

	May. 2025	May. 2026
Solvencia	A-py	A-py
Tendencia	Estable	Estable

* Detalle de calificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2023	2024	2025
Efectivo y Equivalentes	3.583	23.133	15.491
Deuda Financiera	0	0	0
Flujo de Caja Neto Operacional	32	-123	32.824

* Estados financieros interinos con indicadores anualizados donde corresponda

USO Y FUENTES DE FONDOS	
Fuentes de Fondos MMUSD	
Capital	3,5
Deuda bancaria	0,75
Bono	15,6
TOTAL	19,85
Usos de Fondos MMUSD	
Contrato con Thyssen (Planta + supervisión)	10,6
Obras civiles, ingeniería básica y detalle y ensamble	1,6
Línea de transmisión 32 KVA	0,25
Otros	1,1
Capex adicional	6,3
TOTAL	19,85

FUNDAMENTOS

La calificación "A-py" asignada a la solvencia de Quimisur S.A.E.C.A. responde a su condición de proyecto en etapa de construcción, sin generación de flujo operativos; no obstante, Feller Rate considera la presencia de adecuados mitigantes parciales para esta etapa.

El proyecto consiste en la construcción de una planta de química industrial destinada a fabricar Cloro Gas y Soda Cáustica al 32%, insumos que serán utilizados en procesos posteriores para la elaboración de tres productos finales: Hipoclorito de Sodio, Ácido Clorhídrico e Hidróxido de Sodio líquido, este último correspondiente a Soda Cáustica al 50%.

La propiedad de la compañía se divide en Fluoder S.A.E.C.A., que mantiene un 50% de la propiedad directa e indirecta y Sadi Jose Morgan, que posee un 50% del capital accionario.

El riesgo de construcción, ligado a sobre costo y sobreplazo, se encuentra mitigado, en parte, debido a la existencia de un contrato con una empresa con adecuada calidad crediticia, el que incluye adecuadas garantías y condiciones de cumplimiento. También considera la presencia de dos *sponsors* de gran experiencia en el sector de productos químicos en Paraguay y Brasil.

Con todo, es inherente en la etapa de construcción la existencia de un residual para este tipo de riesgo, considerando, además, la incertidumbre asociada a obras aún no licitadas, pero mitigado por la disponibilidad de empresas para realizar las obras, que son de baja complejidad dada la ingeniería utilizada, y tomando en cuenta que el *sponsor* Fluoder tiene una considerable experiencia en la construcción y montaje de este tipo de plantas.

Respecto al grado de avance, a la fecha del informe la compañía se encuentra preparando el terreno para que en 6 meses más aproximadamente, se de inicio a los trabajos de obras. En base al cronograma más actualizado, se prevé la entrega de la planta en abril de 2027, pero el inicio de producción y venta sería en julio de 2027, por lo que hay un plazo de contingencia de 3 meses en caso de posibles retrasos.

Adicionalmente, para la etapa de operación Quimisur posee un contrato de venta *take or pay* por el 100% de la producción con CSM, empresa controlada por uno de sus accionistas, lo que otorga mayor predictibilidad a los flujos esperados, además de incorporar cláusulas de reajuste de precios, las que mitigan, en parte, la exposición a variaciones de precios de su principal insumo.

Respecto a la composición de los ingresos, dado que la compañía cuenta con un contrato *take or pay* con CSM por 16 años, el modelo analizado por Feller Rate considera que el 100% de los ingresos provendrá de este contrato, situándose por sobre los US\$ 7,8 millones.

Con respecto a los costos, el principal componente es la sal y la energía, que representarán aproximadamente el 58% y 16% de la estructura de costos, respectivamente. La sal tiene un comportamiento bastante estable, sin grandes variaciones, mientras que la energía será suministrada a través de la ANDE en base a las tarifas reguladas.

De esta forma, Feller Rate espera que la compañía mantenga un margen Ebitda por sobre el 40% durante la vida de la deuda, con una generación operacional estable determinada por el contrato de largo plazo, que garantiza la venta de toda su producción, y por el costo de sus principales insumos, los cuales pueden ser traspasados a precios.

Analista: Paloma Iturrieta F.
Paloma.iturrieta@feller-rate.com

Con respecto al financiamiento de los cerca de US\$ 20 millones totales de inversión, la compañía considera que un 78,7% será financiado con una emisión de bonos en el mercado local, un 17,5% con aportes de capital y un 3,8% restante con deuda bancaria.

