en un incremento del 6,7% en pregrado y 3,8% en postgrado.

A igual fecha los costos operacionales siguen la misma tendencia que en periodos anteriores con un avance del 16,7% mientras que los gastos de administración y venta del 20,1%. Esto se debe a una mayor contratación de docentes, específicamente docentes part-time, los cuales al igual que el plan estratégico de la universidad se concentran en la modalidad online.

Consecuentemente, a junio 2024 ante un mayor crecimiento de los costos que en los ingresos, la generación de Ebitda se vio levemente disminuida hasta los Gs 22.956 millones (Gs 23.081 millones a junio 2023), y el margen Ebitda bajó hasta un 29,5% (33,6% a junio 2023), pero manteniéndose por sobre los rangos históricos.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Disminución del stock de deuda financiera en el último periodo, acorde a la estrategia de desapalancamiento

A nivel consolidado la compañía no mantenía deuda financiera en 2019 y 2020. Sin embargo, a raíz de la fusión mencionada anteriormente, se incorporó en dichos años Gs 153.980 millones como deuda ajustada, la cual mantenía La Enjundia S.A. con Banco Continental, que fue obtenida en el año 2019 en el proceso de adquisición de la sociedad. Esta se incorporó para así poder hacer comparable la deuda a la de los años siguientes.

Dichas obligaciones financieras fueron refinanciadas mediante el programa de emisión global G1, cuyas series fueron 4 inicialmente, donde la serie 1 ya fue amortizada y las tres restantes serán amortizadas entre 4 y 7 años más. En línea con lo anterior, desde 2021 la deuda financiera ajustada considera solamente los bonos, descontando la deuda intercompañías y los intereses.

En términos de monto, la deuda financiera ajustada se mantuvo en Gs 152.000 millones entre 2019 y 2022, disminuyendo hasta los 136.800 millones en 2023, suma que se mantiene hasta la fecha.

La base patrimonial, a raíz de la fusión en 2021, alcanzó los Gs 129.965 millones. Posteriormente la entidad se ha enfrentado a pérdidas de última línea los últimos dos años que han presionado el patrimonio, situándolo en 2023 en los Gs 138.220 millones. Este último presenta pérdidas por Gs 14.456 millones que se ve compensado ante un revaluó técnico de Gs 47.734 millones, permitiendo registrar un mayor patrimonio que el año anterior. A junio de 2024 el patrimonio alcanzó lo Gs 151.184 millones debido a las utilidades del periodo.

Cabe destacar que la utilidad al cierre de 2022 y 2023 fue negativa principalmente debido a efectos contables que estarían asociados a la amortización de la plusvalía por la consolidación de las empresas con INCADE S.A.E. Con todo, se esperan que para 2024 su último periodo negativo.

El endeudamiento financiero ajustado en 2022 alcanzó su peak situándose en las 1,4 veces, para posteriormente, considerando los efectos en la deuda y patrimonio mencionados anteriormente, disminuyera hasta las 0,9 veces a junio 2024.

Los indicadores de cobertura han mantenido una tendencia favorable considerando que durante el periodo evaluado se ha observado un constante crecimiento en la generación de Ebitda y una disminución en la deuda en 2023.

En particular el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ha mostrado una tendencia a la baja, pasando desde las 6,9 veces en 2020 hasta las 2,5 veces a junio de 2024 (2,7 veces a diciembre 2023). Así mismo, en el caso del índice Ebitda / gastos financieros se ha mantenido en las 2,8 veces, en los últimos periodos.

El contrato del programa de emisión G1 contempla el cumplimiento de algunos índices financieros (Covenants) referidos a mantener durante toda la vida del bono un ratio de Ebitda / Intereses mayor o igual a 1,5 veces y un ratio de Deuda Financiera / Patrimonio Neto menor o igual a 1,2. Respecto de lo anterior, a junio de 2024 la entidad se encuentra cumpliendo del ratio Deuda Financiera / Patrimonio Neto alcanzando las 0,88x y al cierre de 2023 el ratio Ebitda / Intereses fue de 3,83x (último periodo de medición).

Feller Rate espera que los rangos estructurales de los indicadores de cobertura muestren un comportamiento similar a lo evidenciado en los últimos periodos evaluados, en línea con la generación de Ebitda que debería seguir incrementándose en los próximos periodos en línea con el plan de crecimiento de la compañía, en conjunto con la rentabilización de inversiones de la entidad.

