

	Dic. 2021	Mayo 2022
Solvencia	-	BBB
Perspectivas	-	Estables

\* Detalle de calificaciones en Anexo.

INDICADORES RELEVANTES			
	2019	2020	2021
Margen Operacional	10,5%	12,6%	60,8%
Margen Ebitda	46,1%	17,6%	70,3%
Endeudamiento total	1,1	0,7	1,9
Endeudamiento financiero	1,0	0,6	1,4
Ebitda / Gastos financieros	13,5	7,1	5,4
Deuda financiera / Ebitda	4,0	1,7	3,1
Deuda financiera neta / Ebitda	3,9	1,6	3,1
FCNOA / Deuda financiera	12%	79%	20%

\* Estados financieros interinos con indicadores anualizados donde corresponda

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva				■	
Diversificación de áreas de negocios			■		
Industria intensiva en inversiones y altamente competitiva			■		
Exposición a cambios tecnológicos			■		

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad				■	
Generación de flujos			■		
Endeudamiento			■		
Coberturas			■		
Liquidez			■		

Analista: Camila Sobarzo B.  
camila.sobarzo@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

La calificación "BBB" asignada a la solvencia de la ITTI S.A.E.C.A refleja un perfil de negocios "Adecuado" y una posición financiera "Intermedia".

ITTI S.A.E.C.A (ITTI) fue fundada en 2004, bajo el nombre de IT Consultores, participando en el mercado de software tecnológico para el mercado financiero con distintos productos, de los cuales destaca el software de Core Bancario ITGF, siendo líder de mercado para este mercado. Asimismo, ofrece otros servicios relacionados a las tecnologías de información, como consultorías, manejo de datacenter y desarrollo de software según necesidades de clientes, entre otros.

Desde 2018, la compañía ha diversificado su portafolio con la incorporación de nuevos productos, destacando Finera, Kadiko, Mi Negocio y Wepa. Esto, a su vez, le ha permitido acceder a nuevos clientes, aunque sus ingresos permanecen concentrados en más de un 70% en su Core Bancario.

Sin embargo, cabe destacar que la cartera de clientes tiene un adecuado grado de diversificación, además de considerar contrapartes de buena calidad crediticia.

Los ingresos y márgenes de ITTI tienen un grado de volatilidad asociado al modelo de negocios de la compañía, respecto de la venta de sus licencias. Los años que la compañía realiza la venta de la licencia, se observa un alza tanto en los ingresos como en los costos, esto último por el proceso de implementación, el cual puede durar meses, repercutiendo en el margen Ebitda.

Los nuevos productos de la compañía, sin embargo, utilizan el modelo de suscripción (SaaS, por sus siglas en inglés), en el cual la compañía da acceso al producto a cambio de un monto mensual predefinido, lo cual se espera que a mediano plazo contribuya a disminuir la volatilidad, otorgando una base más estable de ingresos.

A diciembre de 2021, los ingresos de ITTI fueron de Gs. 53.161 millones, lo cual representa una baja de 29,2% en comparación a igual periodo del año anterior. Esto se explica por la venta de licencias a distintas entidades durante 2020, aunque es importante notar que esto contribuyó a los costos de operación del periodo, los cuales disminuyeron un 91,1% al no tener los desembolsos ligados a la implementación.

Así, el Ebitda de 2021 alcanzó los Gs. 37.391 millones, un incremento del 182,8% respecto de diciembre de 2020, mientras que el margen Ebitda de la compañía alcanzó un 70,3%, el máximo registrado en los últimos 5 años.

Respecto de la deuda financiera, esta fue de Gs. 117.266 millones a finales de 2021, exhibiendo un alza de 410,2% en comparación al cierre de 2020 debido a la colocación de bonos realizada durante el último trimestre del año y a la obtención de deuda bancaria adicional, tanto de corto como de largo plazo. Además, cabe destacar que la deuda está estructurada principalmente en el largo plazo.

Este incremento repercutió en los indicadores de endeudamiento como de cobertura, aunque cabe destacar que el impacto en el primero fue aminorado gracias al aumento de Gs. 35.000 millones en el capital patrimonial de la compañía durante el proceso de adquisición por parte de Grupo Vázquez. Así, el indicador de endeudamiento financiero alcanzó las 1,4 veces al cierre de 2021, en comparación con las 0,6 veces registradas a diciembre de 2020.

Los indicadores de cobertura de la compañía, en tanto, también muestran un alza producto del mayor endeudamiento, con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda y Ebitda sobre gastos financieros de 3,0 veces y 5,4 veces, respectivamente, en comparación con las 1,6 veces y 7,1 veces registradas al cierre de 2020. El incremento del Ebitda en el periodo permitió evitar un deterioro mayor en los indicadores.

Se espera que durante 2022, ITTI coloque el remanente de su programa de emisión, el cual se destinará al refinanciamiento de pasivos y a la compraventa y/o desarrollo de software. Se espera que esto último contribuya a aumentar el Ebitda durante este año, permitiendo así contrarrestar los indicadores y mantener los indicadores de cobertura relativamente estables, para observar un desapalancamiento en el mediano plazo.