La compañía contempla una emisión de bonos con carácter corporativo por aproximadamente US\$ 16,0 millones, pagadero a 12 años, para financiar la mayor parte de la inversión y dejar sus pasivos estructurados al largo plazo. La estructura de amortización de esta deuda sería tipo *bullet* a 2032 y 2038, lo que genera un riesgo de refinanciamiento para los últimos años.

Ante esto, la entidad cuenta con dos programas de emisión global de bonos. El PEG G1, por Gs. 80.000 millones y el PEG USD1, por US\$ 6,5 millones, ambos con a un plazo máximo de 4.380 días (12 años).

El escenario base indicativo evaluado por Feller Rate, considera indicadores de cobertura de Ebitda sobre Servicio de deuda en torno a 2,0 - 2,5 veces, sin considerar los últimos dos años con riesgo de refinanciamiento.

TENDENCIA: ESTABLE

La tendencia "Estable" considera el proyecto en etapa de construcción, cuyos riesgos se encuentran parcialmente mitigados por la presencia de un contrato a precio fijo con una empresa de adecuada calidad crediticia, que incorpora suficientes garantías y resguardos, y también por la experiencia de los *sponsors*, la complejidad de la obra y el contrato de largo plazo.

Feller Rate mantendrá un monitoreo continuo de la evolución de las obras del proyecto, así como del cierre de contratos con contrapartes que faltan.

Con todo, ad-ventas de finalizada la etapa de construcción, Feller Rate volverá a revisar los supuestos del proyecto en etapa de operación, lo que podría resultar en cambios al alza en la clasificación otorgada inicialmente, en caso de exhibir consistencia con los supuestos iniciales del caso base y mantener un correcto inicio de operaciones.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

FORTALEZAS

- Riesgo de construcción mitigado en parte para la concesionaria gracias a contrato tipo EPC a precio fijo con contratista de adecuada calidad crediticia, que incorpora suficientes garantías y resguardos.
- Contrato "take or pay" de largo plazo mitiga riesgo de demanda y otorga estabilidad a los flujos del proyecto.
- Sponsors de gran experiencia el sector tanto en Paraguay como en Brasil.
- Administración que forma parte de un importante grupo económico del Paraguay.

RIESGOS

- Incertidumbre asociada a obras no licitadas, pero mitigado por la disponibilidad de empresas para realizar las obras, que son de baja complejidad y que el *sponsor* Fluoder tiene experiencia en la construcción y montaje de estos proyectos.
- Riesgo de refinanciamiento hacia los años 2032-2038.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Los accionistas de la compañía son Fluoder S.A.E.C.A (50%) y Sadi José Morgan (50%)

Fluoder S.A.E.C.A es controlada y administrada por miembros de la familia Pappalardo, quienes forman parte de un importante grupo económico del Paraguay.

Sadi Jose Morgan por su parte es el controlador de CSM productos Químicos, empresa ubicada en Brasil dedicada a la fabricación y comercialización de productos químicos industriales.

DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO

Quimisur S.A.E.C.A. (Quimisur) fue constituida en Paraguay con fecha 31 de diciembre de 1990 como sociedad anónima. La compañía era un filial de Fluoder S.A.E.C.A (AA/Estables por Feller Rate) que mantenía un 100% de su propiedad directa e indirectamente (a través de Industrial Cerro Corá S.A.).

El 30 de abril de 2024, se celebró un Acuerdo de Accionistas con el objetivo de ajustar las participaciones accionarias para incorporar en la propiedad a Morgan, Sadi José ("Morgan"). Tras esto, las acciones se dividen en un 50% para Fluoder (considerando el 0,5% de participación de Cerro Corá) y un 50% para Morgan.

El objetivo de esta sociedad es la implementación y construcción de una planta de química industrial para fabricar Cloro Gas, con lo cual se producirán tres productos finales: Hipoclorito de Sodio, Ácido Clorhídrico e Hidróxido de Sodio líquido (soda caustica).

La planta estará ubicada en Hernanderias, Paraguay, en un terreno de 100.000 m², aportado por Fluoder a Quimisur mediante escritura pública.

SPONSORS CON LARGA TRAYECTORIA EN LA INDUSTRIA

La propiedad de la compañía se divide en Fluoder S.A.E.C.A que mantiene un 50% de la propiedad directa e indirecta y Sadi Jose Morgan que mantiene un 50% del capital accionario.

Fluoder, clasificada en AApy/Estable por Feller Rate, se dedica a la fabricación y comercialización de productos químicos básicos, principalmente sulfato de aluminio, soda caustica, hipoclorito de sodio, cloro licuado, ácido sulfúrico, policloruro de aluminio y ácido clorhídrico, que son utilizados por diversas industrias, principalmente en Paraguay.

