

**COMFAR S.A.E.C.A.**

 PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: **G2**

 MONTO MÁXIMO: **Gs. 123.000.000.000**

 CORTE DE CALIFICACIÓN: **DICIEMBRE/2021**

<b>SOLVENCIA Y PEG G2</b>	<b>CALIFICACIÓN</b>	<b>Analista:</b> CPN Marcos Rojas <a href="mailto:mrojas@solventa.com.py">mrojas@solventa.com.py</a> "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, emisión o su emisor"
<b>CATEGORÍA</b>	<b>DIC/2021</b>	
<b>TENDENCIA</b>	<b>pyA</b>	
	<b>ESTABLE</b>	

*El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa&Riskmétrica S.A. (en proceso de fusión) no garantiza la veracidad de los datos ni se hacen responsables de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.*

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2	
Características	Detalle
Emisor	Comfar S.A.E.C.A.
Acta de Aprobación del Directorio	Acta de Directorio N° 417 de fecha 26/04/2022 y modificatoria N° 420 de fecha 23/05/2022.
Denominación del Programa	G2
Moneda y monto del Programa	Gs. 123.000.000.000 (Cien veintitrés mil millones).
Plazo de Vencimiento	Se emiten con un plazo de vencimiento entre 365 a 3.650, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada serie.
Destino de Fondos	Los fondos serán utilizados entre un 10% a 30% para capital operativo y entre un 70% a 90% para inversiones en maquinarias y en una nueva planta industrial.
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVFASA N° 1.013/11, el Directorio de COMFAR S.A.E.C.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio.
Garantía	Común.
Agente Organizador y Colocador	Investor Casa de Bósa S.A.
Representante de Obligacionistas	Investor Casa de Bósa S.A.

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G2 de Comfar S.A.E.C.A.

**FUNDAMENTOS**

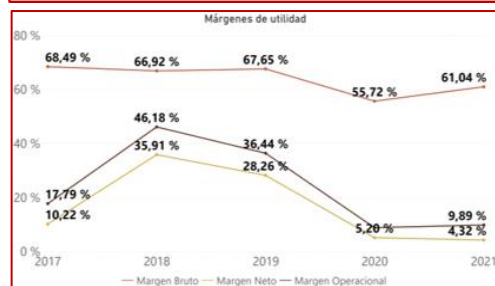
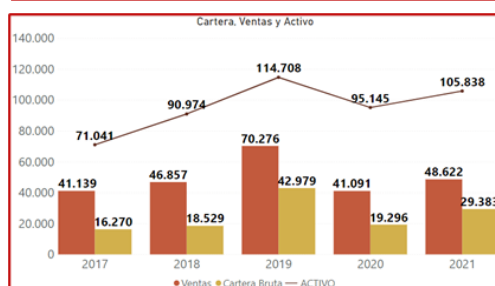
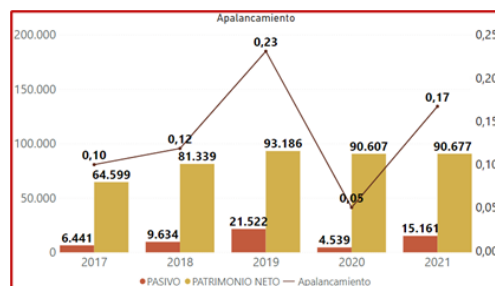
La calificación **pyA** de la solvencia y del Programa de Emisión Global G2 de Comfar S.A.E.C.A. se fundamenta en los adecuados niveles de solvencia y de liquidez, que han mantenido en los últimos años, producto de la continua reinversión de sus resultados y del financiamiento de sus operaciones con recursos propios, lo que explica su bajo nivel de endeudamiento comercial y de corto plazo. A su vez, contempla el conservador perfil de negocios y del tamaño de sus operaciones, en línea con su capacidad de producción y participación en el mercado local, a través de sus principales productos. En esta línea, contempla los recientes cambios en su composición accionaria y administración, que se ha traducido en la implementación de nuevas acciones estratégicas y las acciones en curso para aumentar su capacidad instalada, a través de las inversiones previstas en su nueva planta industrial, que será financiada 100% por gran parte de los recursos obtenidos bajo la presente emisión.

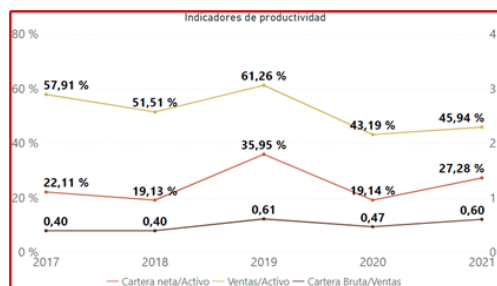
Históricamente, la dependencia financiera ha sido baja, con un pasivo que varió desde Gs. 21.522 millones en Dic19 a Gs. 4.539 millones en Dic20, y a Gs. 15.161 millones en Dic21, principalmente por las deudas con proveedores y en menor medida por descuento de cheques. Esto ha reflejado un bajo ratio de apalancamiento, que ha pasado de 0,23 a 0,05, y luego a 0,17, respectivamente, en los periodos mencionados anteriormente, sostenido también por el mantenimiento de su patrimonio neto, desde Gs. 90.607 millones en Dic20 a Gs. 90.677 millones en Dic21, explicado por la menor performance de sus resultados en los últimos dos años.

En cuanto a la posición de liquidez, su ratio se ha mostrado elevado en línea con el acotado nivel de deudas de corto plazo, aunque variables, pasando su relación corriente de 3,49 en Dic19 a 12,22 en Dic20, para luego disminuir a 4,39 en Dic21, con una prueba ácida de 2,77 en 2021, derivado del comportamiento de sus obligaciones comerciales. Con esto, si bien el activo corriente aumentó gradualmente, el capital de trabajo se contuvo en los últimos años, pasando de Gs. 50.018 millones en Dic20 a Gs. 51.194 millones en Dic21, acompañado de una baja dependencia de inventario, pero con una menor rotación de inventario, y con efecto en un aumento del ciclo operacional.

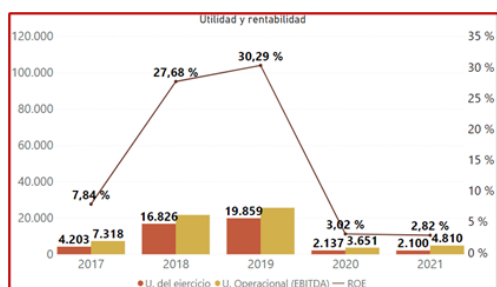
En contrapartida, la calificación incorpora la elevada competencia en la industria local y los desafíos para aumentar sus ingresos, incluida las importantes bonificaciones otorgadas, y sus indicadores de productividad, que han ajustado su desempeño operativo y financiero en los últimos dos años, reflejados en los niveles de eficiencia y de rentabilidad. Asimismo, contempla los riesgos inherentes para el mantenimiento de los niveles de cobertura de obligaciones y gastos financieros, frente al importante nivel de endeudamiento previsto bajo el presente programa de emisión.

En 2021, las ventas han evidenciado una continua evolución en los últimos años, exceptuando los elevados ingresos en 2019 por la puntual adjudicación en el sector público, pasando de Gs. 41.091 millones en Dic20 a Gs. 48.622 millones en Dic21, equivalente a un aumento de 18,33%. Por su parte, los créditos han presentado un comportamiento variable y una relación respecto a los activos de 27,28% en Dic21, denotando una baja participación por el financiamiento de clientes a corto plazo con una morosidad de 0,58% en Dic21, en línea con la contención de los últimos años.





En 2021, la cartera bruta de créditos aumentó desde Gs. 19.296 millones en Dic20 a Gs. 29.383 millones en Dic21, equivalente a una participación de 27,8% de las facturaciones netas. Con todo, la relación de ventas/activos aumentó ligeramente de 43,19% en Dic20 a 45,94% en Dic21, pero manteniéndose aún por debajo de su histórico, luego del aumento de los activos totales desde Gs. 95.145 millones en Dic20 a Gs. 105.838 millones en Dic21, explicado en parte por el aumento del saldo de inventario de mercaderías en 2021, hasta Gs. 24.519 millones (+29,4% respecto a 2020).



En línea con lo anterior y teniendo en cuenta la contención de los niveles de costos en 2021, el indicador de margen bruto ha reflejado una recuperación desde 55,72% en Dic20 a 61,04% en Dic21, pero siendo inferior aún a lo obtenido en años anteriores. Por su parte, ha registrado acotados niveles de utilidad operativa (Ebitda), siendo de Gs. 2.100 millones en Dic21, con efecto en una menor eficiencia operativa, que ha incidido en el ratio de margen neto, pasando de 28,26% en Dic19 a 5,20% en Dic20, y a 4,32% en Dic21.