La liquidez de ITTI actualmente está clasificada como "Suficiente", considerando un FCNOA esperado para 2022 en torno a Gs. 24.115 millones, junto a una caja y equivalentes a diciembre de 2021 por Gs. 6.831 millones. A esto se suman los Gs. 60.000 millones disponibles del programa de emisión y al respaldo de su controlador, Grupo Vázquez, el cual quedó evidenciado con el aumento de capital en 2021.

## TENDENCIA: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Considera que la compañía continúe trabajando en la diversificación de sus fuentes de ingresos, con el fin de disminuir la volatilidad de su generación de flujos y márgenes. Asimismo, considera la colocación del remanente de su programa de emisiones durante 2022, posterior a lo cual no se espera la obtención de deuda financiera adicional. Así, hace mediano plazo se espera que los indicadores de cobertura de ITTI comiencen a mejorar de forma estructural.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se podría gatillar ante un desapalancamiento más lento al esperado y/o ante un deterioro estructural de márgenes y coberturas, ante un cambio en las condiciones del mercado.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable, no obstante, se podría dar en el caso de que la estrategia de crecimiento implementada por la entidad se logre materializar con éxito, con un aumento en la escala de negocios, lo cual permita registrar una mejora en su posición financiera.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: INTERMEDIO

- Compañía líder de mercado en software bancario con ITGF, pero participación en otros segmentos se encuentra en desarrollo.
- Ingresos concentrados en línea de Core Bancario.
- Diversificación de portafolio en proceso, con desarrollo de nuevos productos que permitan ampliar la base de clientes.
- Alto nivel de expertise operacional por experiencia y conocimiento del negocio.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones, con desafíos respecto de la retención de talento a nivel mundial.
- Exposición a cambios tecnológicos

#### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

- Volatilidad de generación de flujos y márgenes ligada al modelo de negocio de venta de licencias.
- Plan de inversiones concentrado en desarrollo de nuevo software, el cual se espera permita entregar mayor estabilidad a los ingresos y márgenes.
- Aumento en endeudamiento debido a programa de emisión provoca deterioro transitorio de indicadores de cobertura.
- Posición de liquidez calificada como satisfactoria.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El principal accionista de ITTI es Grupo Vázquez S.A.E, el cual mantiene un 64,17% de la propiedad desde 2021. El porcentaje restante pertenece en un 30,13% a Jack Fleischman y en un 5,7% a Business & Financial Group S.A.

El Grupo Vázquez es un holding que agrupa a 14 empresas, agrupadas en cuatro áreas de negocios: agroganadera, alimentos, entretenimiento e inversiones y el cual es controlado por la familia Vázquez, siendo su principal accionista, a nivel individual, Federico Vázquez.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ADECUADO

ITTI S.A.E.C.A (ITTI) fue fundada en 2004, bajo el nombre de IT Consultores, participando en el mercado de software tecnológico para el mercado financiero con distintos productos, de los cuales destaca el software de Core Bancario ITGF. Asimismo, ofrece otros servicios relacionados a las tecnologías de información, como consultorías, manejo de datacenter y desarrollo de software según necesidades de clientes, entre otros.

Desde 2018, la compañía ha diversificado su portafolio con la incorporación de nuevos productos, destacando Finera, Kadiko, Mi Negocio y Wepa. Esto, a su vez, le ha permitido acceder a nuevos clientes, aunque el fuerte del negocio se mantiene en la línea de Core Bancario.

En 2021, Grupo Vázquez S.A.E entró a la propiedad de ITTI como su nuevo controlador, después de adquirir una participación mayoritaria de su paquete accionario.

En enero de 2022, ITTI anunció, a través de un hecho esencial, la adquisición del 49% de las acciones de J. Fleischman S.A., compañía que ofrece servicios ligados a ciberseguridad, digitalización y soluciones de impresión, mientras que el porcentaje restante de la propiedad de esta última fue adquirido por Grupo Vázquez. Se espera que, en los próximos meses, se materialice una fusión entre ITTI y J. Fleischman.

## CONTINGENCIA POR COVID-19

Desde los primeros meses de 2020, se evidenció un avance relevante en el Covid-19 a nivel global, ante lo cual las autoridades del Paraguay decretaron una serie de medidas orientadas a prevenir el contagio. Entre ellas se encuentran la declaración del Estado de Emergencia Sanitaria, cierre de fronteras, cancelación de operaciones de vuelos comerciales, suspensión de toda actividad social (pública o privada) que conlleve aglomeración de personal y el aislamiento social preventivo con desplazamiento restringidos a actividades indispensables, entre otras medidas.

Dichas restricciones fueron flexibilizadas de forma gradual con el paso de los meses, lo que permitió la reanudación de las operaciones de múltiples industrias.

