

DULSAN ORGÁNICA S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1

MONTO MÁXIMO: USD. 1.200.0000

PLAZO MÁXIMO DE VENCIMIENTO: 5 AÑOS

PEG USD1	MAR-2024
CATEGORÍA	pyBBB-
TENDENCIA	Estable

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

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Solventa & Riskmétrica asigna la calificación **pyBBB-** con tendencia **Estable** al Programa de Emisión Global USD1 de Dulsan Orgánica S.A. con fecha de corte al 31 de Marzo de 2024, fundamentada en los razonables niveles de solvencia, a partir de la constitución de reservas de revalúo técnico y capitalización, acompañado de mayores operaciones y ventas de granos al exterior, y sumado al establecimiento del fideicomiso de garantía de su planta industrial para la presente emisión. En contrapartida, la calificación considera el relativo elevado endeudamiento con deudas bancarias de corto plazo, así como de los costos financieros y operativos, además de la ajustada generación del flujo operativo, que derivan en bajos niveles de liquidez y rentabilidad.

El endeudamiento de la empresa disminuyó desde 2,97 en Dic22 hasta 0,98 en Dic23, y comparativamente en términos interanuales hasta 1,60 en Mar24, luego de la constitución neta de reservas de revalúo técnico de inmuebles en Gs. 9.491 millones y la última capitalización registrada de Gs. 4.200 millones. Esto fue acompañado por un aumento interanual del pasivo en 4,47%, hasta Gs. 36.691 millones en Mar24, concentrado en 83,11% en deudas bancarias de corto plazo, en línea con la modalidad de financiamiento de sus operaciones. En 2023, los niveles deuda respecto al Ebitda y las ventas han disminuido hasta 4,29 y 0,42, respectivamente, en Dic23, mientras que en los cortes interanuales fueron de -32,53 y -1,23 en Mar24, derivado de la estacionalidad de sus operaciones, siendo desfavorables respecto a empresas similares.

El aumento de los activos desde Gs. 43.068 millones en Mar23 a Gs. 59.572 millones en Mar24 responden principalmente a la adquisición de un inmueble y la valorización de inmuebles industriales, mediante tasación, lo que ha sido acompañado por un aumento de las ventas en 23,49%, hasta Gs. 55.655 millones en Dic23, principalmente por la mayor comercialización de sésamo al exterior, y en 14,82% interanual, hasta Gs. 7.438 millones en Mar24, lo que generó un ligero crecimiento de su cartera de créditos hasta Gs. 8.775 millones y de su inventario a Gs. 9.579 millones en Mar24.

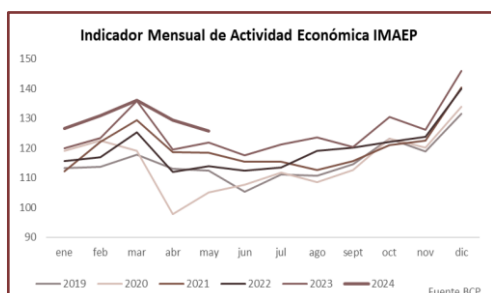
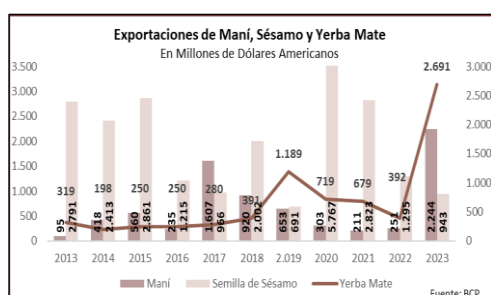
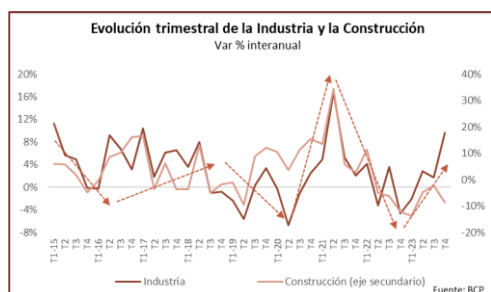
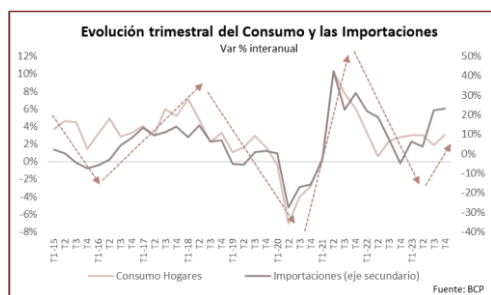
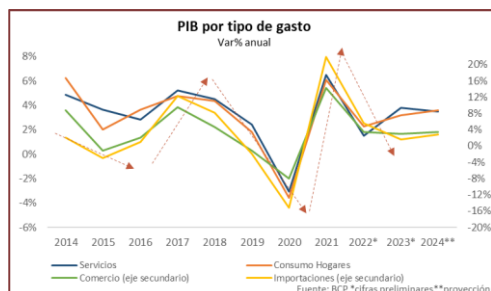
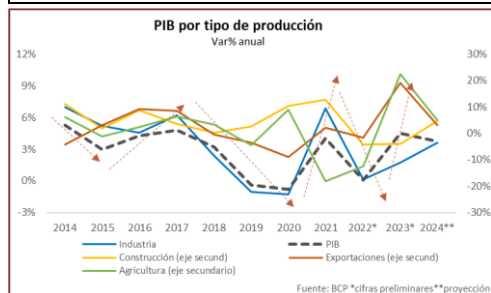
La empresa mantuvo un bajo nivel relativo de liquidez y generación de flujo operativo, aunque con una ligera mejora de sus recursos disponibles en Mar24, debido a los mayores préstamos obtenidos de corto plazo, alcanzando Gs. 5.592 millones. Esto tuvo un leve efecto favorable en el ratio de liquidez general hasta 1,03 y del ratio de prueba ácida hasta 0,76 en Mar24, así como en el indicador de efectividad, que subió a 15,86%, aunque se mantienen desfavorables respecto a empresas similares.

Con el aumento de los ingresos en 2023 y el corte de Mar24, los márgenes de utilidad bruta han mejorado, siendo el aumento interanual de 14,16%, desde Gs. 1.497 millones en Mar23 hasta Gs. 1.709 millones en Mar24. Por su parte, si bien los gastos operativos se han mantenido relativamente en elevados niveles, los

costos financieros aumentaron con el mayor financiamiento bancario y han incidido en la menor utilidad neta de Gs. 1.600 millones a Dic23, con un indicador ROE de 7,10% siendo un nivel razonable para el tipo de negocio.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia Estable refleja la razonable expectativa sobre la situación general de Dulsan Orgánica S.A. considerando la moderada evolución de sus operaciones, con un aumento de las ventas en el exterior, y el reciente fortalecimiento de su solvencia.	- Mejora en la solvencia con la continua capitalización y el revalúo técnico registrado de sus inmuebles. - Aumento de las ventas al exterior y de sus operaciones en 2023 y 2024. - Amplia capacidad instalada para el procesamiento de granos y productos comercializados.	- Relativo elevado endeudamiento de corto plazo y mayores costos de financiamiento. - Bajos niveles de liquidez y ajustada generación de flujo operativo. - Continua variabilidad de los resultados y rentabilidad, derivadas de los ciclos productivos.

ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 fue de un ciclo económico descendente, seguido por otro con una tendencia positiva en el periodo 2016-2017. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía ha experimentado una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del COVID-19, con registro de bajas tasas históricas de crecimiento en todos los sectores de la economía.

En el 2020, los sectores de las exportaciones y de la industria han registrado mínimos de -9,0% y -1,3%, respectivamente, lo que ha influido en la disminución del PIB a un mínimo histórico de -0,8%. Como excepción, la agricultura y el sector de la construcción tuvieron comportamientos positivos, alcanzando altas tasas de crecimiento de 9,0% y 10,5%, respectivamente. La contracción del periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía. Los sectores del PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas en el 2020 de -3,6% en Consumo, 4,7% en la Formación Bruta de Capital y -15,2% en Importaciones.

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

Las cifras preliminares del año 2022 reflejan un bajo crecimiento del PIB de solamente 0,2%, condicionado por la situación económica del sector agroexportador, con tasas negativas de -12,7% y -1,6% para la agricultura y las exportaciones, respectivamente. Este menor desempeño de la economía en el 2022 ha repercutido sobre la industria, las importaciones y el consumo, registrando tasas bajas de 0,1%, 5,6% y 2,2% respectivamente.

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

Al cuarto trimestre del 2023, el consumo privado ascendió 3,1% interanual debido al desempeño de los servicios, los bienes durables y no durables. A su vez, las importaciones crecieron 23,2% interanual, explicado por aumentos en maquinarias y equipos, productos químicos, y farmacéuticos. Además, la manufactura creció 9,6% interanual, generado por la producción de aceites y carnes. No obstante, se registraron descensos en la producción de azúcar, y papel y sus derivados. En contraste, la construcción descendió 8,5% interanual, producto de la menor ejecución de obras privadas y públicas, lo cual generó la menor demanda de insumos (cemento y asfalto). De esta manera, el PIB trimestral aumentó 4,9%, y el PIB acumulado creció 4,7% en el 2023.