La compañía, que cuenta con más de 50 años de experiencia, es líder en la comercialización de productos de química básica, siendo el único productor de ácido sulfúrico, soda caustica líquida, hipoclorito de sodio, cloro licuado, sulfato de aluminio líquido y sólido, ácido clorhídrico y policloruro de aluminio (PAC), además de comercializar otros productos que son importados.

Sadi José Morgan por su parte es el fundador de CSM Productos Químicos, empresa domiciliada en Chapecó (Brasil) con 26 años de experiencia, dedicada a la fabricación y comercialización de productos químicos industriales tanto al mercado nacional como a países del Mercosur.

De esta forma, Fluoder aporta los conocimientos referentes al manejo de una planta de Cloro Soda y a la elaboración de productos químicos clave, mientras que CSM aporta con la experiencia en comercializar productos al sur de Brasil.

PRESENCIA DE RIESGOS DE CONSTRUCCIÓN MITIGADOS EN PARTE GRACIAS A CONTRATO CON EXPOSICIÓN A MONTAJE

Para desarrollar el proyecto la compañía mantiene un contrato de Ingeniería, Equipos y Repuestos con Thyssenkrupp nucera Italy S.R.L. que entró en vigor el 30 de enero de 2024.

De acuerdo con el contrato firmado entre ambas partes, el precio estipulado para la ejecución de la obra ascendía a €\$ 9,4 millones (cerca de US\$ 9,7 millones), lo que incorpora la entrega de ingeniería, equipos y repuestos CIF Asunción.

Lo anterior se pagará en conformidad a un calendario de pagos de acuerdo con los distintos hitos de la obra, considerando un pago de anticipo por €\$ 1,88 millones, correspondiente al 20% del total, el cual fue pagado el 24 de enero de 2025. El 80% restante se pagará mediante Carta de Crédito irrevocable, emitida dentro de los dos meses a partir de la entrada en vigor del contrato y pagadera a la vista según una calendarización.

Adicional a esto, en caso de servicios de asesoramiento del personal de Thyssen para asistencia técnica durante el montaje, puesta en servicio, arranque, prueba de funcionamiento y pruebas de rendimiento del equipo, Quimisor deberá pagar una tarifa de €\$ 1.180 por persona por día. Esto se aplicará a los servicios prestados desde la fecha de entrada en vigor hasta el 30 de septiembre de 2027. De acuerdo con el modelo revisado, se considera un capex de US\$ 681.450 por este concepto.

Respecto a los plazos, se estableció un periodo de 6 meses para la ingeniería básica y 12 meses para la ingeniería en detalle, contando desde la reunión de inicio que se realizará posterior a la entrada en vigor. En el caso de la entrega de quipos y repuestos, se estipuló un plazo de 20 meses posterior a la fecha de entrada en vigor.

Sobre esto, se concede al contratista un periodo de gracia de 15 días hábiles adicionales sobre el plazo de entrega de equipos y repuestos. Si esto no se cumple Thyssen deberá pagarle a Quimisor un daño liquidado del 0,5% del precio de la parte del equipo cuya entrega se retrase, por cada semana completa hasta un límite de 5% del precio del contrato. Esto con excepción de que el retraso se deba a un motivo de fuerza mayor.

En el caso de retraso en la entrega de ingeniería por más de 15 días hábiles, Thyssen deberá pagar una indemnización por €\$ 5.000 por semana completa, con un límite de €\$ 50.000.

Como parte del contrato garantías de desempeño, a través de las que Thyssen garantiza a Quimisor ciertos niveles de producción y calidad de los productos. Para esto se deberán realizar pruebas de desempeño por personal del contratista después de un mes desde la puesta en servicio, tiempo que no puede ser superior a 8 meses después del último embarque. En el caso de que fallen las pruebas de desempeño, Thyssen deberá remediar lo que haya causado la falla y volver a realizar la prueba, pudiendo hacer esto tres veces. Si luego de esto aún no se cumplen las garantías de desempeño, se deberá pagar a Quimisor de acuerdo a si la falla se da por el consumo de energía o si hay problemas en la capacidad de producción.

Cabe destacar que el contrato con Thyssen no considera el montaje de la planta, por lo que esto deberá ser licitado por la compañía en conjunto con trabajos civiles, metalmecánicos y de energía, realizando contratos en el que se establezcan plazos y multas en caso de retraso. Estas licitaciones se realizarán en enero o agosto 2026 dependiendo del caso, por lo que, si bien esta parte del proyecto tiene cierta incertidumbre, existen varias opciones de empresas para los distintos *item* no licitados lo que mitiga en parte este riesgo.