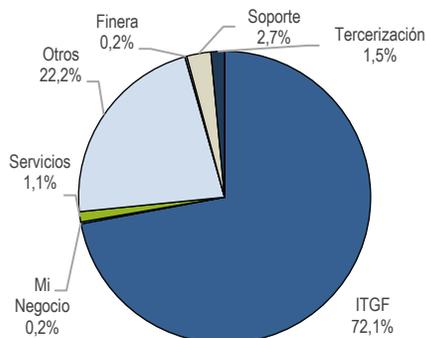
Según el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2021, elaborado por el Banco Central de Paraguay (BCP), la actividad nacional continuará expandiéndose durante el cuarto trimestre del año, con lo que se proyecta un crecimiento al cierre del año del 5,0% anual, con una contracción esperada para el sector primario del 4,1% y crecimiento para el sector secundario y de servicios del 5,2% y 7,1%, respectivamente.

En el caso particular de ITTI, se observó un fuerte aumento en su producto Mi Negocio, producto de la necesidad de distintos comercios de habilitar tiendas en línea durante los períodos de cuarentena. A pesar del término de estas últimas, se aprecia que se mantiene una demanda satisfactoria.

El resto de las operaciones de la compañía no registraron impactos significativos, al poder operar a distancia sin mayores dificultades. Si bien la operación de ITTI no se ha visto impactada de forma relevante a raíz del avance de la crisis sanitaria y las perspectivas de crecimiento económico del Paraguay han evidenciado una gradual mejora, con un contexto sanitario que ha permanecido favorable, aún persiste un relevante nivel de riesgo e incertidumbre a nivel global. Por lo anterior, Feller Rate se mantendrá monitoreando los efectos de mediano y largo plazo de la pandemia sobre la economía global y del Paraguay y sus efectos sobre los principales factores que influyen sobre la clasificación de riesgo de la compañía.

**DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS**

A diciembre de 2021



**DIVERSIFICACIÓN DE PORTAFOLIO DE PRODUCTOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS ENFOCADO EN PERMITIR ACCESO A NUEVOS CLIENTES, AUNQUE INGRESOS CONTINUAN CONCENTRADOS EN CORE BANCARIO**

Dentro los productos de ITTI, el más relevante en términos de ingresos es el Core Bancario, el cual hoy en día considera ITGF y Finera. El primero representó cerca del 72% de los ingresos de la compañía durante 2021 y está enfocado en las instituciones financieras reguladas por el Banco Central de Paraguay, lo cual limitaba en parte el crecimiento potencial de la compañía en términos de clientes.

Frente a esto último, la compañía llevo a cabo una reingeniería del Core Bancario, comenzando el desarrollo de Finera en 2018, el cual utiliza una arquitectura más moderna que ITGF que otorga mayores opciones, como multilinguaje, y se encuentra alojado en la nube. Las versiones de Finera lanzadas al mercado en 2021 se enfocaron en Casas de Crédito y Cooperativas de Ahorro y Crédito, mientras que se espera que versiones posteriores consideren entidades reguladas y bancos.

Por otra parte, se encuentra la Originación de Productos, el cual utiliza la Plataforma Digital de Negocios para manejar, de forma digital, las solicitudes dentro del proceso de obtención de productos financieros. Aunque el crecimiento de esta línea se relaciona en parte al crecimiento del Core Bancario, dado que los componentes se integran a estos últimos, ITTI también proyecta oportunidades de crecimiento del producto *stand alone*.

La compañía también ha incursionado en la Reportería e Integración de Sistemas con el desarrollo de Kadiko, una plataforma que permite conectar, traducir y procesar información de distintos sistemas, con el fin de avanzar en la automatización de tareas y generación de reportes de cualquier negocio.

Además, la compañía ha incursionado en el comercio electrónico y en las redes de pago, con Mi Negocio y Wepa, respectivamente. Mi Negocio es una plataforma web que permite la administración autónoma de canales digitales, además de entregar herramientas adicionales para la gestión del negocio. La plataforma considera tres grandes productos: un originador de tiendas en línea (Mi Negocio), un ERP en la nube (Mi Negocio +) y herramientas de administración de RRHH en la nube (Selecto).

Finalmente, Wepa es una red de transacciones digitales para el pago de servicios y productos de consumo, incluyendo servicios como cobros web y una app de cobros.

Aparte de los productos de software, la compañía también ofrece servicios de consultoría y de nuevos desarrollos, además de soporte técnico y mantenimiento de sus productos.

Aunque hoy en día los ingresos de ITTI se concentran de forma significativa en sus productos de Core Bancario, se espera que la ampliación de portafolio de productos permita un aumento en la diversificación de ingresos. Sin embargo, es importante destacar que la concentración de ingresos se ve mitigada por la adecuada calidad crediticia de los clientes de ITGF, las cuales son entidades reguladas por el ITGF, como Finexpar S.A.E.C.A. y Financiera Ueno S.A.E.C.A, además de contar con contratos de largo plazo, con una duración promedio de 2 años.

Adicionalmente, cabe destacar que por el momento los productos de ITTI se comercializan solamente en Paraguay. Sin embargo, la compañía está evaluando la posibilidad de ampliarse a otros mercados de la región.