En este contexto económico de fluctuaciones cíclicas, las exportaciones de los productos más representativos de la empresa han registrado una evolución variable, con aumentos y descensos a lo largo de los últimos años. Sin embargo, se observa una trayectoria creciente para el periodo 2022-2023. El valor acumulado de las exportaciones de semillas de sésamo, maní y yerba mate aumentó en 203,30%, desde US\$ 1.938 millones hasta US\$ 5.878 millones. En cuanto al Indicador Mensual de la Actividad Económica (IMAEP), este ha exhibido un comportamiento favorable durante 2023 y registró un promedio de 125 en términos de índice y una variación acumulada del 5%. Este desempeño positivo se debió principalmente al buen rendimiento de los sectores de servicios, manufacturas y generación de energía eléctrica.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Empresa especializada en el procesamiento y comercialización de granos y hierbas, con 17 años de trayectoria en el sector agroindustrial, y con operaciones enfocadas en el mercado internacional

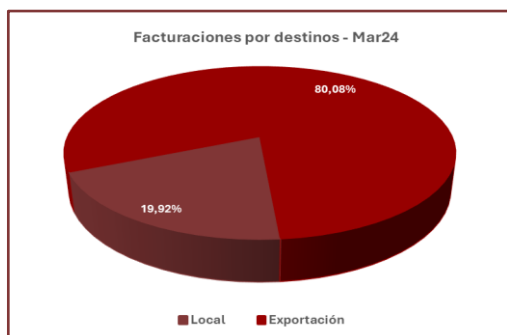
Dulsan Orgánica S.A. es una empresa dedicada al acopio, procesamiento, comercialización y exportación de productos agrícolas, principalmente de granos de sésamo blanco en sus distintas variedades (confitero y mecanizado), sésamo negro, chía, maní, así como hierbas medicinales y aromáticas como stevia, cedrón, yerba mate, lemon verbena y cáscara de cítricos, lo que explica la naturaleza estacional de sus operaciones y las características de su negocio. Además, si bien ha incursionado anteriormente en la elaboración de productos envasados de aceites naturales y mezclas de té con Stevia, cabe señalar que la misma se encuentra inactiva actualmente. La sociedad fue constituida en febrero de 2007 bajo la denominación de Dulsan Orgánica S.R.L., y en agosto de 2013 cambió a su razón social actual.

La empresa se enfoca principalmente a las exportaciones de granos y hierbas a más de 80 países, entre ellos Japón, Rusia, México, Taiwán y Vietnam. Los productos comercializados se utilizan principalmente para la producción alimentaria de personas y animales. La empresa cuenta con sus propios depósitos de almacenaje, líneas de limpieza y clasificación de granos, y en 2010 amplió sus instalaciones con molinos de hierbas y en 2014 con una nueva línea de producción de aceites crudos.

Con 17 años en el mercado, se ha consolidado como una empresa con una adecuada trayectoria en su nicho de mercado, coherente con su gestión de ventas y en el ámbito empresarial. Su amplia gama de productos agrícolas exportados le permite participar en importantes ferias internacionales de alimentos, como SIAL, ANUGA, FOODEX y FOOD TAIPEI. En 2023, participó en la Feria ANUGA, realizada en la ciudad de Colonia, Alemania, con el cofinanciamiento del 60% obtenido a través de proyectos con el MIC-Rediex/BID.

La empresa es un participante mediano dentro del mercado competitivo en el que opera, con numerosos participantes y productos de demanda variable, además de una amplia variedad de productos sustitutos en todas sus líneas.

Además, de sus canales de comercialización y distribución, asiste a ferias internacionales, congresos de comercio y la implementación de un plan de seguimiento a potenciales clientes a través de las plataformas de comunicación, ya sea directamente con el potencial cliente o mediante un intermediario, conocido como bróker. Uno de los objetivos principales de la empresa es ampliar su cartera de clientes a nivel mundial, ya que la diversificación de mercados es altamente valorada por los inversores y representa una ventaja comercial para la empresa, al igual que la posibilidad de generar mayores ingresos a través de una eficiente rotación de capital.



Con relación al destino de los productos elaborados, al cierre del primer trimestre de 2024, las exportaciones representaron el 80,08% de las facturaciones totales, mientras que las ventas en el mercado local tuvieron una participación del 19,92%. Sobre las facturaciones por modalidad, la mayor parte de las ventas se realiza a créditos de corto plazo, en línea a la estacionalidad de los negocios, con una proporción de 99,80%, que alcanzó Gs. 7.397 millones en Mar24, mientras que las ventas al contado llegaron a Gs. 15 millones y representó el 0,20%.

En lo que respecta a las ventas por tipo de producto, la principal línea de negocio de la firma y su principal fuente de ingresos a Dic23 es la venta de granos, con una participación del 98,08% y un volumen de ventas de Gs.

54.532 millones. Seguidamente, se encuentra el servicio de limpieza de granos, con una participación del 1,02% y un volumen de operaciones de Gs. 564 millones. En menor medida, se encuentra la venta de hierbas (stevia, cedrón, yerba mate, entre otros) y tahine, que representan el 0,90% de las facturaciones totales, con un volumen de Gs. 502 millones. Cabe señalar que las ventas se registran principalmente en el segundo y tercer trimestre del año, asociada a la estacionalidad de sus operaciones y negocios.

En cuanto a su estructura edilicia, la empresa dispone de una planta industrial ubicada en la Ciudad de Luque, sobre la Ruta Luque-Limpio, en el Barrio Mora Cue. Este centro es su principal centro de distribución, logística y procesamiento. Esta planta industrial tiene una capacidad de procesamiento de 30.000 kg de materia prima al día, dividida en dos líneas de procesamiento: Línea 1 (para sésamo negro), Línea 2 (Sésamo Blanco y Chía) ambos con líneas paralelas de reprocesos con una capacidad de almacenamiento de 2.000 toneladas de granos.

La empresa cuenta con una propiedad, que había adquirido en 2014 en la ciudad de Limpio, para el procesamiento de chía, maní y sésamo de cosecha mecanizada. Cuenta con 1.000 m2 de construcción y con dos líneas de procesamiento de granos bien definidas; la de granos de sésamo y chía (línea 1), y la de maní (línea 2), con una capacidad de procesamiento anual hasta 10.000 Tm de productos y representaría el 60% de su capacidad total. Asimismo, posteriormente se han comprado más inmuebles en la misma zona.

Al respecto, la empresa también dispone de siete centros de acopios distribuidos en distintas zonas de producción: Yby Ya'u (Concepción), Santa Rosa del Aguaray, Liberación y Santani (San Pedro), Curuguaty (Canindeyú), Carayao (Caaguazú) y General Artigas (Itapúa), así como acopiadores independientes en Capiibary, General Aquino y en el Chaco.

Asimismo, ha fortalecido su flota de vehículos destinados a gestiones administrativas y de ventas con la adquisición de un camión de cargas Isuzu y de una camioneta Toyota Hilux, ambas utilizados en los centros de acopio de la empresa. Cabe mencionar que la empresa cuenta con pólizas de seguros con compañías aseguradoras del mercado paraguayo para su parque automotor.

Actualmente, la empresa forma parte de importantes cámaras de comercio del país, buscando fortalecer su presencia en el competitivo mercado en el que participa, tales como la Union Industrial Paraguaya (UIP), la Cámara Paraguaya de Exportadores de Sésamo (CAPEXSE) y la Cámara de Comercio e Industria Paraguayo-Alemana.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Propiedad controlada por sus principales accionistas, con una activa participación en la dirección de la empresa y apoyados por una plana ejecutiva con amplio conocimiento del negocio

PLANA ACCIONARIA A MAR23				
Nº	Accionista	Cant. de acciones	Monto	% de partic.
1	Volodymyr Mulkevych	300	3.000.000.000	25%
2	Gilberto Ozorio	300	3.000.000.000	25%
3	Sergii Smagin	300	3.000.000.000	25%
4	Nataliya Kupets	264	2.640.000.000	22%
5	Olksandr Yeremenko	36	360.000.000	3%
Total Capital Integrado		1.200	12.000.000.000	100%

La estructura de propiedad de Dulsan Orgánica S.A. se ha mantenido sin modificaciones desde su cambio de razón social, donde cada socio controla un porcentaje de las acciones. Los principales accionistas son los señores Volodymyr Mulkevych, Gilberto Ozorio y Sergii Smagin, quienes poseen cada uno con una participación del 25% del capital integrado, seguidos por la Sra. Nataliya Kupets y el Sr. Olksandr Yeremenko, con participaciones del 22% y 3%, respectivamente.

Todas las acciones registradas por la compañía han sido nominativas y fueron 1.200 acciones en Mar24, con un valor nominal Gs. 10 millones cada una. Cabe mencionar que, en cuanto a los niveles de vinculación con otras empresas, la sociedad no posee acciones en otras empresas.

DIRECTORIO	
Cargo	Nombre y Apellido
Presidente	Gilberto Ozorio
Vicepresidente	Volodymyr Mulkevych
Director Titular	Olksandr Yeremenko
Síndico Titular	Lic. Mónica Roa
Síndico Suplente	Lic. Yessica Rodríguez

La sociedad está dirigida y administrada por un Directorio compuesto por 3 miembros titulares, siendo designados por la Asamblea de entre los accionistas. Su función principal es la representación, dirección y supervisión de la empresa, además de la realización de cuantos actos resulten necesarios para la consecución del objeto social.