En el caso del montaje, que es una etapa relevante dentro de un proyecto, el riesgo se encuentra acotado por la baja complejidad de las obras. Esto dado que Thyssen envía los módulos en *skids* y las principales unidades vendrán montadas en *skids* ya ensamblados y testeados, siendo solo necesarias las bases civiles para colocar las unidades en su lugar.

Adicional a la planta, la compañía ha contratado a un proveedor de intercambiadores de calor de placas, equipos que permiten convertir la soda cáustica del 32% al 50% mediante un proceso que utiliza energía en forma de vapor. Para ello, la compañía avanzó en la compra de equipos a una de las compañías líderes a nivel mundial.

Respecto al grado de avance, a la fecha del informe la compañía se encuentra preparando el terreno para que en 6 meses más aproximadamente, se de inicio a los trabajos de obras. En base al cronograma más actualizado, se prevé la entrega de la planta en abril de 2027, pero el inicio de producción y venta sería en julio de 2027, por lo que hay un plazo de contingencia de 3 meses en caso de posibles retrasos.

Dado que el capex total del proyecto es de cerca de US\$ 20 millones, el contrato con Thyssen representa el 53% de este monto, considerando la planta y la asistencia técnica, por lo que la mayor parte del riesgo de construcción se encuentra acotado por la existencia de un contrato tipo a precio fijo con una empresa con adecuada calidad crediticia, el que incluye adecuadas garantías y condiciones de cumplimiento. Adicionalmente, el riesgo asociado a las obras no licitadas (que representan el 14% de la inversión) es acotado considerando que hay varias empresas que puedan realizar este tipo de ingeniería, la cual es de baja complejidad. Asimismo, incorpora que el *sponsor* Fluoder cuenta con experiencia en la construcción y montaje de este tipo de obras.

CONTRATISTA PRINCIPAL CON ADECUADA CALIDAD CREDITICIA

Thyssenkrupp nucera Italy S.R.L. es propiedad de Thyssenkrupp nucera AG &Co. KGaA (Thyssen nucera), empresa controlada en un 50,19% por Thyssenkrupp AG (Thyssen AG). Este último, es un conglomerado industrial de origen alemán y con operación en más de 40 países, clasificado en BB/Estables por S&P.

El grupo se divide en cinco segmentos: Servicios de materiales que representaba el 34% de los ingresos en 2025, Acero Europeo con un 29%, Tecnología automotriz con el 21%, Tecnologías de descarbonización (incorpora a Thyssenkrupp nucera) con un 10% y Sistemas Marinos con un 6%.

Si bien la compañía cuenta con una adecuada diversificación respecto a sus líneas de negocios (con una participación destacada en varios de ellos), sus resultados tienen una alta exposición a los precios de las materias primas y a mercados que tienen un comportamiento con mayor exposición al ciclo económico, como la industria automotriz, sobre todo en su negocio del acero.

En julio de 2023 se realizó una IPO de Thyssenkrupp nucera con el objetivo de que la compañía saliera a bolsa, ante lo cual la participación accionaria de Thyssenkrupp AG se redujo de 66% a 50,19% y la de Industrie De Nora de 34% a 25,85%, quedando un 23,96% en manos de otros accionistas. Antes de esto, Thyssenkrupp AG era responsable del financiamiento de Thyssenkrupp nucera por lo que existía un sistema de *cash pooling* que luego de la IPO se dio por finalizado y con lo cual Thyssen nucera recibió un saldo a favor de €\$ 264 millones, lo que sumado a lo recibido por la salida a bolsa dejó a la compañía en una buena posición de liquidez individual.

En términos de operación, Thyssenkrupp nucera es la filial del grupo que se dedica al desarrollo de plantas de gran escala de electrolisis de cloro (Chlor-alkali) y más recientemente al desarrollo de plantas de hidrogeno verde a través de hidrolisis de agua alcalina (AWE), con una trayectoria de más de 60 años y una cartera de más de 600 proyectos realizados.

La empresa tiene operación en varias partes del mundo a través de Thyssenkrupp nucera Germany, Thyssenkrupp nucera Italy, Thyssenkrupp nucera China y Thyssenkrupp nucera

Japan. Al respecto, las ventas de la compañía se distribuyen principalmente en Medio Oriente y África (34%), seguido por Europa (31%), Norteamérica (13%) América del Sur (8%), China (8%), Asia (3%) e India (2%). En términos de negocios, el 46% provenía del negocio Chlor-alkali y un 54% de AWE.