## MANTIENE UNA ROBUSTA POSICIÓN COMPETITIVA CON SU CORE BANCARIO, SIN EMBARGO, DESAFIOS EN EL POSICIONAMIENTO DEL RESTO DE PRODUCTOS

ITTI es el actual líder de mercado al evaluar el sistema de Core Bancario gracias a ITGF, el cual fue usado en alrededor del 30% de las transacciones financieras en el mercado nacional durante 2021. Actualmente, es usado por 10 de las 25 compañías reguladas por el Banco Central de Paraguay y se espera que, durante 2022, se incorporen otras, aumentando su relevancia.

La compañía ha podido mantener este posicionamiento gracias a la mantención de un sistema sólido de desarrollo, control de calidad (QA, por sus siglas en inglés) y calidad, manteniendo una metodología interna en línea con lo exigido por el BCP y una plataforma dedicada para el rastreo de los tickets de soporte. Asimismo, mantienen estándares exigentes frente para minimizar el riesgo de ciberataques.

Cabe destacar que, dada las características y los requerimientos técnicos que debe cumplir el software utilizado para Core Bancario, la competencia se limita a pocos proveedores. El principal competidor de ITTI en este caso es una empresa extranjera.

Sin embargo, la participación de mercado de sus otros servicios todavía no alcanza los niveles de ITGF, dado el lanzamiento reciente de estos. Se espera que los esfuerzos comerciales de la compañía en los próximos años contribuyan a mejorar esta situación. Asimismo, se espera que la compañía enfrente mayor competencia en este segmento, dada la existencia de otros productos ya establecidos para los distintos segmentos, como plataformas de pago.

## UTILIZACIÓN DE NUEVAS TECNOLOGÍAS POR ALIANZAS ESTRATÉGICAS Y DEL SISTEMA CLOUD PROVOCAN CAMBIOS EN MODELO DE NEGOCIO

Frente a las necesidades de sus clientes y a un mercado altamente competitivo, la compañía ha mantenido un alto nivel de inversión en el desarrollo de software, incorporando nuevas tecnologías a través de alianzas estratégicas con empresas como Oracle e incorporando el uso de la nube en el desarrollo. Esto último entrega ventajas tanto a los clientes como a ITTI, permitiendo en el caso de los primeros el acceso a los servicios que usan por medio de internet, sin depender de un solo equipo para su uso.

En el caso de ITTI, permite que la compañía aproveche el desarrollo evolutivo de software, lo cual se refiere a la posibilidad de entregar mejoras y actualizaciones continuas de un programa sin ser necesario instalar versiones nuevas, con los costos que eso conlleva. A su vez, permite que la empresa pueda reaccionar más rápido a retroalimentación de sus clientes, implementando cambios a la plataforma o producto ya vigente, en vez de tener que esperar un nuevo lanzamiento.

El desarrollo evolutivo de software también ha tenido un impacto en el modelo de negocios de la compañía.

Originalmente, la compañía comercializaba su producto a través de la venta de la licencia perpetua del programa y ofrecía, como un contrato separado, el servicio de soporte, lo cual provocaba un grado de volatilidad en los ingresos ligado a la cantidad de licencias comercializadas en un periodo. También, cuando se trata de la tercerización de clientes, se cobra un adelanto antes del comienzo del trabajo, con el monto restante es cobrado al momento de la entrega final.

El desarrollo evolutivo ha permitido que ITTI adopte, para sus plataformas y productos más nuevos, el modelo de Software como un Servicio (SaaS, por sus siglas en inglés) o

suscripción, en el cual la compañía da acceso al producto a cambio de un monto mensual predefinido, permitiendo disminuir la volatilidad.

Los ingresos de la compañía hoy en día provienen de un mix de ambos sistemas de venta, aunque se espera que en los próximos años, y siguiendo la tendencia vista en la industria de software a nivel mundial, la mayoría de los ingresos ocurran bajo el modelo *Saas*.

## INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA TANTO EN INVERSIONES COMO EN RECURSOS HUMANOS

La industria de Tecnologías de la Información ha tenido un fuerte crecimiento en los últimos años, producto de la digitalización en múltiples industrias, de la globalización en el uso de las tecnologías y aplicaciones, junto con el rol clave que tiene en la creación de valor en las empresas.

Dentro de los factores claves para la continuidad y rentabilidad de las empresas prestadoras de servicios tecnológicos destacan la eficiencia en la estructura de costos, una amplia, continua y actualizada oferta de servicios, disponibilidad de personal altamente calificado y la mantención de una diversificada cartera de clientes. Estos elementos se traducen en barreras de entrada para nuevos competidores y fomentan relaciones de largo plazo con los clientes, aspectos fundamentales para generar ingresos recurrentes en el tiempo y permitir el crecimiento orgánico mediante la oferta integral de productos y servicios.

La industria es sensible a los ciclos económicos, ya que el gasto y la inversión en tecnología se ven afectados en períodos recesivos de la economía. Cabe señalar que ciertos servicios, como el outsourcing, son menos vulnerables a volatilidades, debido a la mayor dependencia de este servicio para el funcionamiento de las empresas. A nivel agregado, el impacto de ciclos económicos sobre los sistemas TI condiciona más el tipo de inversión tecnológica proyectada (suspensión de proyectos) que el nivel de gasto materialmente efectuado. Esto está basado en que el costo de cambiar de prestador de servicios o migrar la plataforma informática, en general, tiende a ser bastante elevado con respecto a otros gastos en tecnología, como la inversión en plataformas, las cuales presentan una mayor ciclicidad.