Si bien para el periodo 2022-2023 fueron designados los Sres. Gilberto Ozorio, Volodymyr Mulkevych, Sergii Smagin y Olksandr Yeremenko como directores titulares, para el periodo 2024-2025, quedaron 3 miembros titulares en la Asamblea Ordinaria de Accionistas N° 13 de febrero del 2024.

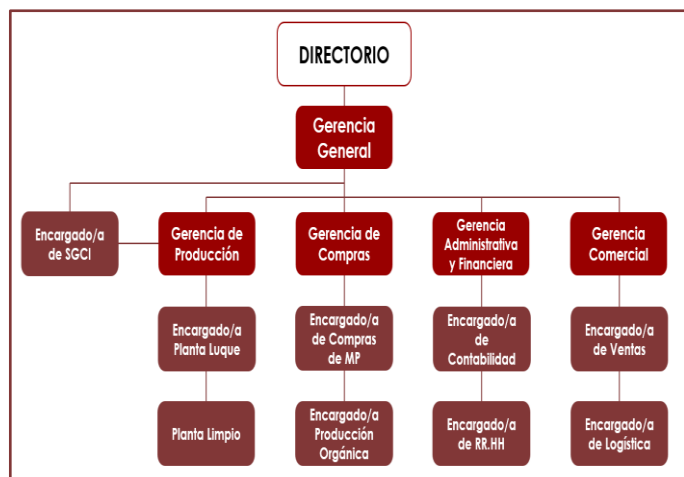
PLANA EJECUTIVA	
Cargo	Nombre y Apellido
Gerente General	Gilberto Ozorio
Gerencia de Producción	Volodymyr Mulkevych
Gerencia de Compras	Gilberto Ozorio
Gerencia Administrativa y Financiera	Eslian Rodríguez
Gerencia Comercial	Volodymyr Mulkevych
Encargado/a de SGCI	Milagros Serván

Con relación a la estructura organizacional, el organigrama de la planta industrial a Dic23 detalla que la empresa cuenta con una Gerencia General, de la que dependen otras gerencias como la Gerencia de Producción, la Gerencia de Compras, la Gerencia Comercial y la Gerencia Administrativa y Financiera, que a su vez se desglosan en diferentes departamentos que abarcan áreas industriales, productivas, de compras-ventas, de

contabilidad (tercerizada), de logística, entre otros; que fortalecen las tareas operativas de la empresa y la gestión de talento humano. Al respecto, cabe señalar que la gerencia general está a cargo del Presidente del Directorio.

El organigrama también especifica que de la Gerencia General se desglosa un departamento, que no llega a un nivel gerencial, pero es significativo dentro de la organización, que es el Departamento de SGCI (Sistema de Gestión de Calidad e Inocuidad). De acuerdo con sus niveles de operaciones, la estructura organizacional de la empresa presenta una adecuada distribución de funciones, lo que ha permitido un buen desenvolvimiento en sus actividades, la correcta gestión de los directivos y la participación del personal de todas las áreas. Actualmente, cuentan con un total de cerca de 40 funcionarios, distribuidos por tipo de gestión en 12 personas en el área comercial-administrativa y 28 personas en el área técnica operativa.

Con respecto al capital integrado de la empresa, ha registrado un incremento del 55,44% desde Gs. 7.720 millones en Mar23 hasta 12.000 millones en Mar24, derivado de la capitalización de Gs. 4.200 millones, correspondiente al 30,67% del revalúo técnico realizado en el 2023 según Acta Directorio N° 127 de fecha 30/09/2023. Cabe mencionar que en abril de 2024, mediante Acta de Asamblea Extraordinaria N° 14, se decidió el aumento del capital social de Gs. 12.000 millones hasta Gs.



30.000 millones, esto en consideración a fortalecer la capacidad patrimonial de la empresa ante la inminente incursión en el mercado de valores en el presente periodo.

Aunque la empresa no cuenta con una política formalizada de capitalización y distribución de dividendos, la Asamblea de Accionistas es la encargada de decidir anualmente el destino de las utilidades. Desde el ejercicio 2021, los accionistas han establecido como parámetro distribuir solo hasta el 50% en caso de obtener una buena rentabilidad. En ese sentido, los resultados del ejercicio 2021 fueron distribuidos en un 50%, mientras los resultados del 2022 y 2023, se capitalizaron en su totalidad.

En cuanto a las políticas de buen gobierno corporativo, la empresa ha introducido gradualmente practicas básicas como la formación de áreas de trabajo, la capacitación de los funcionarios, el establecimiento de procedimientos de calidad

internacional y la constante comunicación con los clientes. Aun así, resulta fundamental ampliar la implementación de más políticas y la preparación de un manual propio, en consideración a la vinculación de sus principales accionistas en el Directorio y su elevada concentración en las decisiones estratégicas de la firma.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Modelo operativo con prácticas y procedimientos ajustados y adecuados al desarrollo de sus operaciones de procesamiento y comercialización

Dulsan Orgánica S.A. ha desarrollado un departamento de compras, integrado por profesionales de ingeniería agronómica y bajo la supervisión de los directivos, con el objetivo de asegurar una provisión constante de materia prima con la calidad requerida por los mercados internacionales. Esta provisión se ha fortalecido mediante alianzas comerciales con diferentes productores en varias regiones del país.

Además, cuenta de un departamento comercial, responsable del comercio internacional de los productos ofertados, del cumplimiento del traslado de las mercaderías a los clientes, y de la gestión de los contratos y los cobros de los envíos. El valor de estas operaciones varía según el tipo de embarque, el mercado de destino (asiático, europeo, americano, etc.) y el volumen contratado. Este departamento comercial tiene el acompañamiento cercano de la gerencia comercial, lo que facilita el acceso y la presencia en puntos importantes de ventas.

La empresa opera mayormente bajo una modalidad de crédito, dada la naturaleza de sus operaciones enfocadas principalmente en exportaciones. Generalmente, se solicita un anticipo entre el 10% y el 30%, mientras que el saldo con un vencimiento entre 60 días y 90 días. Cabe destacar que se otorga al cliente una línea de crédito basada en montos de compra anuales, plazos estándares de pago, e historial de pagos o referencias correctas de los clientes. Para mitigar riesgos crediticios, desde 2023 la empresa ha implementado planes de previsión en caso de impago.

En cuanto a las políticas de financiamiento, la empresa no dispone de manuales o reglamentos por escrito para el fondeo de sus operaciones, pero ha establecido la posibilidad de emitir bonos en el mercado de capitales, financiarse por medio del giro operativo de la empresa y/o acceder a líneas de créditos con bancos locales e internacionales.

Asimismo, la empresa dispone de una adecuada estructura tecnológica para sus operaciones, que incluye un servidor con UPS, del cual depende una red de computadores personales con un respaldo general de la información. Este respaldo se realiza en un PC distinto, con dos dispositivos simultáneos de 2Tb cada uno, para la conservación de información relevante, en el que cada PC tiene instalado un antivirus que se actualiza permanentemente para evitar propagación de malware. El acceso a la red del servidor se puede realizar vía cable UTP o Wifi, mediante un access point especializado después del firewall del servidor.

Para la contabilidad y Finanzas, se utiliza el software contable Century, adaptado con módulos específicos para el rubro agroindustrial y reforzado con los programas nacionales Marangatú y Tesaka. El servidor de los correos es corporativo, con un servicio tercerizado de una empresa líder en mercado nacional, que dispone con 2TB de espacio para emails y la página web corporativa, que informa a los clientes sobre los rubros y actividades de la empresa.

El control interno se gestiona a través de planes estratégicos anuales de auditoría interna, y cuenta con un enfoque preventivo y multidisciplinario. Los análisis abordan varias áreas importantes de la empresa, con un enfoque cualitativo-cuantitativo. Los reportes y el nivel de cumplimiento de los requisitos de auditoría interna se presentan trimestralmente, cumpliendo con las especificaciones de calidad establecidas por la empresa. Asimismo cuenta con los servicios profesionales de auditoría externa de la firma Consultora Alemana Paraguaya.

La compañía ha establecido un manual de calidad e inocuidad, que abarca objetivos y metas para demostrar un pleno compromiso con la implementación de los requisitos de la Norma Mundial de Seguridad Alimentaria y con procesos que facilitan la mejora continua en la seguridad alimentaria, la gestión de calidad y la cultura de seguridad alimentaria.

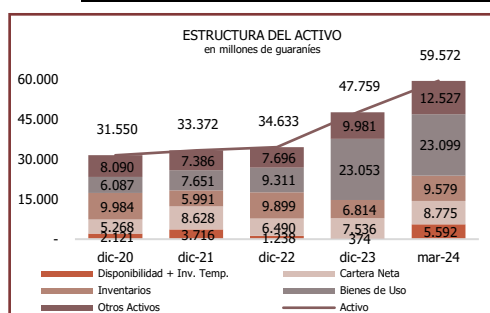
Actualmente, cuenta con seis certificados internacionales de calidad, el Certificado Orgánico JAS, el Certificado Orgánico NOP, el Certificado Orgánico (EC) 834/2007 y (EC) 889/2008, además de los Certificados BRCGS y Fairtrade sumándole la certificación del procesamiento Orgánico. Estas certificaciones garantizan que la empresa cumple con parámetros claves, como la inocuidad alimentaria en toda la cadena de suministro, condiciones comerciales más justas entre agricultores y compradores, protección del medioambiente y del clima, la conservación de la fertilidad del suelo y el mantenimiento de la biodiversidad, entre otros. Estas certificaciones favorecen el acceso a más oportunidades de negocios.