En cuanto a los indicadores de rentabilidad, el índice ROA se ha ajustado de 19,06% en Dic19 a 3,02% en Dic20, y luego a 2,82% en Dic21, mientras que el ROE ha sido de 3,02% y 2,82% en los últimos dos años, manteniéndose muy debajo de lo registrado en el periodo 2017/2019, aun considerándose la incidencia de los ingresos extraordinarios en los años 2018 y 2020.

Comfar S.A.E.C.A. concentra sus operaciones en el mercado local, principalmente en el sector privado farmacéutico, a través de la comercialización de productos elaborados por su división de laboratorio Empa y de otros medicamentos representados, importados de renombradas farmacéuticas internacionales. Adicionalmente, aunque en menor medida aún, la empresa registra operaciones de comercio exterior con algunos países de la región, a través de las exportaciones y alianzas, así como de adjudicaciones de llamados de entidades públicas, para la provisión de medicamentos varios, a los que se suman las líneas de productos de escritura y escolar, así como de Óptica y contactología. Recientemente, ha contemplado cambios en su composición accionaria y directorio, a partir de la cual el control y la propiedad de la empresa se encuentra a cargo de sus accionistas Beatriz Artaza y Martin Heisecke Artaza, con el apoyo y acompañamiento de su director operativo, así como de su equipo gerencial, que se encuentran trabajando activamente en el fortalecimiento de su capacidad instalada y en el crecimiento de sus operaciones, así como en la adecuación de procesos y procedimientos operativos e industriales.

## TENDENCIA

La tendencia **“ESTABLE”** refleja las razonables expectativas en cuanto a la situación de general de Comfar S.A.E.C.A., a partir del mantenimiento de adecuados niveles de solvencia y liquidez, acompañado por contenidos niveles de morosidad, y tomando en consideración las acciones estratégicas en curso para incrementar sus facturaciones y la penetración de sus productos en el mercado, luego de la recuperación gradual de sus ventas registradas en 2021, con efecto en un razonable desempeño operativo y financiero. Igualmente, incorpora las expectativas de un gradual perfil de endeudamiento, así como ajustes en la cobertura de sus obligaciones y gastos financieros, asociadas a los importantes planes de inversión en infraestructura de su nueva planta industrial, prevista en Mariano Roque Alonso.

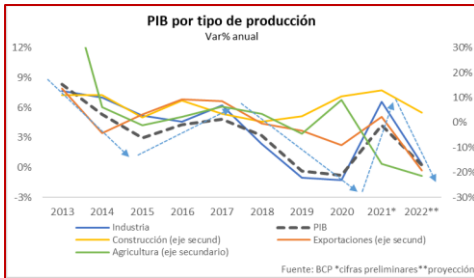
## FORTALEZAS

- Elevados niveles de solvencia para el tamaño de sus operaciones, con un continuo compromiso de sus accionistas.
- Adecuados niveles de liquidez, favorecido por el financiamiento de clientes a corto plazo.
- Mantenimiento de una apropiada gestión y calidad de cartera de créditos.
- Importante posicionamiento en el mercado local, con productos propios y representados.
- Apropiada infraestructura industrial, en proceso de crecimiento y adecuación a través de inversiones previstas.
- Fortalecimiento de la conducción estratégica y entorno de gobierno corporativo, con una activa participación de sus accionistas.

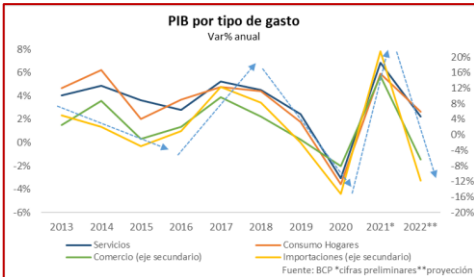
## RIESGOS

- Opera dentro de una industria con una elevada competencia en términos de productos sustitutos y precios.
- Exposición de sus negocios a factores exógenos como ciclos económicos, precios y tipo de cambio.
- Elevada concentración de financiamiento con obligaciones comerciales y financieras en el corto plazo, lo que sumado a un mayor endeudamiento previsto, podría ajustar aún más sus indicadores de cobertura de obligaciones y gastos financieros.
- Menor nivel de rotación de inventarios en los últimos años, luego de una mayor acumulación con efecto en su menor ciclo operacional.
- Ajustada generación de márgenes y resultados, así como de rentabilidad, con aumento de la relación Deuda/EBITDA.

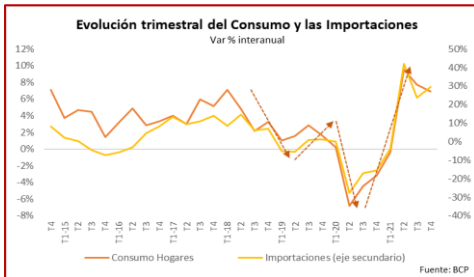
## ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 fue un ciclo económico descendente, seguido por una recuperación con una tendencia positiva en el periodo 2016-2018. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía ha experimentado una marcada desaceleración, adquiriendo una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del covid-19, registrando bajas tasas históricas de crecimiento en todos los sectores de la economía. En el 2020, los sectores de las exportaciones y la industria han registrado mínimos de -9,0% y -1,3%, respectivamente, lo que ha ocasionado la disminución del PIB a un mínimo histórico de -0,8%, aunque la agricultura y el sector de la construcción se han recuperado alcanzando tasas altas de crecimiento de 9,0% y 10,5%, respectivamente.



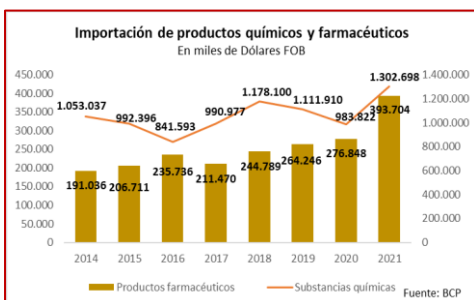
La contracción de los sectores de la producción en el periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía, los que han registrado una tendencia similar, alcanzado niveles mínimos en el 2020. Los sectores que componen el PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas históricas en el 2020 de -3,1% en Servicios, -3,6% en Consumo, -8,1% en Comercio y -15,2% en Importaciones. Sin embargo, en el 2021 la economía ha registrado una importante recuperación, aunque esto ha estado explicado mayormente por un efecto rebote, luego de la recesión económica del año 2019 y la pandemia del covid-19 del año 2020.



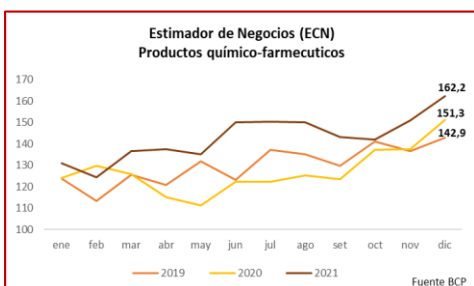
En el 2021 los sectores del comercio, servicio, importaciones y construcción alcanzaron tasas altas históricas de crecimiento, de 15,2%, 6,8%, 21,4% y 12,8% respectivamente, lo que ha generado un crecimiento del PIB de 4,2% según cifras preliminares. Por otro lado, el sector agroexportador registró una contracción en el 2021, con una tasa negativa del sector agrícola de -16,5% y una muy baja tasa del sector exportador de 2,2%. El menor dinamismo del sector agrícola se debió principalmente a los menores niveles de producción de soja, maíz, y trigo a causa de factores climáticos. Por consiguiente, el crecimiento del PIB para el 2022 estará condicionado a la situación económica del sector agroexportador, siendo que se proyectan tasas negativas de -21,5% y -19,2% para la agricultura y las exportaciones respectivamente.



En cuanto a las variaciones interanuales trimestrales, en el segundo trimestre del 2021 se ha registrado una recuperación de los principales sectores económicos, alcanzando tasas altas de crecimiento, lo cual es normal en una etapa de efecto "rebote". El PIB creció a una tasa récord de 13,9% impulsado por el aumento de las exportaciones de 31,6%, la industria 16,5% y las construcciones 34,8%, lo que ha derivado en el crecimiento de 9,5% del consumo privado y de 42,0% de las importaciones. Sin embargo, la agricultura registró disminuciones en todos los trimestres del año 2021, y se espera que este mal desempeño del sector continúe en el 2022 como resultado de la fuerte sequía que impactó severamente a la producción de soja y sus derivados con pérdidas esperadas del 50%.