La tendencia agregada de inversión se basa en el crecimiento de los servicios de tecnología, aplicaciones y equipos de redes, por sobre la tradicional venta de equipos o hardware. Esto se debe a la mayor necesidad de soluciones informáticas orientadas a la automatización y eficiencia de procesos en las áreas clave de las empresas, tanto a nivel vertical como horizontal, y a la fuerte competencia en la venta de hardware que ha llevado a sostenidas caídas de precios y menores márgenes asociados.

Asimismo, cabe destacar la exposición a nivel industria a cambios tecnológicos, lo que implica inversiones constantes para mantener actualizado el catálogo de productos y asegurar que cumplan con los estándares de calidad y funcionalidad exigidos por los clientes.

En los últimos años, se ha observado a nivel industria un aumento en la competencia por personal calificado, debido a la posibilidad de que este sea contratado de forma remota desde el extranjero. Por lo mismo, se espera un fuerte énfasis en inversiones destinadas a retener al personal en los próximos años, ofreciendo beneficios que vayan más allá de lo monetario.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se estima poco probable que se pueda producir una afectación de su entorno debido a sus operaciones.

A nivel corporativo, la compañía ha tomado iniciativas para promover un consumo eficiente de recursos, considerando elementos que contribuyan a esto en la remodelación de sus oficinas.

### — SOCIALES

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

Cabe destacar que, en marzo de 2022, ITTI se posicionó en el lugar 11 del ranking de "Great Place to Work" en Paraguay, en la categoría de Empresas Nacionales.

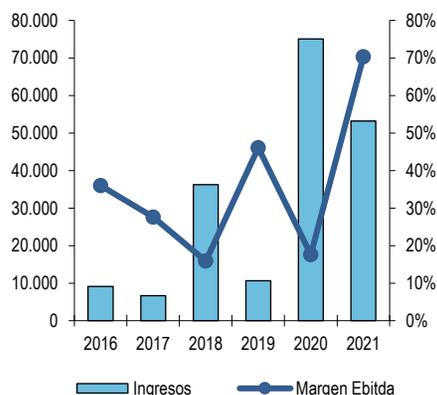
### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

Al ser una empresa que participa en la bolsa de valores, ITTI mantiene las obligaciones de transparencia con el mercado estipuladas en la ley.

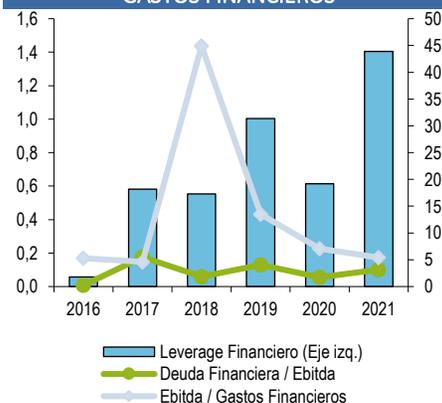
Por otro lado, el directorio está compuesto por cinco integrantes, designados por los accionistas, donde los cargos están compuestos por un presidente, un vicepresidente y tres directores titulares. El nombramiento de los directores será por dos años, pudiendo ser reelectos indefinidamente.

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES**

En millones de Gs.

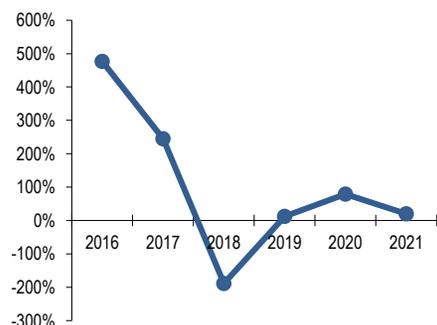


**EVOLUCIÓN DEL EBITDA Y DE COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS**



**INDICADOR DE COBERTURA**

FCNOA sobre deuda financiera



**POSICIÓN FINANCIERA**

INTERMEDIA

**RESULTADOS Y MÁRGENES**

Se observa un alto nivel de volatilidad en la generación de flujos y en los márgenes, ligado al modelo de negocios de la compañía

Dentro del período de análisis, se observa un grado de volatilidad tanto en los ingresos como en los márgenes de ITTI, el cual se explica por el modelo de negocios de la compañía. Así, los años con más ingresos se deben a la venta puntual de licencias de alguno de los productos de la compañía, sin embargo, debido al alto costo de su implementación, esto no se reflejaba en una mejora del Ebitda y de los márgenes, mientras que los años de menores ingresos, la compañía se sustentaba en sus ingresos por servicios, lo cual conlleva un menor costo, permitiendo un mayor margen.

Esta volatilidad, junto a la posibilidad de ampliar el mercado objetivo al cual apunta con sus productos, es lo que llevó a ITTI a comenzar el desarrollo de nuevos productos desde 2018 e incursionar en productos con un modelo SaaS. Mi Negocio entró en operación en 2020 y Finera, en 2021, por lo que a la fecha todavía no provocan un cambio significativo en la composición de ingresos, aunque se espera que contribuyan en los próximos años a entregar mayor estabilidad a la generación de flujos.