Finalmente, el área de talento humano cuenta con un manual de política de comportamiento del personal, en el que se detallan los criterios que deben ser observados para asegurar la inocuidad de los productos elaborados, ya sea por los manipuladores de alimentos o por todos aquellos involucrados en los procesos de producción o actividades de soporte a la producción (mantenimiento, control de calidad, etc.).

SITUACIÓN FINANCIERA

ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Creciente estructura de activos, por la adquisición y revalorización de los activos fijos, con una mayor cartera de créditos e índice de morosidad, sin contar aún con una cobertura de previsiones



Los activos totales de la empresa han crecido a una tasa promedio de 18,08% durante el periodo 2019-2023, aumentando 37,90% desde Gs. 34.633 millones en Dic22 hasta Gs. 47.759 millones en Dic23, tendencia creciente que continuo en el primer trimestre del 2024, que aumentó hasta Gs. 59.572 millones.

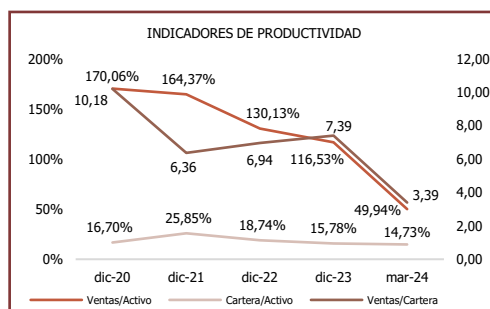
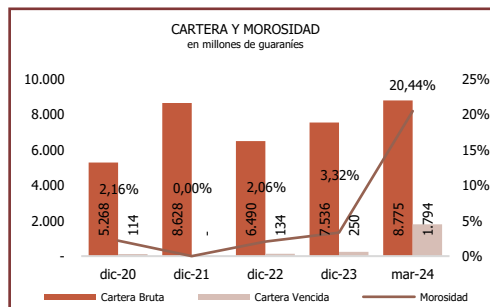
Este crecimiento se debió principalmente al incremento de los bienes de uso, que aumentaron 147,60% desde Gs. 9.311 millones en Dic22 hasta Gs. 23.099 millones en Mar24, principalmente por la adquisición y revaluación técnica de componentes de su activo fijo por edificios y terrenos, que en conjunto sumaron Gs. 13.692 millones.

Asimismo, los otros activos mantuvieron su tendencia creciente, aumentando 29,69% desde Gs. 7.696 millones en Dic22 hasta Gs. 9.981 millones en Dic23 y hasta Gs. 12.527 millones en Mar24. Este incremento se explicó mayormente por el aumento de la cuenta de anticipos a proveedores hasta un valor de Gs. 4.729 millones en Mar24.

Adicionalmente, los inventarios y las disponibilidades se recuperaron durante el primer trimestre del 2024, con importantes aumentos en sus valores hasta Gs. 9.579 millones y Gs. 5.592 millones, respectivamente, tras haber mostrado trayectorias variables, con altibajos a lo largo del último quinquenio.

La cartera de créditos también siguió una trayectoria creciente desde Dic22, aumentando hasta Gs. 8.775 millones en Mar24, constituidos mayormente por deudores por venta al exterior hasta Gs. 7.260 millones. En cuanto a la calidad de cartera, los créditos vencidos en tramos superiores (61 a 360 días) aumentaron hasta Gs. 1.794 millones en Mar24, acompañado por casi nulo nivel de cobertura de previsiones, política recién aplicada a partir de 2023. Con ello, el indicador de morosidad aumentó a 20,44% en Mar24, así como el indicador de morosidad con respecto al patrimonio, que subió a 7,84% en el mismo periodo, aunque los mismos se encuentran favorablemente frente a empresas similares.

Con respecto a sus niveles de productividad, el indicador de ventas con respecto a la cartera de créditos, que había mostrado una tendencia creciente

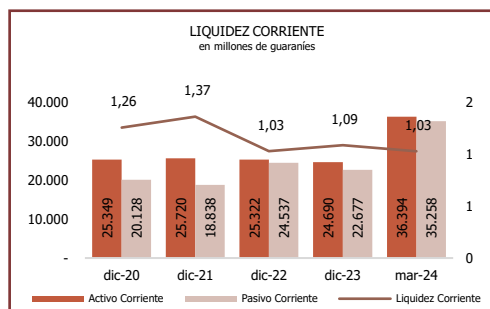


pasando a 6,94 en Dic22 y a 7,39 en Dic23, descendió en el primer trimestre del 2024 a 3,39%, debido al incremento de la cartera en mayor proporción que las ventas. De igual forma, la relación entre el nivel de ventas y los activos disminuyó desde 116,53% en Dic23 hasta 49,94% en Mar24, al igual que la relación de la cartera de créditos y los activos, que se redujo hasta 14,73% en Mar24. Estas disminuciones se debieron principalmente al aumento del activo en mayor proporción que las ventas y la cartera de créditos, respectivamente.

LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Bajos niveles de liquidez, con una leve mejora en sus indicadores a Mar24, aunque presionados por la concentración del financiamiento con mayores deudas financieras de corto plazo

Los activos corrientes han mostrado una trayectoria variable, como la disminución de 2,50% de Gs. 25.322 millones en Dic22 a Gs. 24.690 millones en Dic23, en contraste con el aumento del 47,40% registrado en Mar24 hasta Gs. 36.394 millones y que representó el 61,09% de los recursos totales de la empresa en ese corte. Este aumento permitió cubrir 1,03 veces el valor



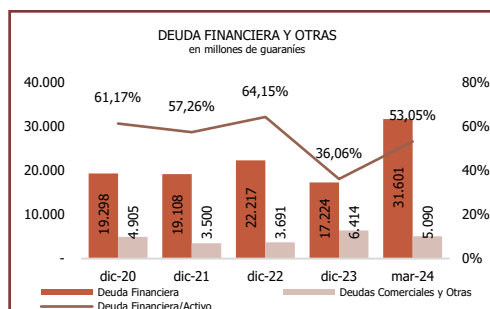
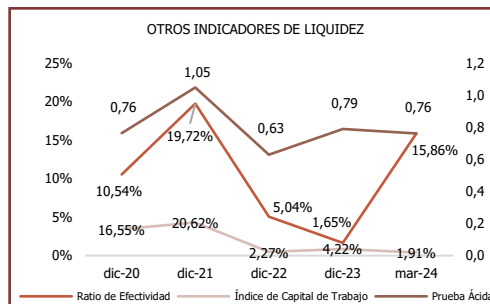
de las deudas de corto plazo, las cuales también aumentaron 55,48%, desde Gs. 22.677 millones en Dic23 hasta Gs. 35.258 millones en Mar24.

La variación del activo corriente se debió principalmente al incremento significativo de las disponibilidades hasta Gs. 5.592 millones en Mar24, y al aumento del inventario hasta Gs. 9.579 millones en el mismo periodo. Por otro lado, el incremento de los pasivos corrientes se debió al aumento de la deuda bancaria hasta Gs. 30.495 millones.

Por consiguiente, el indicador de liquidez corriente disminuyó levemente a 1,03 en Mar24, en comparación con los periodos anteriores. El comportamiento en el primer trimestre del 2024 se debió al aumento del pasivo corriente y, por ende, del nivel del endeudamiento, principalmente por el aumento de las deudas financieras.

El ratio de efectividad, que mide la proporción de la deuda corriente cubierta por los activos más líquidos de la empresa, descendió de 5,04% en Dic22 a 1,65% en Dic23, debido al bajo nivel de disponibilidades en ese periodo. No obstante, el mejor desempeño de las disponibilidades en Mar24 provocó un aumento del ratio de efectividad hasta 15,86%.

En cuanto al índice de capital de trabajo, registro un incremento en el periodo 2022-2023, creciendo de 2,27% a 4,22%, no obstante, disminuyendo nuevamente a 1,91% en Mar24. En esa misma línea, la prueba ácida, que excluye los inventarios, también aumentó desde 0,63 hasta 0,79 en el mismo periodo, disminuyendo levemente hasta 0,76 en Mar24.



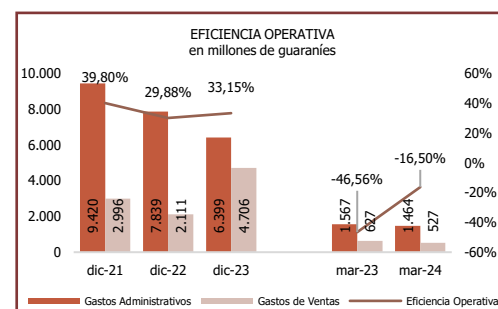
Con relación al fondeo de sus operaciones y sus planes de inversión, la empresa se financia principalmente a través de deudas bancarias con importantes entidades financieras locales, con un 96,50% en el corto plazo y el 3,50% restante a largo plazo.