En este contexto económico de fluctuaciones cíclicas, sumado a los efectos de la pandemia del covid-19, las importaciones de sustancias químicas también han seguido una tendencia similar. En el periodo 2018-2020 la importación de sustancias químicas ha disminuido desde US\$ 1.178 millones en 2018 a US\$ 983 millones en 2020, registrando una importante recuperación en el 2021 subiendo a un pico histórico de US\$ 1.302 millones. Sin embargo, las importaciones de productos farmacéuticos han ido aumentando desde el 2018 y durante la pandemia, desde US\$ 211 millones hasta US\$ 276 millones en el 2020, con un considerable incremento a un nivel histórico de US\$ 393 millones en el 2021.



Esta situación estuvo reflejada en el Estimador de Negocios (ECN) del rubro de productos químico-farmacéuticos, cuyo indicador ha registrado un mayor volumen de negocios en el año 2021, alcanzando un pico histórico de 162,2 superior a los años 2019 y 2020 cuyos niveles fueron de 142,9 y 151,3 respectivamente. Este indicador ha registrado mejores cifras en el año 2021, comparado con los años 2020 y 2019, reflejando una importante recuperación del sector en línea con el repunte de la economía, lo que a su vez estuvo impulsado por un mayor crecimiento del sector industrial, del consumo y las importaciones. Para el 2022 se podrían generar expectativas desfavorables en caso de que aumente la inflación y se vuelva a contraer la economía.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ACTIVIDAD COMERCIAL

**Enfocada a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos sólidos, semisólidos y líquidos, a través de su laboratorio Empa, así como por medio de la representación de otros medicamentos en el país**

La compañía inició sus actividades el 29 de julio de 1977 bajo la razón social de Comfar S.R.L., con el objetivo de importar y representar medicamentos de importantes laboratorios internacionales, siendo su fundador el Sr. Martín Heisecke Rivarola. En 1980, funda el Laboratorio EMPA, dedica a la producción y comercialización de medicamentos principalmente en el territorio nacional e internacional, exportando a países como Bolivia, Uruguay y Costa Rica. A partir de 1995, se convierte en emisora de capital abierto bajo la denominación de Comfar S.A.E.C.A.

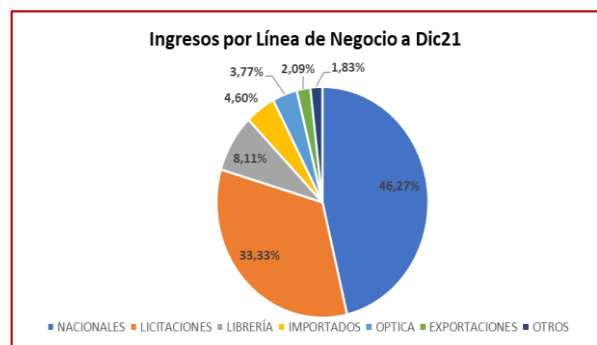
Laboratorios EMPA produce medicamentos sólidos, semisólidos y líquidos, además de brindar servicios de producción a otros laboratorios nacionales, de acuerdo con las normas GMP (Good Manufacturing Practice) exigidas por el rubro y que a su vez dispone del Certificado de buenas prácticas de fabricación y control otorgado por la DINAVISA. Así también, la compañía viene cumpliendo con diversos contratos de provisión de medicamentos por licitaciones a instituciones de salud públicas del Estado.

La firma cuenta con dos plantas de fabricación completamente equipados y con profesionales altamente capacitados para ejercer tanto el control de calidad del proceso de producción como la innovación en desarrollo de nuevos productos, lo que ha permitido consolidar una buena proyección y razonable posicionamiento en el mercado local.

La primera planta se encuentra ubicada en Asunción, sobre la Avenida Artigas, donde se elaboran todos aquellos fármacos sólidos, líquidos y semisólidos con una superficie construida de 2.468 m<sup>2</sup>, mientras que, en la ciudad de Mariano Roque Alonso todo lo relacionado a la fabricación de la línea caramelos medicinales y que a su vez dispone de un área de microbiología. la misma cuenta con una superficie total de 28.530 m<sup>2</sup> de los cuales se han construido 1.871,85 m<sup>2</sup>. al cierre del ejercicio 2021.

Conforme al plan de inversión en infraestructura, la superficie ya construida en la planta industrial de Mariano Roque Alonso estaría sumando 5.500 m<sup>2</sup> adicionales una vez culminada la inversión de fondos bajo el PEG G2 por hasta Gs. 123.000 millones. Por esta razón, Comfar estima centrar todas sus actividades operativas y administrativas en dicho complejo a partir del primer semestre del 2025 cuando se dé por concluido el proceso de mudanza de los operarios y empleados provenientes de la Planta sobre la Avenida Artigas. Cabe señalar que aproximadamente el 60% de las maquinarias de la planta de Asunción serán utilizadas en la nueva plana de la empresa, mientras que el 40% restante serán complementadas con nuevas maquinarias que serán importadas.

Entre los productos que comercializa se encuentran Bucalex, Angripas Plus, Cridermol, Gesin, Cetovel, Geropotem entre otros. Cabe señalar que la empresa cuenta con la representación de medicamentos importados de las líneas Bioderma, LG Chem, Alcon, Alpiter y Walter Ritter. Adicionalmente, dentro de su portfolio, cuenta con otros productos de la línea de escritura y escolar, con marcas de calidad mundialmente reconocidas como Parker, Waterman, Paper Mate, Primsmacolor, entre otros. Igualmente, dispone de una línea de juguetería con la representación de la marca Playmobil.



En los últimos cuatro años, la compañía encaró un proceso de eficiencia del portafolio por tipo de canal. De esta forma Comfar S.A.E.C.A. aumentó sus ventas a través de la línea de nacionales en un 22,59%, desde Gs. 18.350 millones en Dic20 a Gs. 22.495 millones en Dic21. Por otro lado, se encuentra las ventas por medio de licitaciones con el Estado, que representan el 33,33% de los ingresos de la compañía. Ahora bien, las ventas por la línea de escritura/librería y la de medicamentos importados abarcan el 8,11% y 4,60% del total de los ingresos en el último período.

Comfar S.A.E.C.A., al operar dentro de un sector como el farmacéutico, estuvo expuesta a una baja en su actividad comercial, producto de la pandemia, si bien durante el año 2021 tuvo una

recuperación, que se proyecta mantener en los años futuros. Tal situación permite estimar incrementos sostenibles en la utilidad operativa, la utilidad neta y el EBITDA para los próximos años lo que queda avalado por los resultados conseguidos en Dic21.

### POSICIONAMIENTO Y COMPETITIVIDAD

**La industria farmacéutica local presenta cierto grado de fragmentación y un alto nivel de competencia**

Las economías a escala son un factor importante para las empresas manufactureras como la farmacéutica. Puede resultar complejo para una nueva empresa la producción de un medicamento que está distribuido por una empresa más grande, que ya ha establecido una mayor infraestructura y una red de distribución, logrando mejores economías marginales. La

forma de competir en la industria farmacéutica es a través de dos aspectos importantes; diferenciación de productos y marketing.

No obstante, para que dichos aspectos funcionen, el reconocimiento de la marca es clave al tratarse de medicamentos que pueden generar efectos fisiológicos. La mayor parte de los consumidores de medicamentos no confían en productos de los que no han escuchado. Esta es una de las barreras de entrada más altas para los nuevos competidores, además de otras como los costos de producción, equipos de calidad y las responsabilidades legales.

Del mismo modo, las empresas que buscan aprobar nuevos fármacos tendrán que pasar por una carga normativa elevada con un alto costo, a diferencia de las empresas establecidas ya en el mercado, que pueden replicar los productos y esperar la revisión mientras continúan con la distribución del resto de medicamentos.

Otra de las barreras más comunes en el sector farmacéutico es el costo de investigación y desarrollo que involucra tecnologías de alta gama y procesos de innovación esenciales para la creación de medicamentos. De igual manera, las barreras de propiedad intelectual son importantes para las nuevas empresas, debido a que son herramientas que se utilizan legalmente para superar a la competencia y superar la participación en el mercado.

El sector farmacéutico, al ser complementario a los servicios de salud, se ha mantenido estable durante los últimos años. Como efecto de la pandemia, la demanda de medicinas e insumos médicos se ha incrementado, tanto en la rama preventiva como en la curativa, causando que la industria farmacéutica se mantenga con un crecimiento sostenido durante este periodo, situación que debería mantenerse en el futuro próximo.