Al cierre de 2021, los ingresos de ITTI fueron de Gs. 53.160 millones, exhibiendo una disminución de 29,2% en comparación al cierre del año anterior, lo cual se explica por una alta cantidad de ventas de licencias, lo cual no se logró replicar en su totalidad en 2021. Esto fue compensado, en parte, por el inicio de la comercialización de Finera y por la mantención de ingresos por Mi Negocio y el área de servicios y soporte.

Los costos de venta del periodo, en tanto, disminuyeron un 91,1%, hasta Gs. 5.182 millones, debido a no tener los gastos ligados a la implementación de las licencias vendidas. Esto último es un proceso largo, que varía por cliente, pero que incluye la instalación y posteriormente un proceso de estabilización del software.

Cabe destacar el alza de 121,8% de los gastos de administración y ventas de la compañía, que al cierre de diciembre de 2021 alcanzaron los Gs. 15.643 millones, producto de incrementos considerables en los ítems ligados a sueldos y honorarios profesionales. La escasez de personal calificado y la alta demanda por este a nivel mundial, junto con el trabajo a distancia, han provocado que empresas extranjeras busquen personal en otros países, incluyendo Paraguay. Esto ha llevado a presionar al alza los sueldos de desarrolladores, como se refleja en los resultados.

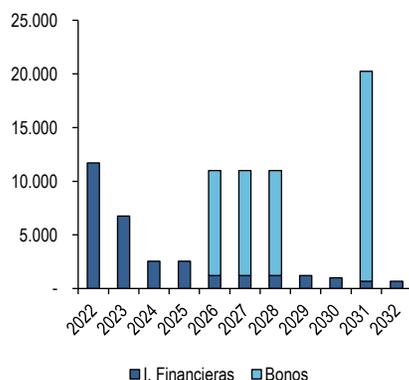
A pesar de los menores ingresos y mayores gastos, el Ebitda de ITTI al cierre de 2021 fue de Gs. 37.391 millones, un incremento del 182,8% en comparación al año anterior, gracias a la ausencia de costos de implementación. El margen Ebitda, en tanto, fue 70,3%, un máximo histórico para la compañía.

La volatilidad en la generación de flujos mencionada a inicios de esta sección se refleja también en el indicador de Flujo de Caja Neto Operacional Ajustado (FCNOA) sobre deuda financiera, el cual ha tenido variaciones fuertes en el horizonte analizado. Al cierre de 2021, el indicador fue de 19,8%, una baja considerable en comparación al 79,0% registrado en diciembre de 2020.

Feller Rate espera que los ingresos de los próximos años de la compañía mantengan una tendencia al alza de la mano de los nuevos productos en desarrollo, y de la incorporación de las líneas de negocio de J. Fleischman, con un margen Ebitda y una

### PERFIL DE AMORTIZACIONES

En millones de Gs.



### PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, al cierre de diciembre de 2021, por US\$ 38,2 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

### PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- Requerimientos de capital de trabajo acotados.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

generación de flujos que debería mostrar un mayor grado de estabilidad una vez que termine el desarrollo e implementación de la nueva versión de Finera y el lanzamiento de Wepa.

## ENDEUDAMIENTO Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA

Se observa aumento en endeudamiento producto de emisión de bono en 2021, lo cual provoca presiones transitorias en los indicadores.

Al cierre de diciembre de 2021, la deuda financiera de ITTI alcanzó los Gs. 117.266 millones, un alza de 410,2% en comparación a igual mes del año anterior debido a la colocación de bonos realizada durante el último trimestre del año y a la obtención de deuda bancaria adicional, tanto de corto como de largo plazo. Además, cabe destacar que la deuda está estructurada principalmente en el largo plazo.

Durante noviembre de 2021 inscribió en la CNV el programa de emisión de bonos G1, con un monto máximo de Gs. 105.000 millones. De estos, a la fecha ha colocado Gs. 39.679 millones. Entre un 60% a 70% de los fondos obtenidos se destinará a la reestructuración de pasivos financieros que mantienen con distintas entidades financieras nacionales, mientras que el porcentaje restante será destinado al desarrollo y compraventa de software.

Cabe destacar que la compañía ha fortalecido su capital patrimonial en el último año, con un aumento de Gs. 35.000 millones en su capital suscrito en 2021, durante el proceso de adquisición de la compañía por parte de Grupo Vázquez. Esto ha permitido moderar el impacto del alza en la deuda en el indicador de endeudamiento financiero, que alcanzó las 1,4 veces al cierre de 2021, en comparación con las 0,6 veces registradas a diciembre de 2020.

Los indicadores de cobertura de la compañía, en tanto, también muestran un alza producto del mayor endeudamiento, con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda y Ebitda sobre gastos financieros de 3,0 veces y 5,4 veces, respectivamente, en comparación con las 1,6 veces y 7,1 veces registradas al cierre de 2020. El incremento del Ebitda en el periodo permitió evitar un deterioro mayor en los indicadores.