Cabe señalar, que a Dic23 las deudas financieras han disminuido 22,47% hasta Gs. 17.224 millones, aunque se recuperaron en Mar24 con un incremento del 83,47% hasta Gs. 31.601 millones. Como resultado, el indicador que relaciona la deuda financiera con los activos aumento de 36,06% en Dic23 a 53,05% en

Mar24, lo que indica un mayor nivel de financiamiento de los activos mediante recursos financieros. En cuanto a las otras deudas, incluidas las de proveedores, estas disminuyeron 20,64% desde Gs. 6.414 millones en Dic23 hasta Gs. 5.090 millones en Mar24, debido a la reducción de las deudas con proveedores locales.

GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Baja eficiencia operativa, derivados de la importante estructura de costos y gastos operativos, aunque acompañado de un menor ciclo operacional

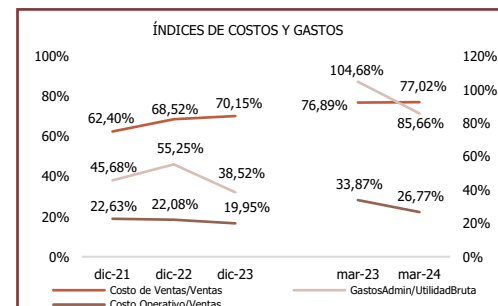


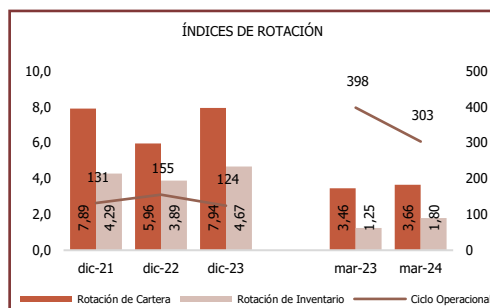
Los gastos administrativos disminuyeron 6,57% desde Gs. 1.567 millones en Mar23 hasta Gs. 1.464 millones en Mar24. Esta reducción se debió principalmente a menores desembolsos por otros gastos administrativos, que descendieron hasta Gs. 441 millones, y en movilidad y viáticos, que se redujeron hasta Gs. 98 millones. Asimismo, los gastos de ventas decrecieron 15,95% desde Gs. 627 millones en Mar23 hasta Gs. 527 millones en Mar24, debido a una disminución en otros gastos de ventas, que se redujeron Gs. 411 millones.

Como resultado, el indicador de eficiencia operativa, que mide la proporción de la utilidad bruta no absorbida por los gastos operacionales, registró un incremento entre el 2022 y 2023, desde 29,88% hasta 33,15%. Sin embargo, al cierre del primer trimestre del 2024, este indicador sufrió un descenso hasta -16,50% en Mar24, caída que se explicó por el desempeño negativo del EBITDA, influido por gastos operativos y un leve aumento en la utilidad bruta.

Con la disminución de la presión ejercida por los gastos administrativos, el indicador que relaciona estos gastos con la utilidad bruta descendió desde 104,68% en Mar23 hasta 85,66% en Mar24. La reducción de los gastos administrativos, sumada a la disminución de los gastos de ventas contribuyó al descenso de los costos operativos, lo que provocó una disminución en el indicador costos/ventas, que pasó de 33,87% en Mar23 a 26,77% en Mar24.

Por otro lado, el indicador que relaciona los costos de ventas con el nivel de facturaciones de la empresa (ventas) aumentó levemente, de 76,89% en Mar23





a 77,02% en Mar24, debido a un incremento en los costos de ventas (costo de mercaderías) que superó al nivel de facturaciones.

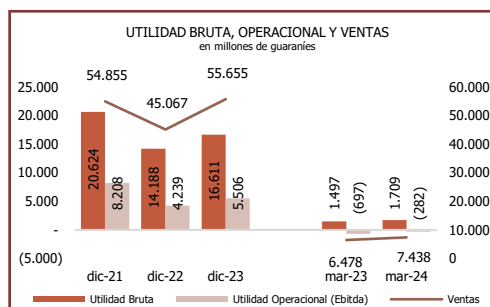
En cuanto al ciclo operacional, la rotación de cartera aumentó levemente de 3,46 en Mar23 a 3,66 en Mar24, debido al incremento de las ventas a crédito, lo que resultó en una expansión de la cartera de créditos. De manera similar, la rotación de inventarios subió de 1,25 en Mar23 a 1,80 en Mar24, debido a un elevado nivel de ventas y que significó la rápida salida de los productos, reflejada en la constante variación de los inventarios de la empresa.

Con esto, el ciclo operacional disminuyó de 398 días en Mar23 a 303 días en Mar24, derivado de mayores niveles de rotación de cartera y del inventario. Del

mismo modo, el periodo promedio de cobro se redujo de 106 días en Mar23 a 100 días en Mar24, mientras que el periodo promedio de pago disminuyó de 37 días a 28 días en el mismo periodo.

UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Menores márgenes de utilidad y de la rentabilidad, aun con el aumento de las ventas



Las ventas de Dulsan aumentaron 23,49% desde Gs. 45.067 millones en Dic22 hasta Gs. 55.655 millones en Dic23, lo que representó una recuperación tras el descenso registrado en el periodo 2021-2022. Esta tendencia creciente se mantuvo en el primer trimestre de 2024, con un incremento del 14,82%, desde Gs. 6.478 millones en Mar23 hasta Gs. 7.438 millones en Mar24.

De igual forma, los costos de ventas aumentaron 26,44% desde Gs. 30.879 millones hasta Gs. 39.044 millones en el mismo periodo. Este incremento continuó en los primeros meses del 2024, con una subida del 15,02% desde Gs. 4.981 millones en Mar23 hasta Gs. 5.729 millones en Mar24.

Como resultado, la utilidad bruta registró un aumento del 14,16% desde Gs. 1.497 millones en Mar23 hasta Gs. 1.709 millones en Mar24, aunque sin superar las cifras alcanzadas al cierre de cada ejercicio: Gs. 14.188 millones en Dic22 y Gs. 16.611 millones en Dic23, sin embargo, reconociendo una leve disminución del margen bruto, que pasó de 23,11% en Mar23 hasta 22,98% en Mar24.

Esta situación es común en empresas de este rubro y se explica por el poco movimiento agrícola en los campos paraguayos durante el primer trimestre de cada año, lo que hace que las actividades comerciales de estos productos repunten en los meses posteriores.

Por otra parte, los gastos operativos, en conjunto, decrecieron 9,25% desde Gs. 2.194 millones en Mar23 hasta Gs. 1.991 millones en Mar24. Está reducción, junto con el leve incremento de las utilidades brutas, permitió una mejora en la utilidad operacional (EBITDA), reduciendo el déficit de Gs. -697 millones en Mar23 a Gs. -282 millones en Mar24. No obstante, está cifra sigue siendo negativa en comparación con los cierres de los ejercicios anteriores, que representaron valores de Gs. 4.239 millones en Dic22 y Gs. 5.506 millones en Dic23. De esta manera, el margen operacional también mostró una recuperación, desde -10,76% en Mar23 hasta -3,79% en Mar24.

Con relación de los demás componentes que afectan a la utilidad, se ha registrado gastos financieros hasta Gs. 621 millones en concepto de intereses, gastos y comisiones pagados por los préstamos financieros. Por otro lado, los resultados no operativos disminuyeron 161,01%, pasando de un valor positivo de

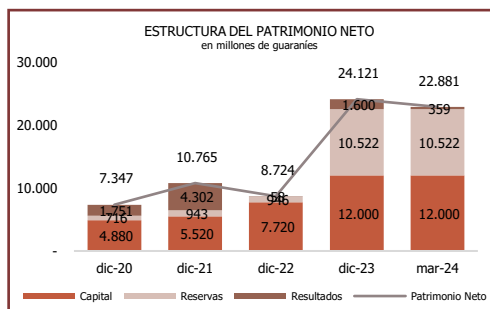
Gs. 554 millones en Mar23 a un déficit de Gs. 338 millones en Mar24.

Esto derivó finalmente en el bajo desempeño de la utilidad del ejercicio, que presentó valores deficitarios desde Gs. -778 millones en Mar23 hasta Gs. -1.228 millones en Mar24 y con ello, el margen neto paso desde -12,01% hasta -16,68% en el mismo periodo. De la misma manera, el indicador de rentabilidad de capital (ROE) se ubicó en un bajo nivel de -20,58% en Mar24, mientras que la rentabilidad del activo (ROA) fue de -8,33% en el mismo periodo.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

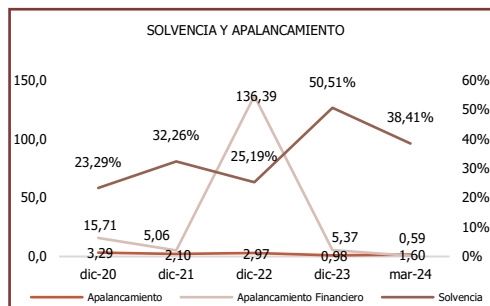
Mejora en la solvencia patrimonial, a partir de la constitución de reservas de revalúo técnico, aunque acompañado de un relativo elevado nivel de endeudamiento

El patrimonio neto de Dulsan aumentó 176,49% desde Gs. 8.724 millones en Dic22 hasta Gs. 24.121 millones en Dic23. Este incremento se debió principalmente al aumento del capital social en 55,44% de Gs. 7.720 millones en Dic22 hasta Gs. 12.000



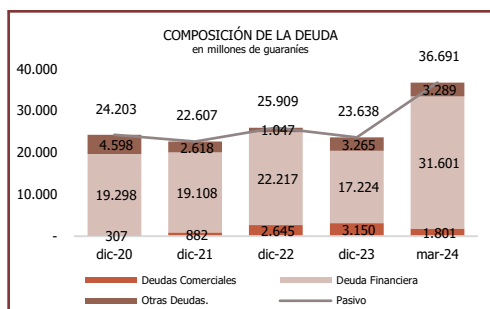
millones en Dic23, derivado de la capitalización de Gs. 4.200 millones, que representa el 30,67% del revalúo técnico realizado en 2023, según el Acta de Directorio N°127 del 30/09/2023. El 69,33% restante del revalúo técnico fue destinado a las reservas, que aumentaron en un 1012,47%, de Gs. 946 millones en diciembre de 2022 a Gs. 10.522 millones en diciembre de 2023.