— CONSTITUCIÓN DE FIDEICOMISOS PARA RESGUARDAR EL PAGO DE LOS BONOS

Además de lo anterior, entre los resguardos a mantener por la entidad, se destaca la constitución de dos fideicomisos, los cuales son:

- Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria: que consiste en la formación de un patrimonio autónomo separado y diferente al del fiduciario, que mantenga la propiedad de los bienes inmuebles de la sociedad, como garantía al pago de los bonos.
- Fideicomiso de Flujo de Efectivo: donde se transferirá al fideicomiso todos los derechos de cobro de flujos futuros de INCADE S.A.E. y Universidad Sudamericana y este, luego de pagar sus gastos e impuestos, procederá a retener mensualmente, conforme al cronograma, el importe correspondiente a la provisión del pago de cupón del vencimiento más próximo.

Una vez que el fiduciario obtenga el monto correspondiente al cupón más próximo, deberá automáticamente, y en un plazo no superior a 24 horas transferir el excedente, si hubiere, al fideicomitente.

En caso de que el saldo de la cuenta fiduciaria no fuera suficiente, se procederá a amortizar parcialmente las cuotas de las obligaciones garantizadas y comunicará este hecho a la parte deudora a fin de que proceda al pago del saldo deudor con otras fuentes de ingresos.

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2024, por Gs 30.418 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

LIQUIDEZ: SATISFACTORIA

La liquidez de la UA, con la información al 30 de junio de 2024, está evaluada como “Satisfactoria”, considerando la presencia de caja y equivalentes ajustada por Gs 30.418 millones y una generación de flujos que en términos anuales en torno a los Gs 31.583 millones. En contrapartida, considera la ausencia de vencimientos financieros de capital en el corto plazo y considera intereses por Gs 12.938 millones.

Adicionalmente, la calificación considera un plan de inversiones concentrado en el plan de crecimiento en torno a la virtualidad, por cerca de Gs 15.000 millones para 2024 y el amplio acceso al mercado que tiene la entidad.

	15 Dic. 2021	11 Oct. 2022	31 Oct. 2023	31 Oct. 2024
Solvencia	A-py	A-py	A-py	Apy
Tendencia	Estable	Estable	Fuerte	Estable
Bonos	A-py	A-py	A-py	Apy

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2018	2019	2020	2021*	2022	2023	Jun.23	Jun. 24
Ingresos Operacionales	87.945	92.409	73.035	96.859	118.180	147.824	68.678	77.759
Ebitda ⁽¹⁾	25.196	25.313	19.460	27.944	35.805	43.045	23.081	22.956
Resultado Operacional	18.979	18.127	12.580	20.968	-5.304	4.942	20.229	20.424
Ingresos Financieros		432	1.884	2.393	336	184	42	184
Gastos Financieros	-1.196	-943	-685	-3.094	-15.414	-15.472	-7.711	-7.490
Ganancia (Pérdida) Operaciones Discontinuas								
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	18.435	19.315	14.229	16.933	-25.023	-14.456	11.774	12.964
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	27.649	20.920	21.914	-127.751	28.440	31.946	30.219	29.855
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	27.649	20.920	21.914	-127.751	28.440	31.946	30.219	29.855
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	27.283	21.357	23.799	-127.910	13.362	16.659	22.549	22.549
Inversiones en Activos Fijos Netas	-9.738	-19.838	-10.507	-185.328	7.002	6.521	-98	-1.329
Inversiones en Acciones								
Flujo de Caja Libre Operacional	17.545	1.519	13.291	-313.237	20.364	23.179	22.452	21.220
Dividendos Pagados								
Flujo de Caja Disponible	17.545	1.519	13.291	-313.237	20.364	23.179	22.452	21.220
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros Movimientos de Inversiones				1.422	806	29	26	-108
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	17.545	1.519	13.291	-311.815	21.169	23.209	22.478	21.112
Variación de Capital Patrimonial								
Variación de Deudas Financieras	-2.584	-29.243		310.216	-16.915	-25.046	-26.108	-13.673
Otros Movimientos de Financiamiento	652	1.698	1.149	-342	-1.850	-654	378	1.639
Financiamiento con Empresas Relacionadas								
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	15.612	-26.026	14.441	-1.941	2.404	-2.491	-3.252	9.077
Caja Inicial	16.327	31.940	5.914	20.355	18.414	20.818	20.818	18.327
Caja Final	31.940	5.914	20.355	18.414	20.818	18.327	17.566	27.405
Caja y Equivalentes	31.940	5.914	20.355	19.788	23.015	21.233	19.744	30.418
Cuentas por Cobrar Clientes	2.911	29.755	40.099	8.158	8.744	9.216	9.580	9.533
Inventario								
Deuda Financiera	2.606			310.216	292.456	254.062	266.348	240.388
Deuda Financiera Ajustada ⁽²⁾	2.606	153.980	153.980	152.000	152.000	136.800	136.800	136.800
Activos Totales	153.060	169.386	185.269	461.318	417.204	415.790	455.657	420.710
Pasivos Totales	18.152	11.971	13.625	331.353	312.262	277.569	291.208	269.526
Patrimonio + Interés Minoritario	134.908	157.415	171.644	129.965	104.942	138.220	164.450	151.184