Asimismo, Comfar S.A.E.C.A. es un participante pequeño dentro de la fragmentada y competitiva industria farmacéutica local, que cuenta con una razonable presencia en el mercado, a través de las cadenas de farmacias, con membresía en la Cámara de Representantes e Importadores de Productos Farmacéuticos, Tocador, Domisanitarios y Afines | CRIPFA | y en la Cámara de Industrias Farmacéuticas del Paraguay | CIFARMA |. Adicionalmente, participa como proveedor del Estado, los llamados y licitaciones realizadas principalmente por el Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social, así como en el Instituto de Previsión Social, siendo ambos los principales compradores en los rubros donde opera. Cabe señalar que COMFAR S.A.E.C.A. es la primera licenciataria de productos de Cannabis, habiendo lanzado varios productos al mercado, entre los cuales se encuentran Prodom (aceites y cremas) y Sereum (caramelos).

Las inversiones tendientes a mejorar la productividad le han permitido mantener un nivel de competitividad adecuado. Tomando en cuenta que mantiene barreras de entrada altas al ser un sector regulado tanto a nivel de operación como de precios y de necesitar una fuerte inversión en infraestructura de producción, lo que evidentemente genera barrera de salida también altas.

## ADMINISTRACIÓN

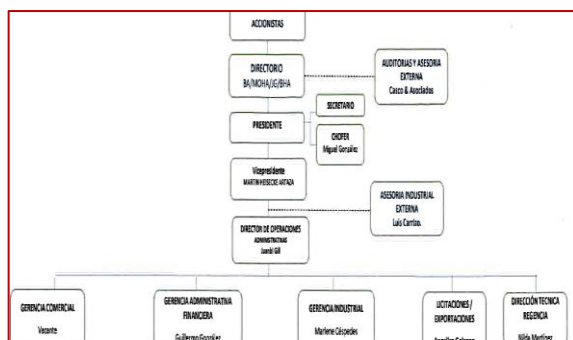
Adecuada estructura administrativa y gerencial para el desarrollo de sus operaciones y para sus actividades industriales, con una reorientación de su dirección estratégica y operativa, a partir de los cambios en la composición del directorio y la incorporación de un profesional ejecutivo

PLANA DIRECTIVA Y EJECUTIVA	
COMFAR SAECA	
Directivos	Funciones
Beatriz María Artaza	Presidente
Martín O. Heisecke Artaza	Vicepresidente
Juanbi Andrés Gill Matiauda	Director Titular
Beatriz Heisecke Artaza	Director Suplente
Ejecutivos	Cargos
Vacante	Gerencia Comercial
Guillermo González	Gerencia Administrativa y Financiera
Marlene Céspedes	Gerencia Industrial
Angélica Galeano	Licitaciones/Exportaciones
Nilda Martínez	Dirección Técnica Regencia

La compañía dispone de una renovada dirección, con la incorporación de un profesional ejecutivo, luego de los recientes cambios en su anterior administración. Esto le ha permitido continuar con sus operaciones, pero con una reorientación estrategia respecto al entorno de gobernanza, a las necesidades de crecimiento y de ampliación de su capacidad instalada. La empresa se está gestionado por medio de un equipo de profesionales, conocedores de la industria farmacéutica con estamentos eficientes tanto en el área productiva y financiera. Además, cuenta con una asesoría continua en la parte industrial.

La sociedad está a cargo de un Directorio, compuesto por tres directores titulares, entre los cuales se encuentra el presidente y vicepresidente. La representación legal le corresponde al Presidente con un Director, los cuales cumplirán con las funciones determinadas en los estatutos.

La estructura interna de la compañía no contempla aún la figura de un gerente general, concentrándose dichas funciones en sus directivos. Por su parte, cuenta con varios niveles jerárquicos como lo indica el organigrama, y está conformada por 5 Gerencias, Áreas y/o Direcciones. Lo estamentos gerenciales de áreas comprenden la Gerencia Comercial, que está siendo ejercida actualmente por el Vicepresidente, la Administrativa Financiera, a los que se suma la Gerencia Industrial y el área de Licitaciones/Exportaciones, así como de la Dirección, Técnica/Regencia. Cabe señalar que los principales profesionales ejecutivos de la compañía cuentan con amplia experiencia y habilidades suficientes para desempeñar las responsabilidades de acuerdo con cada cargo.



Respecto a las prácticas de Buen Gobierno Corporativo, se encuentran en proceso de desarrollo, con una nueva gobernanza, orientada a la toma de decisiones estratégicas a fin de fortalecer su gestión operativa, el ambiente de control interno y el gerenciamiento de proyectos, así como el crecimiento de sus operaciones.

Asimismo, la Plana Directiva de la compañía ha llevado a cabo medidas de ajustes en su operatividad, a través de la implementación de un nuevo plan estratégico y comercial, con la reorientación y centralización de sus negocios mediante alianzas estratégicas con las principales cadenas de farmacia del país, acompañado de una administración enfocada en resultados y potenciado en nuevas campañas de marketing a fin de posicionar aún más sus distintas marcas.

En cuanto a control interno, la unidad de auditoría interna es la encargada de reportar y sugerir correcciones para mitigar riesgos, con frecuencia mensual, trimestral, mensual al Directorio dependiendo del tipo de proceso, operando conforme a su plan de trabajo anual en el control de las distintas áreas que conforman la compañía.

En términos de ambiente tecnológico, la continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la entidad mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información. La empresa utiliza el sistema informático SAP, permitiéndole gestionar de manera integral la funcionalidad de todas las áreas operativas a través de los múltiples reportes generados por los módulos de finanzas, ventas, cobranzas, inventarios, compras, cuentas por pagar, bancos, planeación y producción.

## PROPIEDAD

El control de la propiedad está concentrado en la Sra. Beatriz Artaza y Martin Heisecke Artaza, quienes ejercen cargos en la dirección y participan activamente en la toma de decisiones, además de apoyar el desarrollo de sus operaciones

La propiedad de Comfar S.A.E.C.A. se encuentra bajo el control de 2 accionistas, con una participación mayoritaria de la Sra. Beatriz María Artaza. Cabe señalar que la dirección está a cargo de miembros de la familia Heisecke Artaza, con el apoyo ejecutivo del Sr. Juanbi Gill Matiauda, con una importante experiencia en el rubro farmacéutico. Del mismo modo, se evidencia el importante respaldo patrimonial con que cuenta la compañía por parte de sus accionistas, así como con el apoyo de un equipo técnico de profesionales para el desarrollo de sus operaciones y sus actividades industriales.

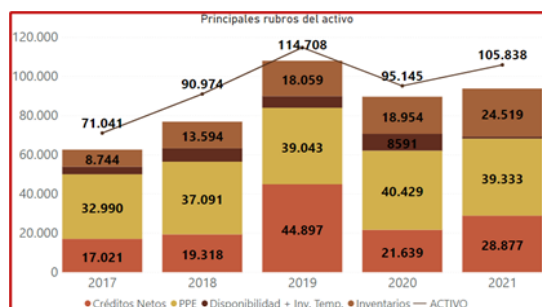
Capital accionario al 31/Dic/2021				
Accionistas de COMFAR SAECA	Cantidad de Acciones	Monto	Clase	% Particip. en capital
Beatriz María Artaza	10.000	10.000.000.000	Preferidas	99,998%
	29.999	29.999.000.000	Ordinarias Voto Simple	
	10.000	10.000.000.000	Ordinarias Voto Múltiple	
Martín Osvaldo Heisecke Artaza	1	1.000.000	Ordinarias Voto Simple	0,002%
<b>TOTAL CAPITAL ACCIONARIO</b>	<b>50.000</b>	<b>50.000.000.000</b>		<b>100%</b>

El capital social se mantiene en Gs. 50.000 millones, y se encuentra totalmente integrado (dividido en 50.000 acciones a un valor de Gs. 1 millón cada una) y adicionalmente cuenta con utilidades para futura capitalización por Gs. 29.700 millones. Esto ha reflejado el continuo compromiso de sus accionistas para acompañar con recursos propios el crecimiento del negocio. Asimismo, ha constituido reservas, que pasaron desde Gs. 8.770 millones (Dic20) a G. 8.877 millones (Dic21), conforme a lo aprobado en la asamblea ordinaria en abril/2021. Al cierre del 2021, Comfar S.A.E.C.A. no cuenta con saldos ni transacciones con partes relacionadas.