La compañía espera colocar el remanente de su programa de emisión durante este año, de los cuales alrededor de un tercio será para refinanciar otros pasivos. A pesar de que se espera que la deuda de la compañía alcance su *peak*, se espera que los indicadores comiencen a disminuir debido a incrementos proyectados en el Ebitda por el inicio de comercialización de nuevos productos y la rentabilización de los ya existente.

Así, Feller Rate espera que la compañía no tenga necesidad de emitir deuda adicional en los próximos años, lo que permitirá que el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda de ITTI disminuya a un rango cercano a las 2,0 veces en el mediano plazo.

## LIQUIDEZ: SUFICIENTE

La liquidez de ITTI actualmente está clasificada como "Suficiente", considerando un FCNOA esperado para 2022 en torno a Gs. 24.115 millones, junto a una caja y equivalentes a diciembre de 2021 por Gs. 6.831 millones. A esto se suman los Gs. 60.000 millones disponibles del programa de emisión y al respaldo de su controlador, Grupo Vázquez, el cual quedó evidenciado en el proceso de aumento de capital en 2021.

El uso de fondos considera el financiamiento del plan de inversiones de la compañía, el cual se concentrará mayoritariamente en el desarrollo de software y la implementación de este a nuevos clientes, aunque se agrega también la remodelación de las

dependencias de ITTI como parte de su plan de atracción y retención de talento. Asimismo, se consideran Gs. 5.213 millones de vencimientos de corto plazo y el pago de dividendos.

		Mayo 2022
Solvencia		BBB
Perspectivas		Estables

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Valores en millones de Gs.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Operacionales	9.087	6.665	36.262	10.679	75.062	53.161
Ebitda <sup>(1)</sup>	3.271	1.838	5.756	4.923	13.223	37.391
Resultado Operacional	1.156	877	2.201	1.122	9.470	32.335
Ingresos Financieros						
Gastos Financieros	-618	-399	-128	-366	-1.873	-6.892
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	353	374	1.797	353	7.259	22.054
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	3.615	24.819	-20.095	2.439	18.156	23.250
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	3.615	24.819	-20.095	2.439	18.156	23.250
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	2.997	24.819	-20.433	1.291	14.541	23.250
Inversiones en Activos Fijos Netas	-7.718	-29.956	18.360	-9.774	-15.599	-56.115
Inversiones en Acciones						
Flujo de Caja Libre Operacional	-4.721	-5.137	-2.073	-8.483	-1.058	-32.866
Dividendos Pagados						
Flujo de Caja Disponible	-4.721	-5.137	-2.073	-8.483	-1.058	-32.866
Movimiento en Empresas Relacionadas						
Otros Movimientos de Inversiones						-111.780.030
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-4.721	-5.137	-2.073	-8.483	-1.058	-144.646
Variación de Capital Patrimonial						35.000.000
Variación de Deudas Financieras	3.674	4.691	539	9.140	2.616	108.224
Otros Movimientos de Financiamiento	45	526	1.491	-168	-79	385
Financiamiento con Empresas Relacionadas						
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-1.001	80	-43	489	1.479	-1.037
Caja Inicial	1.010	9	89	31	520	1.999
Caja Final	9	89	46	520	1.999	962
Caja y Equivalentes	9	89	46	520	1.999	962
Cuentas por Cobrar Clientes	2.973	4.148	2.692	5.460	5.262	26.382
Inventario	74	74	74	94	6.294	7.921
Deuda Financiera	758	10.114	10.653	19.778	22.985	117.266
Activos Totales	23.707	54.652	31.319	41.145	63.022	238.460
Pasivos Totales	10.502	37.258	12.067	21.456	25.540	155.013
Patrimonio + Interés Minoritario	13.205	17.394	19.252	19.688	37.482	83.447

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

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	92,0%	94,8%	32,3%	96,7%	22,0%	90,3%
Margen Operacional (%)	12,7%	13,2%	6,1%	10,5%	12,6%	60,8%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	36,0%	27,6%	15,9%	46,1%	17,6%	70,3%
Rentabilidad Patrimonial (%)	2,7%	2,1%	9,3%	1,8%	19,4%	26,4%
Costo/Ventas	8,0%	5,2%	67,7%	3,3%	78,0%	9,7%
Gav/Ventas	79,3%	81,6%	26,2%	86,2%	9,4%	29,4%
Días de Cobro	117,8	224,0	26,7	184,1	25,2	178,7
Días de Pago	4.811,7	28.209,4	18,4	1.514,7	15,7	1.184,3
Días de Inventario	36,5	76,8	1,1	97,4	38,7	550,2
Endeudamiento Total	0,8	2,1	0,6	1,1	0,7	1,9
Endeudamiento Financiero	0,1	0,6	0,6	1,0	0,6	1,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,1	0,6	0,6	1,0	0,6	1,4
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1)(2)</sup>	0,2	5,5	1,9	4,0	1,7	3,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1)(2)</sup>	0,2	5,5	1,8	3,9	1,6	3,1
Ebitda / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)</sup>	5,3	4,6	44,9	13,5	7,1	5,4
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(2)</sup>	477,1%	245,4%	-188,6%	12,3%	79,0%	19,8%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(2)</sup>	482,9%	247,6%	-189,4%	12,7%	86,5%	20,0%
Liquidez Corriente (vc)	0,3	0,1	0,6	0,9	6,0	2,9