(*) Estados financieros a diciembre de 2021, consideran la consolidación del resto de sociedades del grupo.

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Deuda Financiera Ajustada: Corresponde al capital adeudado de los bonos, anteriormente incorporaba la deuda bancaria de la entidad.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2018	2019	2020	2021*	2022	2023	Jun.23	Jun. 24
Margen Bruto (%)	48,9%	57,7%	58,9%	61,3%	59,8%	58,8%	63,1%	61,9%
Margen Operacional (%)	21,6%	19,6%	17,2%	21,6%	-4,5%	3,3%	29,5%	26,3%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	28,7%	27,4%	26,6%	28,8%	30,3%	29,1%	33,6%	29,5%
Rentabilidad Patrimonial (%)	13,7%	12,3%	8,3%	13,0%	-23,8%	-10,5%	-9,3%	-8,8%
Costo/Ventas	51,1%	42,3%	41,1%	38,7%	40,2%	41,2%	36,9%	38,1%
Gav/Ventas	27,3%	38,1%	41,6%	39,7%	64,3%	55,4%	33,6%	35,7%
Días de Cobro	11,9	115,9	197,7	30,3	26,6	22,4	25,2	21,9
Días de Pago	63,7	38,9	58,7	142,2	83,4	60,6	87	69,7
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento Total	0,1	0,1	0,1	2,5	3,0	2,0	1,8	1,8
Endeudamiento Financiero	0,0	0,0	0,0	2,4	2,8	1,8	1,6	1,6
Endeudamiento Financiero Neto	-0,2	0,0	-0,1	2,2	2,6	1,7	1,5	1,4
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽²⁾	0,0	1,0	0,9	1,2	1,4	1,0	0,8	0,9
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	-0,2	0,9	0,8	1,0	1,2	0,8	0,7	0,7
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	0,1	0,0	0,0	11,1	8,2	5,9	5,9	5,6
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda (vc)	0,1	6,1	7,9	5,4	4,2	3,2	3,0	3,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	-1,2	-0,2	-1,0	10,4	7,5	5,4	5,4	4,9
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda (vc)	-1,2	5,8	6,9	4,7	3,6	2,7	2,6	2,5
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	21,1	26,9	28,4	9,0	2,3	2,8	2,8	2,8
FCNOA / Deuda Financiera (%)	1061,1%			-41,2%	9,7%	12,6%	15,9%	13,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-94,3%	-353,7%	-107,7%	-44,0%	10,6%	13,7%	17,2%	15,0%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%)	1061,1%	13,6%	14,2%	-84,0%	18,7%	23,4%	31,0%	23,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada(%)	-94,3%	14,1%	16,4%	-96,6%	22,0%	27,6%	36,2%	29,7%
FCNOA / Deuda Corriente	1061,1%			-915,0%	213,1%	246,9%	317,9%	244,1%
Liquidez Corriente (vc)	2,0	4,2	4,9	1,5	1,6	1,4	1,3	1,5

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Deuda Financiera Ajustada: corresponde al préstamo bancario con Banco Continental.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