## SITUACIÓN FINANCIERA

### ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

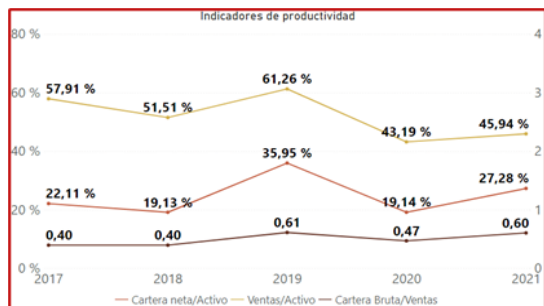
Activos compuestos mayormente por inventarios y bienes de uso, acompañado de una adecuada calidad sobre su cartera crediticia, con financiamiento de clientes a corto plazo



Los activos totales de la compañía se incrementaron en 11,24%, desde Gs. 95.145 millones en Dic20 a Gs. 105.838 millones en Dic21. Comfar S.A.E.C.A. al ser una empresa comercial concentra sus activos principalmente en activos corrientes, lo que determina suficientes recursos líquidos para hacer frente a los pasivos de corto plazo con una participación promedio de 57,31% durante los últimos cuatro años (2017-2020); mientras que los activos no corrientes ponderan en promedio el 42,69%.

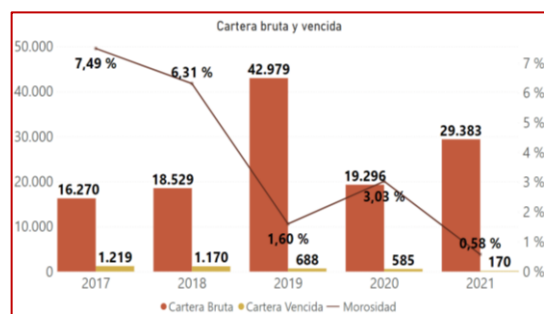
Al igual que a nivel histórico, a la fecha de corte Comfar prioriza la participación del activo a corto plazo al representar el 62,62% del total de activos mientras que el activo a largo plazo responde al 37,38%.

El incremento en sus niveles de activos se ha debido principalmente al crecimiento del 29,36% del saldo en inventario el cual ha pasado de Gs. 18.954 millones en Dic20 a Gs. 24.519 millones en Dic21, coherente con el incremento en ventas mostrando una tendencia creciente durante los últimos 5 años. De esta forma el inventario aumentó su participación en los activos totales de 19,92% en Dic20 a 23,17% en Dic21.



La cartera bruta de créditos ha fluctuado de acuerdo con el comportamiento de las ventas y alcanzaron un nivel de Gs. 29.383 millones en Dic21 superior en 52,28% a lo registrado en Dic20 (Gs. 19.296 millones). En cuanto a la cartera vencida, la misma ha registrado uno de los niveles más bajos con respecto a su histórico, ajustándose desde Gs. 585 millones en Dic20 a Gs. 170 millones en Dic21, considerando exclusivamente aquellos créditos con un tramo de atraso mayor a 60 días.

En lo que refiere al ratio de morosidad, la misma se ubica en 0,58% al cierre del 2021 considerando que entre los años 2018 y 2019 se observaron prolongadas disminuciones en dicho indicador, y luego registrar un incremento de hasta 3,03% en Dic20. En lo que refiere a mora temprana (atrasos de 31 a 60 días), Comfar cuenta con una proporción del 26,91% sobre el total de la cartera bruta.



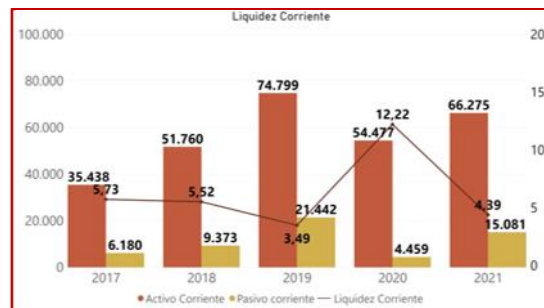
Adicionalmente, para el periodo de análisis, la cuenta de propiedad planta y equipo sumado los activos intangibles contabilizan un total de Gs. 39.333 millones, -2,71% con respecto al cierre del 2020. A su vez, los mimos integran una participación del 37,16% sobre el activo total y están compuestos principalmente por las dos plantas industriales y maquinarias. En relación con sus índices de productividad, las ventas han crecido en un 18,33% hasta Gs. 48.622 millones, representando un 45,94% de los activos totales, aun teniendo en cuenta el constante incremento de estos últimos por mayores inventarios.

inventarios.

Por otra parte, la participación de la cartera neta de provisiones sobre el nivel de activos se ha incrementado debido al crecimiento de la cartera más que proporcional que la expansión de los activos totales, aumentando el ratio de 19,14% a 27,28% entre Dic20 y Dic21. En línea con lo anterior, la cartera bruta en relación con las ventas se ha incrementado hasta 0,60v, superior al 0,47v en Dic20, y muy cerca al índice registrado al cierre del 2019.

## LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

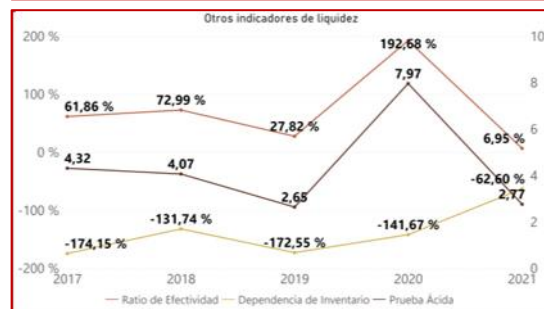
Adecuados indicadores de liquidez para su bajo nivel de financiamiento, junto con una estructura de fondeo concentrada en el corto plazo, y en línea con el giro del negocio y volumen de las operaciones



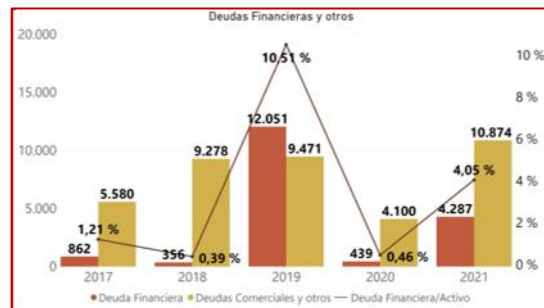
Los activos corrientes de Comfar S.A.E.C.A. suman un total de Gs. 66.275 millones en Dic21 y una variación de +21,66% con relación al cierre del 2020, debido principalmente al incremento en inventarios, así como por los mayores niveles en créditos corrientes. Además, a partir del 2021, cuenta con inversiones en su mayoría CDA y en menor medida en Fondos Mutuos, que al cierre del 2021 han sumado Gs. 4.006 millones.

Por su parte, los pasivos corrientes han aumentado sustancialmente por mayores compromisos con proveedores y con entidades financieras por descuento de cheques en bancos locales. Así, los pasivos corrientes se incrementaron 238,21% anual, desde Gs. 4.459 millones en Dic20 a Gs. 15.081 millones en Dic21. La empresa históricamente ha demostrado adecuados niveles de liquidez, que le han permitido hacer frente a sus obligaciones de corto plazo reflejando una tendencia al alza entre 2019 y 2020 de hasta 3,49 v a 12,22 v, respectivamente, con un marcado descenso en 2021 de hasta 4,39 v, pero manteniéndose sobre la unidad demostrando una importante holgura.

Sin embargo, excluyendo los inventarios, los cuales mantienen una importante participación por sobre los activos de corto plazo, la prueba ácida se ajusta hasta 2,77v. a Dic21 considerando que en Dic20 fue de 7,97v., inferior a su vez a lo registrado durante el periodo 2017 y 2018, como respuesta de una mayor presión de sus deudas comerciales y financieras ante el comportamiento de sus recursos en disponibilidades, inversiones y créditos respectivamente. Sin embargo, se mantiene en elevados niveles, favorecidos comparativamente por el nivel de deudas de corto plazo.



De esta manera, la dependencia de inventario es nula ya que la compañía puede igualmente hacer frente a sus obligaciones corrientes con los demás componentes de sus recursos de corto plazo. Al cierre del 2021, dicho índice ha sido de -62,60% frente al -141,67 al cierre del 2020. Asimismo, la cobertura de pasivos de corto plazo con sus disponibilidades declinó hasta 6,95%,



inferior a ejercicios anteriores debido al incremento en sus pasivos ante la disminución del 87,80% de las disponibilidades en Dic21.

Referente a su financiamiento, si bien las deudas financieras han incrementado su volumen desde Gs. 439 millones en Dic20 a Gs. 4.287 millones en Dic21, estas han aumentado levemente su incidencia en los activos totales, pasando de 0,46% en Dic20 a 4,05% en Dic21. Adicionalmente, sus recursos propios en capital y reservas participan de forma importante a su vez en el financiamiento de sus operaciones.

## GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Eficiencia operativa coherente con su estructura operativa y actividades industriales, con una adecuada rotación de cartera, aunque con ajustes en sus niveles de rotación de inventario



El indicador de rotación de cartera ha aumentado levemente desde 1,32 veces en Dic20 a 2,0 veces en Dic21, en que, si bien los ingresos por ventas se han incrementado, la cartera de créditos lo ha hecho más que proporcionalmente.