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

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**

**EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS**

**Programa G1**

Valor total de la emisión	105.000 millones de guaraníes
Fecha de registro	12.01.2016
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

**EMISIONES DE BONOS VIGENTES**

	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	ITI.G1	ITI.G1	ITI.G1	ITI.G1
Monto de la emisión	10.000 millones de guaraníes			
Plazo	1.823 días	2.550 días	3.646 días	3.648 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,0%	11,5%	12,25%	11,0%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma			

**EMISIONES DE BONOS VIGENTES**

**Serie 5**

Al amparo de la emisión	ITI.G1
Monto de la emisión	10.000 millones de guaraníes
Plazo	1.816 días
Pago de Intereses	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,2%
Amortización de Capital	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla
Resguardos	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma

**NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN**

**CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO**

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

A LAS CATEGORÍAS ANTES SEÑALADAS FELLER RATE AGREGARÁ EL SUFIJO "PY" PARA INDICAR QUE LA CALIFICACIÓN PERTENECE A LA ESCALA NACIONAL DE PARAGUAY. ADICIONALMENTE, PARA LAS CATEGORÍAS DE RIESGO ENTRE "AA" Y "B", LA CALIFICADORA UTILIZA LA NOMENCLATURA (+) Y (-) PARA OTORGAR UNA MAYOR GRADUACIÓN DE RIESGO RELATIVO.

**TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO**

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

*Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia del Mercado de Valores y en aquella que voluntariamente aporte el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*

*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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*

- 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 clasificadora 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.

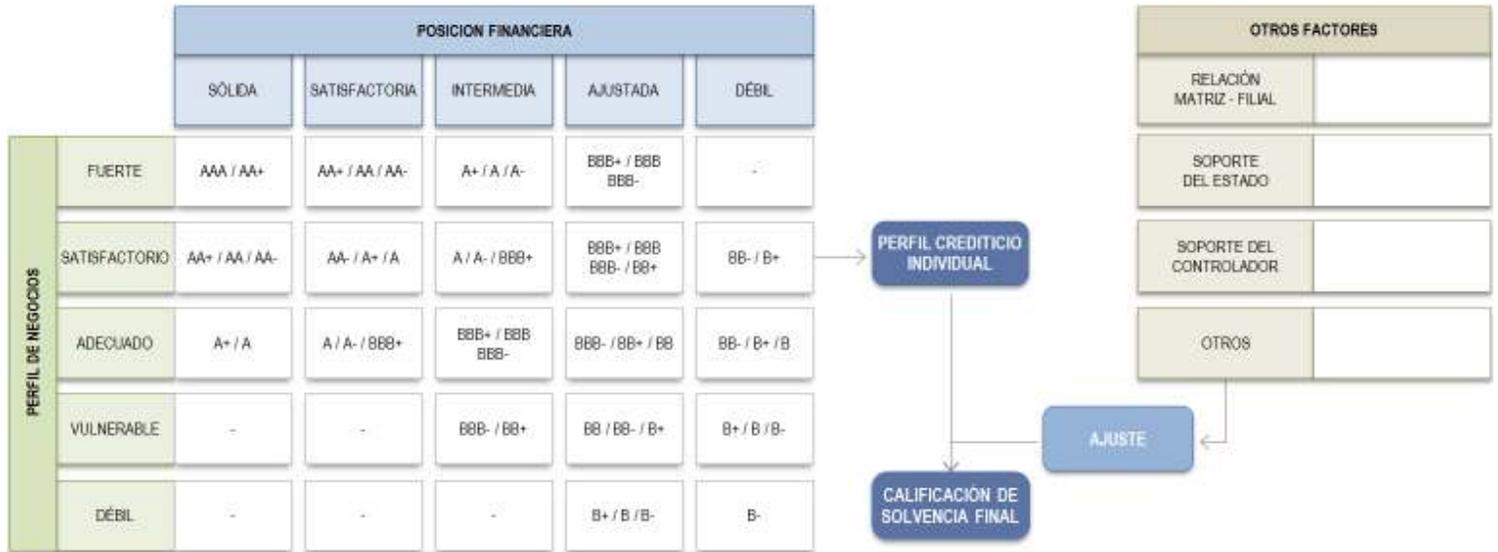
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## 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.



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

Fecha de calificación: 29 de abril de 2022.

Tipo de reporte: Primera Clasificación del Emisor y sus valores

Estados Financieros referidos al 31.12. 2021.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

[www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

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

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

Entidad	Calificación Local	
ITTI S.A.E.C.A	Solvencia	BBB-py
	Bonos G1	BBB-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](http://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

BBB: Instrumentos 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. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

## 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
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

EDUARDO FERRETTI

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILILLO

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

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

*La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.*