Sin embargo, el patrimonio neto no logró mantener esta tendencia creciente al cierre del primer trimestre de 2024, registrando una disminución del 5,14% hasta Gs. 22.881 en Mar24. Esta reducción se debió al descenso de los resultados del ejercicio, que pasaron de Gs. 1.600 millones en Dic23 hasta Gs. 359 millones en Mar24.



De esta forma, la estructura del patrimonio neto a Mar24 se constituyó de la siguiente manera: el capital representó el 52,45%, las reservas el 45,99% y los resultados el 1,57%. Estos valores reflejan cambios significativos en comparación con el periodo anterior.

El aumento del nivel de endeudamiento, que pasó de 49,49% en Dic23 a 61,59% en Mar24, debido a la expansión de las deudas financieras frente a la disminución del patrimonio neto, provocó una disminución en la solvencia patrimonial, que bajó desde 50,51% en Dic23 hasta 38,41% en Mar24. Esto contrastó con el aumento registrado entre los cierres de Dic22 y Dic23.



En cuanto a la composición del pasivo, las deudas han mostrado trayectorias dispares. En 2023, las deudas financieras disminuyeron 22,47% desde Gs. 22.217 millones en Dic22 hasta Gs. 17.224 millones en Dic23. No obstante, en el primer trimestre del 2024 aumentó 83,47% hasta Gs. 31.601 millones, principalmente debido a un incremento de las deudas bancarias de corto plazo, que llegaron a Gs. 30.495 millones, correspondientes a préstamos obtenidos de entidades bancarias locales. A pesar de esto, el apalancamiento financiero disminuyó de 136,39 en Dic22 a 5,37 en Dic23, para caer nuevamente a 0,59 en Mar24, debido a la caída en mayor proporción de las utilidades antes de impuestos en comparación con el desempeño positivo del EBIT.

La empresa también cuenta con deudas comerciales, las cuales disminuyeron 19,09%, de Gs. 3.150 millones en Dic23 hasta Gs. 1.801 millones en Mar24. Por su

parte, las otras deudas aumentaron levemente hasta Gs. 3.289 millones, derivado por el aumento en anticipos de clientes y seguros a pagar.

De esta manera, los pasivos totales disminuyendo 8,76% desde Gs. 25.909 millones en Dic22 hasta Gs. 23.638 millones en Dic23, para posteriormente aumentar en 55,22% en el primer trimestre del 2024 hasta Gs. 36.691 millones. Este incremento de las deudas provocó un aumento en el indicador de apalancamiento, medido por la relación entre el pasivo y el patrimonio neto, que pasó desde 0,98 en Dic23 hasta 1,60 en Mar24.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

Dulsan Orgánica S.A. actualizó las proyecciones de su flujo de caja para el periodo 2024-2029, presentando perspectivas positivas en las principales cuentas operativas, por encima del comportamiento histórico de la empresa. Estas proyecciones se basan en la continua generación de flujo de caja operativo y su acumulación anual en términos de capital operativo.

Las estimaciones de los ingresos y egresos operativos reflejan incrementos sostenidos, en línea con el crecimiento de las operaciones comerciales. Se proyecta un escenario positivo de crecimiento de los ingresos, principalmente por ventas de sésamo, chía y otros productos, con un aumento de 11 veces entre el 2024 y 2025, y un promedio de 8,0% en el periodo restante, hasta alcanzar un valor de USD 13.818 miles en 2029. Asimismo, se prevén otros ingresos por la venta de maquinarias y el recupero de IVA exportador, que alcanzaron un máximo de USD 137 miles en 2027.

Asimismo, se estimó que los costos de ventas, principalmente derivados de la compra de materia prima, registrarán aumentos de 16 veces entre 2024 y 2025, y un crecimiento promedio de 8,0% en el periodo restante, hasta un valor de USD 10.012 miles en el 2029. Se proyectaron además otros egresos operativos, con una tasa de crecimiento idéntica al de las ventas.

El flujo de caja contempla también un incremento en los gastos operativos, en línea con el desempeño de los ingresos, con un crecimiento de 11 veces entre 2024 y 2025, y un promedio de 8,0% en el periodo restante hasta un valor de USD 2.833 miles en 2029. Además, se prevén inversiones en la estructura operativa, específicamente en maquinarias, por un valor de USD 130 miles en 2025. De esta forma, se proyectan flujos operativos positivos durante todo el periodo, sustentados por las significativas inversiones realizadas por la empresa.

En cuanto al flujo financiero, se proyecta financiamiento a través de préstamos con entidades financieras locales e internacionales durante todos los años analizados, así como la emisión de bonos en el mercado de capitales en 2024, correspondientes al PEG USD1.

Los egresos financieros, por su parte, estarán asignados al calendario de amortización de bonos del PEG USD1, con una distribución adecuada de los vencimientos del capital y los intereses a lo largo de la serie, con pagos anuales desde un valor mínimo de USD 10 miles en el 2024 hasta un valor máximo de USD 566 miles en el 2028. También se contemplan las amortizaciones de las deudas financieras locales e internacionales en concepto del costo de financiamiento a lo largo del horizonte temporal de proyección, al igual que el pago de dividendos, que finalmente provocaron en flujos financieros negativos en el tiempo.

Este escenario refleja la dependencia de la empresa en su desempeño operativo para la generación de flujos de cajas que permitan cumplir con sus obligaciones financieras, dado que no se prevé recurrir a mayores préstamos o nuevas emisiones, sin dejar de considerar la variabilidad del volumen de las ventas por factores externos, teniendo en cuenta que una parte importante de su actividad comercial se centra en el mercado internacional.

Finalmente, se proyecta una acumulación de saldos con una trayectoria ascendente al final de cada ejercicio hasta 2029, alcanzando niveles superiores a su promedio histórico.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO						
En miles de dólares						
Ingresos y Egresos	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas	832	10.159	10.819	11.631	12.619	13.818
Otros ingresos operativos	-	107	85	137	85	96
Costo de ventas (compra de mercaderías)	-440	-7.361	-7.839	-8.427	-9.143	-10.012
Otros egresos operativos	-7	-81	-87	-93	-101	-111
Utilidad bruta	385	2.824	2.979	3.248	3.460	3.792
Gastos operativos	-171	-2.083	-2.218	-2.384	-2.587	-2.833
Utilidad operacional (Ebitda)	215	742	761	864	873	959
Inversiones	-	-130	-	-	-	-
FLUJO OPERATIVO	215	612	761	864	873	959
Emisión de bonos	1.200	-	-	-	-	-
Préstamos Locales	337	1.227	1.200	1.300	1.600	1.800
Préstamos Internacionales	-	1.500	2.000	2.000	2.000	2.000
Ingresos financieros	1.537	2.727	3.200	3.300	3.600	3.800
Amortización de préstamos locales (capital+intereses)	-1.830	-1.289	-1.418	-1.320	-1.430	-1.760
Amortización de préstamos internacionales (capital+intereses)	-	-1.599	-2.132	-2.132	-2.132	-2.132
Amortización de bonos (capital+intereses)	-10	-117	-117	-363	-566	-519
Pago de dividendos	-	-	-98	-105	-114	-125
Ingresos financieros	-1.840	-3.004	-3.765	-3.920	-4.242	-4.536
FLUJO FINANCIERO	-303	-277	-565	-620	-642	-736
FLUJO DE CAJA	-88	334	196	244	231	223
Saldo Inicial	200	112	446	642	886	1.117
FLUJO FINAL ACUMULADO	112	446	642	886	1.117	1.341

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD1	
Características	Detalle
Emisor	DULSAN ORGÁNICA S.A.
Acta de aprobación del Directorio	Acta de Directorio N°. 151 de fecha 19/07/2024.
Denominación del Programa	USD1
Moneda y Monto del programa	USD 1.200.000.- (Dólares Americanos un millón doscientos mil).
Tasa de Interés	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Pago de capital	A ser definido en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Plazo de Vencimientos	Entre 1.095 días (3 años) y 1.825 días (5 años), según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.
Destino de los Fondos	Los fondos obtenidos serán utilizados para la reestructuración de deudas de corto a largo plazo (entre 80% y 100%) y para capital operativo (entre 20% y 0%).
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 1.013/11, el Directorio de DULSAN ORGÁNICA S.A. tiene la facultad de incluir en las características de una o más series del Programa de Emisión Global la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio.
Garantía	Garantía Fiduciaria: Inmuebles en los que están asentados la Planta Procesadora de Productos Agrícolas y las Oficinas Administrativas ubicados en el Barrio Mora Cue de la ciudad de Luque.
Agente Organizador y Colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

DULSAN ORGÁNICA S.A. ha aprobado la emisión y colocación de bonos en el mercado de valores según el Acta de Directorio N° 151 de fecha 19 de julio de 2024, bajo el esquema del Programa de Emisión Global USD1, por un monto máximo de USD 1.200.000 (un millón doscientos mil dólares americanos).