Emisión de Bonos Corporativos

Programa G1

Valor total de la emisión	152.000 millones de Guaraníes
Fecha de registro	17/12/2021
Covenants	Cobertura de Ebitda / Gastos Financieros igual o superior a 1,5 veces y un ratio de Deuda Financiera / Patrimonio menor o igual a 1,2 veces
Plazo de vencimiento	Entre 365 días a 3650 días, a ser definido en cada serie
Conversión	No Contempla
Resguardos	Constitución de fideicomisos de Garantía y de Pago.
Garantía	Quirografica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	Programa G1	Programa G1	Programa G1
Monto de la emisión	30.400 millones de guaraníes	53.200 millones de guaraníes	53.200 millones de guaraníes
Plazo	2.548 días	3.276 días	3.640 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8,20%	9,50%	10,20%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría 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.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

ACCIONES

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

TENDENCIA

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadoradora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

CREDITWATCH

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

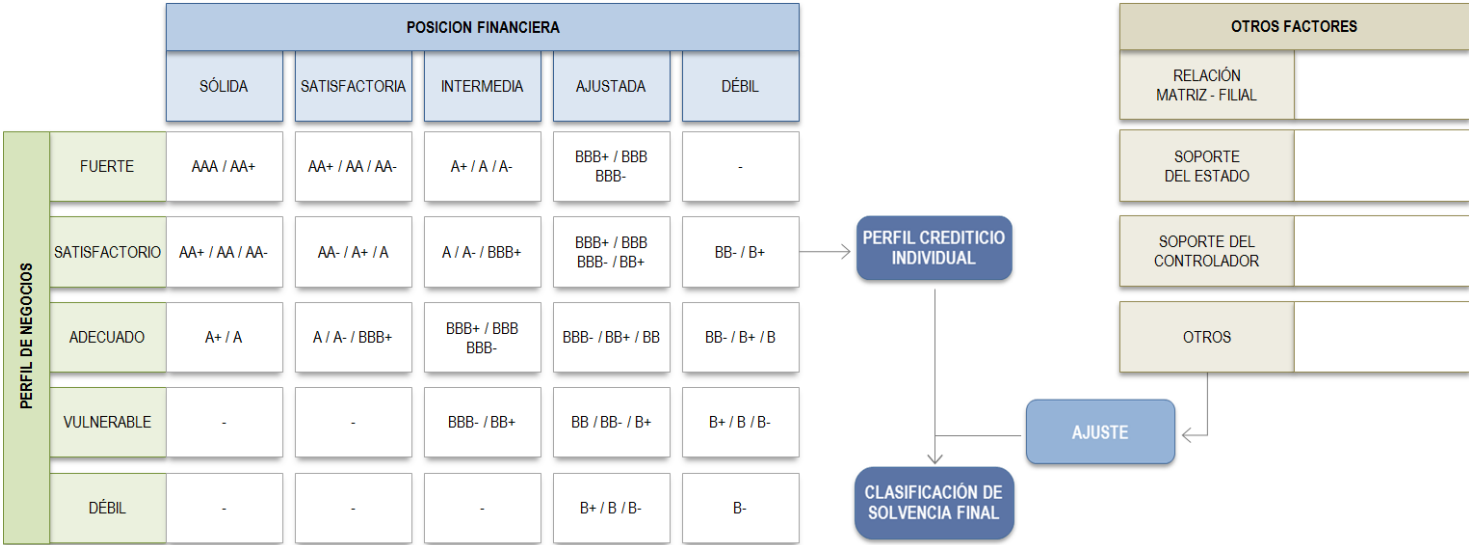
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



EQUIPO DE ANÁLISIS:

- José Manuel Escalona – Analista principal
- Felipe Pantoja – Analista secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 30 de octubre de 2024.

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 30.06.2024.

- Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.
www.feller-rate.com.py
 Av. Perú esq. España n°505, Asunción, Paraguay
 Tel: (595) 21 225485 // Email: info@feller-rate.com.py

Entidad	Calificación Local	
INCADE S.A.E.	Solvencia	Apy
	Bonos PEG G1	Apy
	Tendencia	Estable

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en:

- www.feller-rate.com.py

METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pyproceso.pdf>

NOMENCLATURA

A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para más información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <https://www.feller-rate.com/clasificacion/nomenclatura/PY>

DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

EDUARDO FERRETTI
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILLO
p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.

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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.