En cuanto a la rotación de inventarios expone una trayectoria interanual decreciente a partir de Dic20, llegando a 0,87 veces al cierre del 2021, debido al crecimiento acentuado por los niveles de inventario y ante el efecto de desaceleración del ritmo de crecimiento de sus costos de venta.

La estructura de costos se ha mantenido fluctuante durante los últimos años, aunque en el 2021 los costos relativos han mantenido una relación estable con respecto a los márgenes de utilidad.



Ahora bien, el ratio de Costo de Mercaderías/Ventas ha aumentado desde 31,51% en Dic17 a 44,28% en Dic20, registrando un leve descenso en el 2021 de hasta 38,96%. Asimismo, el ratio de Costo Operacional/Utilidad Bruta se ha ido incrementando desde 45,77% en Dic18 a 84,91% en Dic20, registrando un leve descenso de hasta 83,97% en Dic21.

Con respecto al ratio de Gastos de Administración/Utilidad Bruta, también ha registrado un leve ajuste en el comparativo interanual, desde 50,45% en Dic20 a 43,40% en Dic21.



En volúmenes, los gastos administrativos se incrementaron de manera acotada desde Gs. 11.551 millones en Dic20 hasta Gs. 12.881 millones en Dic21, con 11,51% de aumento anual. Los gastos de venta a su vez se incrementaron en un monto similar hasta Gs. 36.737 millones, 68,84% superior a Dic20.

No obstante, los niveles de utilidad bruta se han mantenido relativamente constantes en los últimos 2 períodos, en consecuencia, el indicador de eficiencia ha ido disminuyendo en el comparativo interanual, desde 53,87% en Dic19 a 15,94% en Dic20 y 16,21% en Dic21, en línea con el ciclo de variabilidad de las ventas.

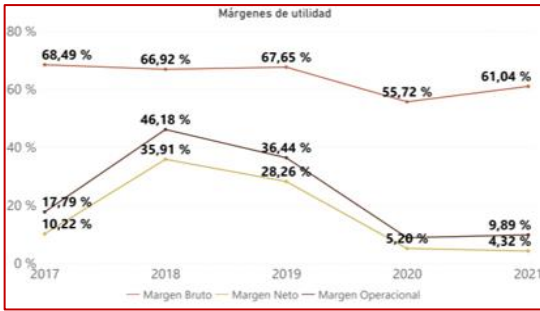
## UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Moderado desempeño en términos de ingresos y de utilidad en los últimos dos años, aunque mantiene aún un eficiente margen bruto en línea con sus competidores



Interanualmente, las ventas han aumentado 18,33% en el 2021 desde Gs. 41.091 millones en Dic20 a Gs. 48.622 millones en Dic21, de los cuales el 81,18% corresponden a ventas nacionales a crédito, seguido del 16,50% por ventas importados a crédito. Dicho incremento se debió a mayores ingresos en sus principales 2 líneas de negocio, nacionales desde Gs. 18.350 millones en Dic20 a Gs. 22.945 millones en Dic21, mientras que las facturaciones vía licitaciones registraron una variación de 18,71% desde Gs. 13.653 millones en Dic20 a Gs. 16.207 millones en Dic21.

Por otro lado, los costos de ventas han fluctuado desde un 44,28% de las ventas en el 2020 hasta un 38,96% a Dic21, desde Gs. 18.195 millones en Dic20 a Gs. 18.944 millones en Dic21, sin embargo, se encuentra por encima al promedio histórico del 32,31% en el periodo 2017-2019 consolidando un resultado bruto de Gs. 29.678 millones en Dic21, 29,62% por encima de lo registrado en Dic20. En consecuencia, la utilidad operacional EBITDA registró un crecimiento de 31,76% desde Gs. 3.651 millones en Dic20 a Gs. 4.810 millones en Dic21, pero aún por debajo a su desempeño durante los años de 2017 a 2019.

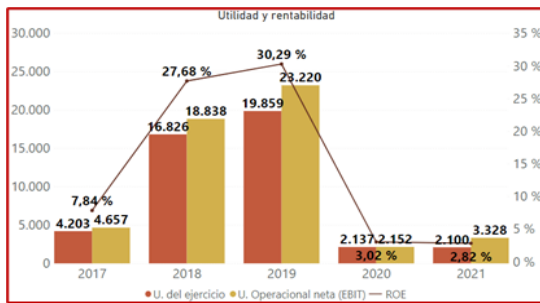


En lo que refiere a márgenes, la sociedad ha mantenido relativamente constantes sus ratios de utilidad bruta durante el período 2017-2019, aunque en el 2020 registró una disminución por debajo del promedio con una recuperación en el 2021 hasta 61,04%.

El margen operacional registró un leve incremento desde 8,88% en Dic20 a 9,89% en Dic21, sin embargo, se encuentra muy por detrás de los niveles obtenidos durante 2017 a 2019 respectivamente.

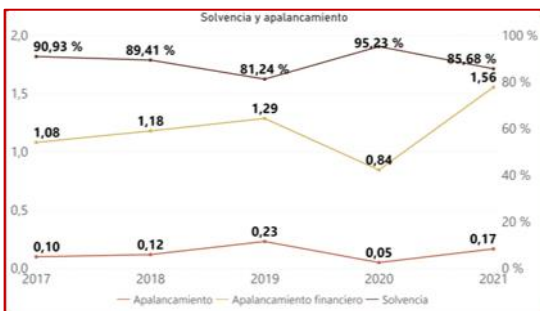
Ahora bien, el margen neto también trae aparejado una marcada tendencia decreciente a partir del cierre del 2019, por lo que al cierre del 2021 dicho indicador se muestra levemente por debajo a lo obtenido el año anterior, desde 5,20% en Dic20 a 4,32% en Dic21. Cabe mencionar que, durante el 2018, se había registrado otros resultados operativos por Gs. 8.545 millones, mientras que, al cierre del 2019, el incremento en el nivel de ventas se debió a un mayor volumen de ingresos por licitaciones.

Con todo lo mencionado, Comfar S.A.E.C.A. ha mantenido el comportamiento de su utilidad de ejercicio al cierre del 2021 con respecto al año anterior, llegando a Gs. 2.100 millones, -1,73% de variación interanual. Su rentabilidad de patrimonio ROE ha alcanzado así 2,82% en Dic21, levemente por debajo de lo obtenido en Dic20, pero muy alejado a los niveles alcanzados durante los períodos 2018 y 2019.



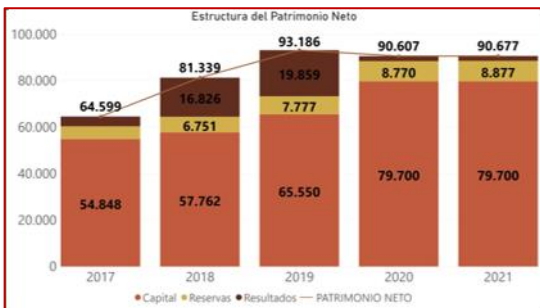
## SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

Elevada solvencia patrimonial a partir del continuo financiamiento de sus operaciones con recursos propios, con efectos en sus bajos niveles de endeudamiento y elevada cobertura de obligaciones



El patrimonio neto de Comfar S.A.E.C.A. presentaron una tendencia creciente entre el 2017 al 2019 para luego mantenerse estable en los siguientes ejercicios debido al ajuste en los niveles de utilidad en los últimos 2 períodos, desde Gs. 2.137 millones en Dic20 a Gs. 2.100 millones en Dic21. Con ello, el patrimonio neto asciende a Gs. 90.677 millones, 0,08% superior a Dic20.

El capital integrado no ha sufrido modificaciones al cierre del 2021 respecto a ejercicios anteriores, con un saldo de Gs. 50.000 millones y acompañado de Gs. 29.700 millones en concepto de utilidades para futuras capitalizaciones.



En cuanto a sus reservas, las mismas se incrementaron 1,22% hasta Gs. 8.877 millones, si bien estas conforman solo el 9,79% del patrimonio. El capital, por su parte, integra la mayor parte del mismo con el 55,14%, seguido del 32,75% de las utilidades para futura capitalización.

Por otro lado, los activos han crecido en mayor proporción que el patrimonio neto principalmente por mayores niveles en inventario y cartera de créditos, con lo cual ha disminuido su solvencia de 95,23% en Dic20 a 85,68% a Dic21. Lo anterior refleja el compromiso de sus accionistas para fortalecer patrimonialmente a la emisora para el desarrollo de sus operaciones y mantener un adecuado nivel de solvencia.