A cierre fiscal de 2025, la compañía a nivel consolidado contaba con un *backlog* de €\$ 600 millones, lo que representó una disminución relevante frente a los €\$ 1.100 millones de 2024, producto de un entorno de mercado más complejo para el hidrógeno verde, lo que ha provocado el retraso en la toma de decisiones finales de inversión.

EN ETAPA DE OPERACIÓN, INGRESOS CONCENTRADOS EN UN SOLO CLIENTE. NO OBSTANTE, PRESENCIA DE CONTRATO “TAKE OR PAY” MITIGA RIESGO DE DEMANDA

Para la venta de sus productos, la compañía mantiene un contrato con CSM Productos Químicos, que establece el suministro de ácido clorhídrico al 32%, soda caustica al 50% e hipoclorito de sodio (130 Gpl).

Bajo este contrato se estipula que CSM comprará el volumen total de la producción mensual estimada de los productos bajo condiciones *take or pay*: es decir la compradora está obligada a tomar y pagar y si no toma debe pagar el 100% de la producción, debiendo compensar a la compañía en caso de no hacerlo. Esto otorga estabilidad y predictibilidad a los flujos.

Los precios que se pagaran por cada producto se estipulan en el contrato, estableciéndose que estos serán revisados trimestralmente o cuando sea necesario, reajustándose de acuerdo con las condiciones de mercado y lo que se establezca en el directorio de Quimisur, en base a costos de insumos, transporte, regulaciones vigentes y tasas de inflación local e internacional. En el caso de los costos asociados al transporte de los productos desde la planta, estos recaen sobre CSM.

Respecto a los plazos de pagos, estos deberán realizarse a los 30 días de la emisión de la factura comercial. Así, en el caso de mora se aplicará un interés de 1% mensual sobre el saldo adeudado y en caso de mora recurrente (más de 2 incumplimientos en un plazo de 12 meses), Quimisur podrá suspender el contrato hasta que se regularice la deuda.

Este contrato tiene una duración de 15 años, desde el 24 de febrero de 2025 al 31 de diciembre de 2040, por lo que tendrá vigencia por toda la vida de la deuda, exhibiendo un adecuado calce.

Si bien los ingresos estarán concentrados en un solo cliente, la presencia de contrato *take or pay* mitiga riesgo de demanda otorgándole predictibilidad a sus ingresos, lo que, sumado a la capacidad de reajuste de precios en base a una serie de variables, implican una mayor estabilidad para la generación operacional del proyecto.

EXPOSICIÓN A VARIACIONES EN EL PRECIO DE SUS PRINCIPALES INSUMO MITIGADO POR TRASPASO DE ESTOS A PRECIOS FINALES EN ALGUNOS CASOS

Dentro de los principales factores que afectan los resultados de la compañía está la variación en los precios de su principal insumo, la sal de grado industrial, que se mueve según las condiciones de mercado. Esta materia prima representará más del 50% del total de costos y gastos operacionales de la empresa.

Para el abastecimiento, la compañía contempla comenzar tres meses antes de la fecha estimada de entrada en operación para tener holgura y mantendrán un stock de seguridad de 6 meses de consumo de producción de materias primas e insumos, con el objetivo de resguardarse en caso de inconvenientes que afecten la cadena de abastecimiento.

Para esto, la compañía mantendría una relación con distintos proveedores de Chile y Argentina, dentro de los que se encuentra Salinera Asunción, EcoSal y Agro Galiana (Unisal). Los contratos tendrían una duración de seis meses, renovable. Los precios serían fijos la duración de este situándose en un rango entre US\$ 160 y US\$ 165 la tonelada.

El contrato con CSM considera que los precios se podrían reajustar de acuerdo con la variación en el costo de los insumos e inflación por lo que se mitiga en parte cualquier volatilidad que se pudiera observar en los precios de la principal materia prima, permitiéndole a la compañía mantener sus márgenes estables.

MARCO REGULATORIO GENERA BENEFICIOS ADICIONALES PARA LAS EMPRESAS DEL SECTOR

El proyecto se llevará a cabo bajo el Régimen de Maquila, actualmente regulado por la Ley N° 7.547/2025 "Del Régimen de Maquila" y su Decreto Reglamentario N° 5.714/2026, normativa que actualiza y sustituye el marco regulatorio anterior establecido por la Ley N° 1.064/1997.