Los fondos obtenidos serán utilizados para la reestructuración de deudas de corto a largo plazo (entre el 80% y el 100%), y para capital operativo (entre el 20% y el 0%). La firma CADIEM Casa de Bolsa S.A. fue designada como agente organizador y colocador.

Las características y especificaciones particulares de cada serie se establecerán en cada prospecto complementario. Entre las características generales, se destaca que es una emisión con garantía fiduciaria, utilizando como garantías inmuebles ubicados en el Barrio Mora Cue de la ciudad de Luque, donde se encuentran la Planta Procesadora de Productos Agrícolas y las Oficinas Administrativas. Asimismo, se contempla la posibilidad de rescate anticipado parcial o total, según lo determine la empresa y conforme a la normativa vigente.

Fideicomiso de Garantía

Para la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global USD1, Dulsan Orgánica S.A., en su calidad de fideicomitente, y UENO BANK S.A., como Fiduciario, firmaron el 14 de julio de 2024 un contrato de fideicomiso de garantía denominado "Fideicomiso De Garantía Dulsan Orgánica". Este fideicomiso tiene como objetivo garantizar los compromisos asumidos por la emisión de bonos en el mercado de valores bajo el presente programa, por un monto inicial de USD 1.200.000, con una duración de 10 años a partir de su firma o hasta la cancelación de los préstamos.

En este marco, el fideicomitente Dulsan Orgánica S.A. ha transferido de forma irrevocable, real y material, siete (7) inmuebles situados en el distrito de Luque, junto con sus mejoras, que incluyen silos, maquinarias, equipos e instalaciones industriales. Las dimensiones y linderos de los inmuebles son los siguiente:

- 1) Primer Inmueble – Matricula N° L08/36.037, Lote N° 18 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-07 y una superficie de 469,50 m2.
- 2) Segundo Inmueble – Matricula N° L08/70.782, Lote N° 1 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-12 y una superficie de 370 m2.
- 3) Tercer Inmueble – Matricula N° L08/70.783, Lote N° 19 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-08 y una superficie de 486,18 m2.
- 4) Cuarto Inmueble – Matricula N° L08/70.784, Lote N° 20 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-09 y una superficie de 502,80 m2.

- 5) Quinto Inmueble – Matricula N° L08/70.785, Lote N° 21 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-10 y una superficie de 432 m2.
- 6) Sexto Inmueble – Matricula N° L08/70.786, Lote N° 22 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-11 y una superficie de 432 m2.
- 7) Séptimo Inmueble – Matricula N° L08/59.453, ubicado en Tapúa, Fraccionamiento Villa Nadina, Lote N° 3 de la manzana A, con Cuenta Corriente Catastral N° 27-1655-14 y una superficie de 360 m2.

El valor de la garantía otorgada establecido en el contrato de fideicomiso a favor de los tenedores de títulos emitidos por DULSAN ORGÁNICA S.A., es de USD 1.200.000, aunque con un valor del patrimonio autónomo de Gs. 11.520 millones, equivalente a USD 1.529.068, con un tipo de cambio a Gs. 7.534. Sin embargo, en caso de que las actualizaciones de las tasaciones resulten en una disminución de más del 20% en el valor de los bienes que componen el patrimonio autónomo de este fideicomiso, el fiduciario intimará al fideicomitente para que, en un plazo de 30 días corridos desde la notificación, recomponga el valor del patrimonio autónomo mediante el aporte de cualquier otro bien, a satisfacción del fiduciario, que cubra, en una proporción igual o mayor, la merma verificada del valor nominal inicial. En caso de que no recomponga el valor nominal del patrimonio autónomo, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación de los bienes que componen dicho patrimonio.

Si el fideicomitente incumple las obligaciones asumidas con los tenedores de títulos emitidos, el fiduciario iniciará el procedimiento de realización de los bienes fideicomitados, para lo cual se notificará al fideicomitente a fin de que cumpla con su obligación en un plazo de tres días hábiles. Si transcurrido dicho plazo el fideicomitente no ha efectuado el pago o cumplido con la obligación, el fiduciario, previa comunicación, iniciará el proceso de enajenación de los inmuebles en condiciones comerciales, con un avalúo realizado por expertos avaluadores independientes. Dicho avalúo debe considerar la posibilidad de realización o liquidación de los bienes fideicomitados en función de la actividad a la que están afectos. Habiendo transcurrido el plazo establecido y obtenido el resultado del avalúo, el fiduciario convocará a un concurso privado de precios, en los términos establecidos en el presente contrato.

Resumen de compromisos adicionales de la Emisora para la emisión.

A continuación, se detallan los compromisos asumidos por la emisora y los casos de incumplimiento que otorgarán a los bonistas el derecho a ejecutar la deuda, según el Acta de Directorio N° 151 del 19 de julio de 2024:

- a) La empresa se compromete a mantener los siguientes ratios durante el periodo de vigencia de los bonos emitidos:
 - Ratio Deuda Financiera/EBITDA: menor o igual a 6,0x.
 - Ratio de Cobertura de Intereses (EBITDA/Gastos Financieros): mayor o igual a 2,0x.

El Directorio se compromete, además, en someter a consideración de la próxima asamblea los siguientes compromisos adicionales:

- b) Imposibilidad de cambio de control/fusión. La empresa no podrá:
 - Fusionarse o consolidarse con ninguna persona;
 - Vender parte de su capital social a otra persona física o jurídica, ya sea en una operación o en una serie de operaciones, de manera tal que implique un cambio de control de la empresa;
 - Transferir, ceder y/o vender la totalidad o más del 49% de los activos de la empresa, según los estados contables consolidados más recientes (anuales o trimestrales), a otra persona física o jurídica, ya sea en una operación o en una serie de operaciones, sin la aprobación de los tenedores de bonos que representen al menos el 50% del monto total de los bonos emitidos.
- c) Limitación de distribución de dividendos: la empresa podrá distribuir dividendos hasta el 50% de las utilidades líquidas y realizadas de un ejercicio cerrado, siempre y cuando cumpla con los ratios financieros de Deuda Financiera/EBITDA (menor o igual a 6,0x) y Cobertura de Intereses (EBITDA/Gastos Financieros, mayor o igual a 2,0x).

En caso de incumplimiento de los ratios financieros acordados en las presentaciones de los Estados Financieros trimestrales, la sociedad deberá adecuarse a los parámetros establecidos al cierre del ejercicio, teniendo en cuenta la ciclicidad del negocio. Si no se logra la regularización de los ratios en el periodo establecido, se notificará a los tenedores de bonos. En consideración de estos y del Representante de Obligacionistas, se convocará a una reunión de Tenedores para que el emisor exponga la situación financiera de la sociedad. Este procedimiento se llevará a cabo con el objetivo de salvaguardar los intereses de los tenedores de bonos y asegurar el cumplimiento de las obligaciones financieras.

- d) Aceptar los términos y condiciones para la suscripción del contrato de Adhesión a los sistemas electrónicos de negociación, compensación, liquidación y custodia de la BVPASA.
- e) Autorizar al Señor Gilberto Ozorio y al Señor Volodymyr Mulkevych, Presidente y Director Titular respectivamente, para la suscripción del contrato antes mencionado y del título global correspondiente a cada una de las series que integrarán el programa de emisión global. En su ausencia, se procederá conforme lo disponen los estatutos sociales de la sociedad para el uso de firma.

- f) Designar a CADIEM Casa de Bolsa Sociedad Anónima como Representante de Obligacionistas, con las facultades previstas en la Ley N° 5810/17 de Mercado de Valores y en el Código Civil, suscribiendo el contrato respectivo según las previsiones legales de la Ley N° 5810/17 de Mercado de Valores. Esta designación es sin perjuicio de cambio por parte de los obligacionistas (inversionistas), en cuyo caso la sociedad reconocerá al nuevo representante designado por ellos.
- g) Establecer que las demás condiciones de emisión y colocación de las series que conforman Programa de Emisión Global serán determinadas por el Directorio de la sociedad. Finalmente, el Directorio declara bajo juramento que Dulsan Orgánica S.A. no posee deudas preferentes o privilegiadas vigentes de pago a la fecha de la presente emisión.