Asimismo, su apalancamiento se ha incrementado de 0,05 a 0,17 entre Dic20 y Dic21 debido al crecimiento de pasivos por deudas financieras y comerciales ante un patrimonio con crecimiento más moderado, manteniendo así niveles controlados en cada período.

Su apalancamiento financiero, por otro lado, se ha incrementado con respecto al ejercicio anterior, desde 0,84v. a 1,56 en Dic21, levemente por encima al promedio del período 2017-2019.

Históricamente, la principal alternativa de fondeo de la compañía ha estado constituido por proveedores que pasaron del 74,63% del pasivo en 2017 al 49,83% en 2021. Asimismo, las deudas financieras registran

fluctuaciones en el nivel de participación sobre los pasivos desde 0,62% en Dic17 llegando a 28,28% en Dic21. En menor medida, se encuentran los compromisos por otras deudas, las cuales integran el 21,36% de los pasivos principalmente por provisiones varias.

En cuanto a la cobertura de gastos financieros, ha aumentado a 13,18 veces (vs 4,95 v. en Dic20), explicado por un incremento del 31,76% del resultado operativo acompañado de una reducción del 50,51% de sus gastos financieros hasta G. 365 millones al cierre del 2021. Por último, la cobertura de obligaciones se ha ajustado hasta el 31,89% a Dic21, pero se encuentra por debajo de su desempeño en años anteriores.

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO

COMFAR SAECA										
En millones de Guaraníes										
FLUJO DE CAJA	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ingresos operativos	64.593	75.618	86.762	97.611	108.900	120.422	131.813	139.039	146.783	155.220
(-) Costo de Ventas	-22.924	-26.690	-30.407	-33.910	-37.511	-41.213	-45.003	-47.430	-50.001	-52.797
(-) Gastos Operativos	-26.015	-27.055	-28.858	-30.762	-32.772	-34.894	-36.290	-37.741	-39.251	-40.821
(-) Impuestos	-1.349	-1.525	-1.364	-1.175	-1.624	-2.134	-3.103	-3.389	-4.140	-4.519
Δ Créditos	391	-1.759	-1.791	-1.711	-1.830	-1.893	-1.858	-1.961	-2.102	-2.290
Δ Créditos - Licitaciones	-5.196	-4.464	-4.464	-4.464	-4.464	-4.464	-4.464	0	0	0
Δ Bienes de Cambio	-864	-3.472	-3.427	-3.230	-3.320	-3.413	-3.494	-2.237	-2.371	-2.577
Δ Otros Activos Corrientes	-174	-181	-188	-196	-204	-212	-220	-229	-238	-248
Δ Obligaciones Comerciales	2.784	915	903	851	875	900	921	590	625	679
Δ Otros Pasivos Corrientes	92	95	99	103	107	111	116	121	125	130
Inversion en CO para la mudanza	0	-4.954	4.954	0	0	0	0	0	0	0
Mas 85% de CO	0	0	3.667	0	0	0	0	0	0	0
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>11.338</b>	<b>6.530</b>	<b>25.887</b>	<b>23.119</b>	<b>28.157</b>	<b>33.210</b>	<b>38.418</b>	<b>46.762</b>	<b>49.430</b>	<b>52.778</b>
Compra/Venta de Bienes de Uso	-1.192	-1.720	-2.014	-2.311	-2.600	-2.900	-3.207	-3.510	-3.703	-3.909
Compra/Venta de Intangibles	-349	-494	-578	-663	-746	-832	-920	-1.007	-1.062	-1.121
Compra/Venta de Otros Activos de largo pl	-10	-10	-11	-11	-12	-12	-13	-13	-14	-14
Compra de Activos Fijos Nuevos	-41.507	-43.124	-12.214	-3.246	-3.642	-3.656	0	0	0	0
<b>FLUJO DE INVERSIONES</b>	<b>-43.058</b>	<b>-45.348</b>	<b>-14.816</b>	<b>-6.231</b>	<b>-6.999</b>	<b>-7.400</b>	<b>-4.140</b>	<b>-4.531</b>	<b>-4.779</b>	<b>-5.045</b>
Préstamos Bancarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Colocación de Bonos	41.000	41.000	41.000	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos corrientes	3	3	4	4	4	4	4	4	5	5
Aporte Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Ingresos Financieros</b>	<b>41.003</b>	<b>41.003</b>	<b>41.004</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Amortiz Capital préstamos bancarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados préstamos bancarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortiz Capital Emisión Bonos	0	0	0	0	0	41.000	0	41.000	0	41.000
Intereses Pagados Bonos	0	4.100	8.200	12.300	12.300	12.300	8.200	8.200	4.100	4.100
Pago a Inversionistas/Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondo mutuo/Inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Egresos Financieros</b>	<b>0</b>	<b>4.100</b>	<b>8.200</b>	<b>12.300</b>	<b>12.300</b>	<b>53.300</b>	<b>8.200</b>	<b>49.200</b>	<b>4.100</b>	<b>45.100</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>41.003</b>	<b>36.903</b>	<b>32.804</b>	<b>-12.296</b>	<b>-12.296</b>	<b>-53.296</b>	<b>-8.196</b>	<b>-49.196</b>	<b>-4.095</b>	<b>-45.095</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>9.283</b>	<b>-1.915</b>	<b>43.875</b>	<b>4.592</b>	<b>8.862</b>	<b>-27.486</b>	<b>26.082</b>	<b>-6.964</b>	<b>40.556</b>	<b>2.638</b>
Saldo Inicial	764	10.047	8.132	52.007	56.599	65.461	37.975	64.057	57.093	97.649
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>10.047</b>	<b>8.132</b>	<b>52.007</b>	<b>56.599</b>	<b>65.461</b>	<b>37.975</b>	<b>64.057</b>	<b>57.093</b>	<b>97.649</b>	<b>100.287</b>

Comfar S.A.E.C.A. ha proyectado su flujo de caja para los próximos 10 años, contemplando la nueva emisión y los períodos de amortización de bonos bajo el Programa de Emisión Global PEG G2. Al respecto, a diferencia de su comportamiento histórico, contempla un importante nivel de endeudamiento de largo plazo durante el periodo 2022/24, donde gran parte de los recursos serán destinados al financiamiento de la construcción, equipamiento y puesta en marcha de su nueva planta industrial durante ese mismo periodo, lo que residualmente tendría un efecto sobre su saldo de caja inicial o en el posicionamiento de activos líquidos de forma temporal. En cuanto a las premisas de la proyección de la situación financiera de la compañía, se basan y sustentan en un escenario de una expansión de sus ingresos operativos en 2022, donde se observa un salto de nivel en los ingresos, a través de la línea de licitaciones con el Ministerio de Salud y el IPS, seguido de un crecimiento para la línea de nacionales. Asimismo, se proyecta un escenario de continuas ventas y en alza principalmente durante los períodos 2023 al 2028, con un promedio de crecimiento de 12,65%, mientras que a un menor ritmo durante 2029 a 2031, con una tasa cercano a 5,60%. Si comparamos la proyección de ventas para el 2022 con los resultados reales a Dic21, la compañía estaría registrando un crecimiento del 32,85% por sobre sus ingresos operativos.

Cabe señalar que, durante todo el flujo, la mayor parte de sus ingresos de caja durante el primer quinquenio (2022-2026) provendrían en 36,55% por licitaciones, 34,63% por las líneas de nacionales y de 17,78% por la venta de productos farmacéuticos importados sumado a las nuevas líneas de productos y por la línea de Paracann respectivamente. Al finalizar el segundo quinquenio, (2027-2031) dichas proporciones varían en el orden de 35,58%, 27,46% y 27,47%, por lo que cambios en la gestión y calidad de su cartera podrían afectar la evolución de los mismos.

De esta manera, la proyección de los costos operativos supone un comportamiento similar conforme al crecimiento de las ventas proyectadas a partir del año 2022 en adelante lo que constituye un dato conservador. Al respecto, los gastos operativos suponen un comportamiento estable a lo largo del flujo, representando en promedio un 30,8% de las ventas anuales, respectivamente, manteniendo así un prudente y conservador escenario respecto a la presión de gastos y que responde a la continuación de las políticas de control de gastos seguida por la empresa.

Como se mencionó anteriormente, la sociedad prevé la emisión de un nuevo Programa de Emisión Global PEG G2 de Gs. 123.000 millones, y que en una primera etapa se estaría emitiendo Gs. 41.000 millones durante el 2022, mientras que en los siguientes 2 años se emitirán Gs. 41.000 millones por igual a fin de acompañar las inversiones en maquinarias y la construcción de una nueva planta industrial con el objetivo de incrementar su participación en el procesamiento y comercialización a través de licitaciones con el Estado e incorporando nuevas gamas de producto a su eficiente portafolio.