Dicho régimen regula las operaciones de empresas constituidas en Paraguay que, en virtud de un Contrato de Maquila suscrito con una empresa domiciliada en el exterior, desarrollan procesos industriales de bienes o servicios, incorporando mano de obra y otros recursos nacionales, con destino principalmente a mercados de exportación.

Esta actividad se realiza en virtud del Contrato de Maquila, suscrito con una empresa domiciliada en el exterior (CSM Productos Químicos). En el caso de Quimisur, el programa se enmarca bajo la modalidad de Maquila por Capacidad Ociosa, aplicable a empresas ya instaladas en Paraguay que cuentan con capacidad productiva disponible para desarrollar operaciones bajo el Régimen de Maquila.

El marco regulatorio genera una serie de beneficios para las empresas del sector, entre los que se encuentran:

- Tributo único del 1%: las operaciones bajo el régimen de maquila están gravadas por un tributo único del 1%, aplicado sobre el valor agregado del producto dentro del territorio paraguayo o sobre el valor de la factura de exportación, el que resulte mayor, en sustitución de otros tributos nacionales aplicables a la actividad de maquila, conforme a la normativa vigente.
- Recuperación del Impuesto al Valor Agregado (IVA): las empresas maquiladoras pueden recuperar el crédito fiscal del IVA asociado a la adquisición de bienes y servicios vinculados directa o indirectamente a las operaciones de maquila, conforme a las condiciones previstas en la normativa aplicable.
- Suspensión de aranceles de importación: el régimen de maquila permite a las empresas importar materias primas, maquinarias y los insumos necesarios por medio de un sistema de admisión temporaria (seis meses prorrogables a un año) en el cual los aranceles e impuestos de importación quedan suspendidos, previo afianzamiento que garantice los montos de los gravámenes eventualmente aplicables.
- Remesas de ingresos y dividendos al exterior: las empresas maquiladoras están exentas del pago de cualquier tasa o tributo sobre las remesas de ingresos y

dividendos al exterior, en la medida que dichas rentas provengan del Programa de Maquila aprobado y conforme a lo establecido en la normativa vigente.

- Otras exenciones:
 - Tasas sobre actos y documentos.
 - Pago de tasas por servicio de valoración aduanera.
 - Aranceles consulares.
 - Tasas portuarias (50%) y aeroportuarias, según corresponda conforme a la normativa aplicable.
 - La totalidad de los impuestos, tasas y contribuciones que graven las garantías de las empresas maquiladoras y los préstamos destinados a financiar las operaciones de maquila, en la medida que correspondan a tributos nacionales y se encuentren vinculados al Programa de Maquila aprobado.
- Reglas de origen MERCOSUR: existe un requerimiento de contenido regional que considera la producción como originaria de un país. Actualmente, este contenido regional debe ser de un 40%, lo que permite que los bienes producidos puedan acceder al mercado de cualquiera de los otros miembros del MERCOSUR libre de aranceles e impuestos, siempre que cumplan con las reglas de origen aplicables.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

— AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se puede producir la afectación del entorno donde se desarrolla el negocio producto de una falta de atención de sus obligaciones.

El 21 de febrero de 2025 se aprobó el estudio de impacto ambiental del proyecto.

— SOCIALES

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

— GOBIERNOS CORPORATIVOS

La sociedad es administrada por un Directorio, el cual se compone por cinco miembros que sesiona regularmente para definir los lineamientos de la estrategia del negocio.

Jorge Enrique Pappalardo es el presidente del Directorio y Sadi Jose Morgan es el vicepresidente.

DESEMPEÑO OPERACIONAL Y FINANCIERO

GENERACIÓN OPERACIONAL Y FLUJOS ESPERADOS

Obra actualmente en construcción con flujos esperados estables relacionados a contrato *take or pay* de largo plazo

Los estados financieros actuales reflejan la situación tradicional de un proyecto en construcción que no genera flujos de caja operacionales y su nivel de inversiones está siendo cubierto a través de los sponsors y con emisión de deuda local.

En base al modelo analizado, la compañía contaría con una adecuada capacidad de generación de flujos de caja operacional una vez iniciada sus operaciones, lo que le permitirá cubrir sus obligaciones, pero con riesgo de refinanciamiento en los últimos periodos.

Respecto a la composición de los ingresos, dado que la compañía cuenta con un contrato *take or pay* con CSM por 16 años, el 100% de los ingresos provendría de este contrato según el modelo analizado, situándose por sobre los US\$ 7,8 millones.

Cabe destacar, que el contrato considera la compra del total de la producción, con precios que se reajustan trimestralmente de acuerdo a condiciones de mercado.