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

En millones de guaraníes									
BALANCE GENERAL	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%	mar-23	mar-24	Var%
ACTIVO	25.266	31.550	33.372	34.633	47.759	37,90%	43.068	59.572	38,32%
Activo Corriente	19.028	25.349	25.720	25.322	24.690	-2,50%	32.983	36.394	10,34%
Disponibilidades	1.158	2.121	3.716	1.238	374	-69,78%	201	5.592	2682,09%
Créditos Netos CP	3.561	5.268	8.628	6.490	7.536	16,12%	7.492	8.775	17,12%
Inventario	7.982	9.984	5.991	9.899	6.814	-31,16%	15.946	9.579	-39,93%
Otros activos corrientes	6.326	7.976	7.385	7.696	9.966	29,50%	9.344	12.448	33,22%
Activo no corriente	6.238	6.202	7.652	9.311	23.069	147,77%	10.085	23.178	129,83%
Bienes de uso	6.111	6.087	7.651	9.311	23.053	147,60%	10.085	23.099	129,04%
Otros activos no corrientes	127	114	1	0	15	n/a	0	79	n/a
PASIVO	19.812	24.203	22.607	25.909	23.638	-8,76%	35.121	36.691	4,47%
Pasivo corriente	18.903	20.128	18.838	24.537	22.677	-7,58%	33.356	35.258	5,70%
Deuda comercial	1.245	307	882	2.645	3.150	19,08%	2.029	1.801	-11,24%
Deuda bancaria	16.020	19.039	17.642	21.178	16.668	-21,30%	29.680	30.495	2,75%
Otras deudas	1.638	782	314	714	2.859	300,27%	1.647	2.962	79,84%
Pasivo no corriente	909	4.075	3.769	1.371	961	-29,90%	1.765	1.433	-18,81%
Deuda bancaria LP	809	259	1.466	1.039	556	-46,51%	1.150	1.106	-3,83%
Otras deudas LP	100	3.816	2.303	332	405	22,05%	615	327	-46,83%
PATRIMONIO NETO	5.454	7.347	10.765	8.724	24.121	176,49%	7.946	22.881	187,96%
Capital	4.080	4.880	5.520	7.720	12.000	55,44%	7.720	12.000	55,44%
Reservas	624	716	943	946	10.522	1012,47%	946	10.522	1012,26%
Resultados Acumulados	0	0	0	0	0	n/a	58	1.600	2658,62%
Resultado del Ejercicio	750	1.751	4.302	58	1.600	2642,25%	-778	-1.241	59,51%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%	mar-23	mar-24	Var%
Ventas	28.676	53.654	54.855	45.067	55.655	23,49%	6.478	7.438	14,82%
Costos	-19.499	-33.362	-34.231	-30.879	-39.044	26,44%	-4.981	-5.729	15,02%
Utilidad bruta	9.177	20.293	20.624	14.188	16.611	17,07%	1.497	1.709	14,16%
Gastos de Ventas	-1.384	-2.873	-2.996	-2.111	-4.706	122,96%	-627	-527	-15,95%
Gastos Administrativos	-4.515	-9.255	-9.420	-7.839	-6.399	-18,36%	-1.567	-1.464	-6,57%
Utilidad operacional (EBITDA)	3.278	8.165	8.208	4.239	5.506	29,88%	-697	-282	-59,54%
Depreciaciones y amortizaciones	-463	-412	-326	-496	-577	16,27%	0	0	n/a
Utilidad operacional neta (EBIT)	2.814	7.753	7.881	3.743	4.929	31,69%	-697	-282	-59,54%
Gastos financieros	-1.588	-3.461	-3.169	-2.982	-3.149	5,60%	-635	-621	-2,20%
Utilidad ordinaria	1.226	4.292	4.713	761	1.780	133,92%	-1.332	-903	-32%
Resultados no operativos	-375	-2.172	119	-652	38	-105,88%	554	-338	-161,01%
Utilidad antes de impuestos	851	2.120	4.832	109	1.818	1569,15%	-778	-1.241	59,51%
Impuesto a la renta	-101	-369	-530	-51	-219	332,45%	0	0	n/a
Utilidad del ejercicio	750	1.751	4.302	58	1.600	2642,25%	-778	-1.241	59,51%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

En millones de guaraníes y veces									
INDICADOR	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%	mar-23	mar-24	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD									
Cartera Bruta	3.561	5.268	8.628	6.490	7.536	16,12%	7.492	8.775	17,12%
Cartera Vencida	0	114	0	134	250	86,57%	1.687	1.794	6,34%
Morosidad	0,00%	2,16%	0,00%	2,06%	3,32%	60,66%	22,52%	20,44%	-9,21%
Morosidad respecto al patrimonio	0,00%	1,55%	0,00%	1,54%	1,04%	-32,52%	21,23%	7,84%	-63,07%
Cartera/Activo	14,09%	16,70%	25,85%	18,74%	15,78%	-15,79%	17,40%	14,73%	-15,32%
Ventas/Cartera	8,05	10,18	6,36	6,94	7,39	6,35%	3,46	3,39	-1,97%
LIQUIDEZ									
Liquidez Corriente	1,01	1,26	1,37	1,03	1,09	5,51%	0,99	1,03	4,39%
Prueba Ácida	0,58	0,76	1,05	0,63	0,79	25,41%	0,51	0,76	48,90%
Ratio de Efectividad	6,13%	10,54%	19,72%	5,04%	1,65%	-67,31%	0,60%	15,86%	2532,01%
Índice de capital de trabajo	0,50%	16,55%	20,62%	2,27%	4,22%	86,05%	-0,87%	1,91%	-320,18%
Dependencia de Inventario	177,68%	127,60%	108,40%	169,82%	216,71%	27,61%	160,94%	218,09%	35,51%
Deuda Financiera/Activo	66,61%	61,17%	57,26%	64,15%	36,06%	-43,78%	71,58%	53,05%	-25,90%
GESTIÓN									
Rotación de cartera	8,05	12,15	7,89	5,96	7,94	33,11%	3,46	3,66	5,76%
Rotación de Inventario	2,44	3,71	4,29	3,89	4,67	20,22%	1,25	1,80	43,71%
Periodo Promedio de Cobro	45	30	46	61	46	-24,87%	106	100	-5,45%
Periodo Promedio de Pago	23	3	9	31	29	-5,82%	37	28	-22,83%
Ciclo operacional	195	128	131	155	124	-20,00%	398	303	-23,79%
Apalancamiento Operativo	3,26	2,62	2,62	3,79	3,37	-11,10%	-2,15	-6,06	182,17%
Ventas/Activo	113,50%	170,06%	164,37%	130,13%	116,53%	-10,45%	60,17%	49,94%	-16,99%
ENDEUDAMIENTO									
Solvencia	21,59%	23,29%	32,26%	25,19%	50,51%	100,50%	18,45%	38,41%	108,18%
Endeudamiento	78,41%	76,71%	67,74%	74,81%	49,49%	-33,84%	81,55%	61,59%	-24,47%
Cobertura de las Obligaciones	17,34%	40,56%	43,57%	17,28%	24,28%	40,54%	-8,36%	-3,20%	-61,72%
Apalancamiento	3,63	3,29	2,10	2,97	0,98	-67,00%	4,42	1,60	-63,72%
Apalancamiento financiero	15,32	15,71	5,06	136,39	5,37	-96,07%	4,86	0,59	-87,82%
Cobertura de Gastos Financieros	2,06	2,36	2,59	1,42	1,75	23,00%	-1,10	-0,45	-58,63%
Deuda/EBITDA	6,04	2,96	2,75	6,11	4,29	-29,76%	-12,60	-32,53	158,21%
Deuda/Ventas	0,69	0,45	0,41	0,57	0,42	-26,12%	1,36	1,23	-9,01%
RENTABILIDAD									
ROA	2,97%	5,55%	12,89%	0,17%	3,35%	1888,56%	-7,23%	-8,33%	15,32%
ROE	15,94%	31,28%	66,57%	0,67%	7,10%	955,16%	-35,67%	-20,58%	-42,31%
Margen Bruto	32,00%	37,82%	37,60%	31,48%	29,85%	-5,20%	23,11%	22,98%	-0,57%
Margen Operacional	11,43%	15,22%	14,96%	9,41%	9,89%	5,18%	-10,76%	-3,79%	-64,76%
Margen Neto	2,61%	3,26%	7,84%	0,13%	2,87%	2120,56%	-12,01%	-16,68%	38,92%
Eficiencia Operativa	35,72%	40,23%	39,80%	29,88%	33,15%	10,94%	-46,56%	-16,50%	-64,56%
Costo de Mercaderías/Ventas	68,00%	62,18%	62,40%	68,52%	70,15%	2,39%	76,89%	77,02%	0,17%
Costo Operativo/Ventas	20,57%	22,60%	22,63%	22,08%	19,95%	-9,62%	33,87%	26,77%	-20,97%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	64,28%	59,77%	60,20%	70,12%	66,85%	-4,66%	146,56%	116,50%	-20,51%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	49,21%	45,61%	45,68%	55,25%	38,52%	-30,27%	104,68%	85,66%	-18,16%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre de 2019 a 2023 y los estados financieros de marzo de 2023 y 2024, 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 USD1 de DULSAN ORGÁNICA S.A. 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 del 2019 al 2023.
2. Estados financieros y contables para los periodos de marzo de 2023 y 2024.
3. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
4. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
5. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
6. Detalles de composición y evolución de inventarios.
7. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
8. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
9. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
10. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
11. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
12. Prospectos del Programa de Emisión Global USD1.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

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

La emisión de la calificación del Programa de Emisión Global USD1 de **DULSAN ORGÁNICA S.A.** se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV CG N° 35/23.

Fecha de calificación: 5 de Setiembre de 2024

Fecha de Publicación: pendiente del registro de la SIV.

Corte de Calificación: 31 de marzo de 2024.

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

DULSAN ORGÁNICA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1	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 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 **DULSAN ORGÁNICA S.A.** por lo cual SOLVENTA&RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2023 por la firma CONSULTORA ALEMANA PARAGUAYA y en los Estados Financieros al 31 de marzo de 2024 proveídos 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. Fernando Morínigo Analista de Riesgos fmorinigo@syr.com.py
---	---