Con respecto a los costos, el principal componente es la sal y la energía, que representarán el 58% y 16% de la estructura de costos respectivamente. La sal tiene un comportamiento bastante estable, sin grandes variaciones y en el caso de la energía que será suministrada a través de la ANDE y en base a las tarifas reguladas.

De esta forma, la compañía tendría márgenes por sobre el 40% por toda la vida de la deuda, con una generación operacional estable determinada por el contrato de largo plazo, que garantiza la venta de toda su producción y por los precios de sus principales insumos.

ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COBERTURAS DE DEUDA ESPERADAS

Necesidades de inversión asociada a construcción serán cubiertas con una emisión en el mercado local, importes procedentes de los sponsors y en menor medida deuda bancaria

En el caso base analizado, de los cerca de US\$ 20 millones considerados para la construcción, el 78,7% será financiado con la emisión de bonos locales, el 17,5% con aportes de capital y el 3,8% restante con deuda bancaria.

La compañía contempla una emisión de bonos por aproximadamente US\$ 16,0 millones nominales, pagadero a 12 años para financiar la mayor parte de la inversión y dejar sus pasivos estructurados al largo plazo. La estructura de amortización de esta deuda sería tipo *bullet*, lo que supondría un riesgo de refinanciamiento para los últimos años.

Respecto de lo anterior, durante el año 2025 Quimisur realizó la colocación de las Series 1 y 2 del Programa de Emisión Global G1 (PEG G1) por Gs. 20.000 millones cada una, cuyo plazo de amortización es en el año 2032 y 2035, respectivamente. A su vez, ejecutó la colocación de las Series 1 y 2 del Programa de Emisión Global USD1 (PEG USD1) por US\$ 500 mil cada una, con plazo de amortización en 2032 y 2035, respectivamente.

Adicionalmente, con posterioridad a los últimos estados financieros publicados, la compañía realizó la colocación de las Series 3, 4 y 5 del PEG G1 por Gs. 5.000 millones, Gs. 6.250 millones y Gs. 6.250 millones, respectivamente, y de las Series 3, 4 y 5 del PEG USD1 por US\$ 500 mil, US\$ 1,2 millones y US\$ 800 mil, en el orden dado.

El escenario base indicativo evaluado por Feller Rate, considera indicadores de cobertura de Ebitda sobre Servicio de deuda en torno a 2,0 - 2,5 veces, sin considerar los últimos dos años con riesgo de refinanciamiento.

	Mayo 2025	Mayo 2026
Solvencia	A-py	A-py
Tendencia	Estable	Estable

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2021	2022	2023	2024	2025
Ebitda ⁽¹⁾	-43	-41	-44	-162	-576
Resultado Operacional	-43	-41	-44	-162	-576
Ingresos Financieros	70	291	120	176	784
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	24	225	49	422	2.217
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-31	-45	32	-123	32.824
Inversiones en Activos Fijos Netas				-151	-96.771
Flujo de Caja Libre Operacional	-31	-45	32	-274	-63.947
Flujo de Caja Disponible	-31	-45	32	-274	-63.947
Otros Movimientos de Inversiones	-3.287	-164	-3	-7.602	-444
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-3.319	-208	29	-7.876	-64.391
Variación de Capital Patrimonial				19.192	7.218
Otros Movimientos de Financiamiento	54	204	-27	456	2.317
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-3.264	-4	2	11.772	-8.262
Caja Inicial	3.310	45	41	43	11.815
Caja Final	45	41	43	11.815	3.553
Caja y Equivalentes	3.333	3.579	3.583	23.133	15.491
Cuentas por Cobrar Clientes	279			151	94.425
Deuda Financiera					86.773
Activos Totales	3.612	3.859	3.882	23.573	153.147
Pasivos Totales	3	25	0	56	120.078
Patrimonio + Interés Minoritario	3.609	3.834	3.882	23.517	33.069

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilidad Patrimonial (%)	0,7%	5,9%	1,3%	1,8%	6,7%
Endeudamiento Total	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
Endeudamiento Financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
Endeudamiento Financiero Neto	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	2,2
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	-150,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc)					-0,1
FCNOA / Deuda Financiera (%)					37,8%
FCNOA / Deuda Corriente (%)					678,8%
Liquidez Corriente (vc)	1292,5	153,7	22179,7	419,7	0,4

* EEFF individuales hasta diciembre 2021.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa USD1	Programa G1
Valor total de la emisión	6,5 millones de dólares	80 mil millones de guaraníes
Fecha de registro	05/06/2025	05/06/2025
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 4.380 días y según lo especificado en el complemento de prospecto correspondiente de cada serie	Desde 365 a 4.380 días y según lo especificado en el complemento de prospecto correspondiente de cada serie
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	USD1	USD1	USD1	USD1
Monto de la emisión	500 mil dólares	500 mil dólares	500 mil dólares	1,2 millones de dólares
Plazo	2.551 días	3.642 días	2.557 días	3.653 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	7,20% anual	7,95% anual	7,65% anual	8,00% anual
Amortización de Capital	Una cuota, 02 de julio de 2032	Una cuota, 28 de junio de 2035	Una cuota, 14 de abril de 2033	Una cuota, 14 de abril de 2036
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Al amparo de la emisión	USD1	G1	G1	G1
Monto de la emisión	800 mil dólares	20 mil millones de guaraníes	20 mil millones de guaraníes	5 mil millones de guaraníes
Plazo	4.380 días	2.551 días	3.642 días	2.557 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	8,15% anual	10,50% anual	11,25% anual	12,00% anual
Amortización de Capital	Una cuota, 11 de abril de 2038	Una cuota, 02 de julio de 2032	Una cuota, 28 de junio de 2035	Una cuota, 14 de abril de 2033
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 4	Serie 5
Al amparo de la emisión	G1	G1
Monto de la emisión	6,25 millones de guaraníes	6,25 millones de guaraníes
Plazo	3.653 días	4.380 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	12,25% anual	12,50% anual
Amortización de Capital	Una cuota, 14 de abril de 2036	Una cuota, 11 de abril de 2038
Conversión	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	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 calificadoradora 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 período 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.

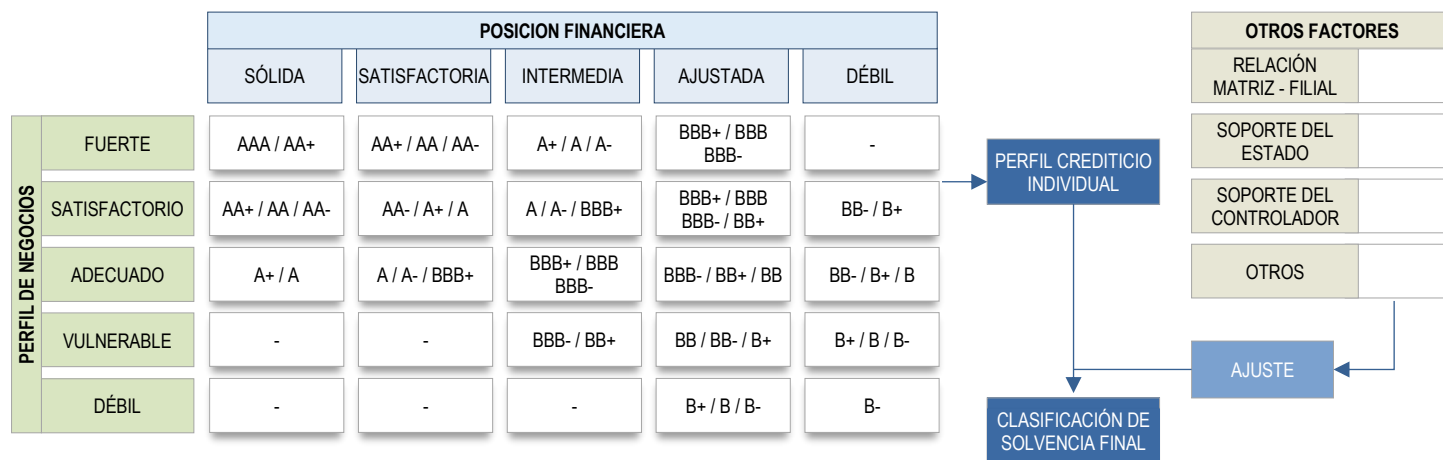
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

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:

- Paloma Iturrieta F. – Analista principal
- Esteban Sánchez – Analista secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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

Fecha de calificación: 05 de mayo de 2026

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 31.12.2025.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Av. Gral Santos 487 c/ Avda. España, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 225485 // Email: info@feller-rate.com.py

Entidad	Calificación Local	
Quimisur S.A.E.C.A.	Solvencia	A-py
	Bonos USD1	A-py
	Bonos G1	A-py
	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 mayor 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.

NICOLAS MARTORELL
CONSEJERO TITULAR

FELIPE PANTOJA
CONSEJERO SUPLENTE

FABIÁN OLAVARRÍA
CONSEJERO SUPLENTE

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.