Por su parte, prevé una importante carga de costos financieros anuales por intereses, que tendría un comportamiento creciente desde 2023 hasta el 2025, pasando de Gs. 4.100 millones a Gs. 12.300 millones, para luego mantenerse y disminuir gradualmente, así como 3 pagos puntuales por importes iguales de Gs. 41.000 millones en los años 2027, 2029 y 2031 por la emisión del PEG G2. Por tanto, el flujo de caja proyectado podría variar de acuerdo con distintos escenarios, lo que dependería de la capacidad de la empresa para generar un volumen adecuado de operaciones, luego de las inversiones previstas, cuya contribución sobre los ingresos operativos se esperan compensen el mayor costo financiero del endeudamiento.

En caso de que la empresa genere un menor nivel de ventas netas, o que clientes del sector privado o público llegarán a registrar retrasos importantes e incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o externos por burocracia, o atribuibles a escenarios económicos adversos, la situación podría presionar el flujo de caja de la empresa.

Las proyecciones antes mencionadas prevén saldos positivos de caja al final de cada año y efectos positivos en la estructura financiera de la empresa, generando mayor flexibilidad de fondeo con mayor calce financiero y expansión de su capacidad de producción con la nueva planta industrial, lo cual será fundamental para seguir sosteniendo el crecimiento del negocio, a través de los ingresos proyectados. Asimismo, será un factor clave mantener una adecuada posición de recursos financieros líquidos, a fin de generar la disponibilidad necesaria para el capital operativo y la cobertura de las obligaciones, a partir de los recursos captados por la emisión de bonos bajo el PEG G2. A su vez, espera que las prácticas de retención y capitalización de utilidades continúen en los próximos años, con una baja distribución de resultados para acompañar el crecimiento de las operaciones de la empresa.

Finalmente, cabe señalar que el continuo crecimiento en la línea de ventas vía licitaciones y el volumen creciente de sus operaciones, se encuentran sujetos a factores exógenos, como las decisiones políticas en materia económica y de normativas sanitarias de parte del Gobierno Nacional, los cuales podrían tener una marcada incidencia en sus ingresos previstos como señala esta proyección. Asimismo, los ingresos financieros a través del PEG G2 así como la estructura de vencimientos por dicha obligación se consideran también como factores de estrés por sobre los niveles de endeudamiento y el saldo final de caja reales en contraste a los valores proyectados.

**PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

En millones de guaraníes, veces y porcentajes

	2017	2018	2019	2020	2021	Variación
<b>CARTERA Y MOROSIDAD</b>						
Cartera Bruta	16.270	18.529	42.979	19.296	29.383	52,28%
Cartera Vencida	1.219	1.170	688	585	170	2,10%
Previsión de Cartera	564	1.122	1.741	1.081	506	-53,19%
Cobertura de provisiones	46,27 %	95,90 %	253,05 %	184,79 %	297,65 %	61,07%
Morosidad	7,49 %	6,31 %	1,60 %	3,03 %	0,58 %	-80,86%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	5,73	5,52	3,49	12,22	4,39	-64,03%
Prueba Ácida	4,32	4,07	2,65	7,97	2,77	-65,25%
Ratio de Efectividad	61,86 %	72,99 %	27,82 %	192,68 %	6,95 %	-96,39%
Índice de capital de trabajo	41,18 %	46,59 %	46,51 %	52,57 %	48,37 %	-7,99%
Dependencia de Inventario	-174,15 %	-131,74 %	-172,55 %	-141,67 %	-62,60 %	-55,81%
Deuda Financiera/Pasivo	13,4 %	3,7 %	56,0 %	9,7 %	28,3 %	192,34%
<b>GESTIÓN</b>						
Rotación de Inventario	1,46	1,39	1,44	0,98	0,87	-11,35%
Rotación de cartera	2,53	2,69	2,29	1,32	2,00	51,38%
Apalancamiento Operativo	6,05	1,66	2,05	10,64	8,92	-16,18%
Ciclo operacional	394	399	414	648	602	-7,15%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Solvencia	90,93 %	89,41 %	81,24 %	95,23 %	85,68 %	-10,03%
Endeudamiento	9,07 %	10,59 %	18,76 %	4,77 %	14,32 %	200,30%
Cobertura de las Obligaciones	118,42 %	230,88 %	119,44 %	81,87 %	31,89 %	-61,04%
Apalancamiento	0,10	0,12	0,23	0,05	0,17	233,79%
Apalancamiento financiero	1,08	1,18	1,29	0,84	1,56	84,15%
Cobertura de Gastos Financieros	36,77	53,43	67,75	4,95	13,18	166,41%
Deuda/EBITDA	0,88	0,45	0,84	1,24	3,15	153,52%
Ventas/Deuda	6,39	4,86	3,27	9,05	3,21	-64,58%
<b>RENTABILIDAD</b>						
ROA	6,67 %	19,63 %	19,36 %	2,81 %	2,36 %	-16,08%
ROE	7,84 %	27,68 %	30,29 %	3,02 %	2,82 %	-6,77%
Margen Bruto	68,49 %	66,92 %	67,65 %	55,72 %	61,04 %	9,54%
Margen Operacional	17,79 %	46,18 %	36,44 %	8,88 %	9,89 %	11,35%
Margen Neto	10,22 %	35,91 %	28,26 %	5,20 %	4,32 %	-16,95%
Eficiencia Operativa	25,97 %	69,01 %	53,87 %	15,94 %	16,21 %	1,65%
Costo/Ventas	31,51 %	33,08 %	32,35 %	44,28 %	38,96 %	-12,01%
Costo Operacional/UB	74,33 %	45,77 %	47,83 %	84,91 %	83,97 %	-1,11%
Gastos Admin/UB	54,93 %	38,19 %	28,71 %	50,45 %	43,40 %	-13,97%

**CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS**

En millones de guaraníes

BALANCE GENERAL	2017	2018	2019	2020	2021	Variación
Disponibilidades	3.823	6.841	5.965	8.591	1.048	-87,80%
Créditos	17.585	20.440	46.638	22.720	29.383	29,33%
Inventarios	8.744	13.594	18.059	18.954	24.519	29,36%
Otros activos corrientes	5.286	10.885	4.137	4.212	11.325	168,87%
Activo Corriente	35.438	51.760	74.799	54.477	66.275	21,66%
PPE	32.990	37.091	39.043	40.429	39.333	-2,71%
Créditos LP	2.613	2.123	866	239	230	-3,77%
Activo no corriente	35.603	39.214	39.909	40.668	39.563	-2,72%
<b>ACTIVO</b>	<b>71.041</b>	<b>90.974</b>	<b>114.708</b>	<b>95.145</b>	<b>105.838</b>	<b>11,24%</b>
Deuda comercial corriente	4.807	7.275	5.976	1.911	7.556	295,40%
Deuda bancaria corriente	40	356	12.051	439	4.287	876,54%
Deuda bursátil corriente	822	0	0	0	0	0%
Otras deudas corrientes	511	1.742	3.416	2.109	3.238	53,53%
Pasivo corriente	6.180	9.373	21.442	4.459	15.081	238,21%
Otras deudas no corrientes	261	261	80	80	80	0,50%
Pasivo no corriente	261	261	80	80	80	0,50%
<b>PASIVO</b>	<b>6.441</b>	<b>9.634</b>	<b>21.522</b>	<b>4.539</b>	<b>15.161</b>	<b>234,05%</b>
Capital	54.848	57.762	65.550	79.700	79.700	0,00%
Reservas	5.548	6.751	7.777	8.770	8.877	1,22%
Resultados	4.203	16.826	19.859	2.137	2.100	-1,73%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>64.599</b>	<b>81.339</b>	<b>93.186</b>	<b>90.607</b>	<b>90.677</b>	<b>0,08%</b>
ESTADO DE RESULTADOS	2017	2018	2019	2020	2021	Variación
Ventas	41.139	46.857	70.276	41.091	48.622	18,33%
Costos	-12.963	-15.501	-22.732	-18.195	-18.944	4,12%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>28.176</b>	<b>31.356</b>	<b>47.544</b>	<b>22.897</b>	<b>29.678</b>	<b>29,62%</b>
Gastos Administrativos	-15.478	-11.976	-13.648	-11.551	-12.881	11,51%
Gastos de Ventas	-5.716	-6.286	-9.835	-8.987	-12.314	37,02%
Otros resultados operativos	336	8.545	1.550	1.292	327	-74,69%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>7.318</b>	<b>21.639</b>	<b>25.611</b>	<b>3.651</b>	<b>4.810</b>	<b>31,76%</b>
Previsiones	0	-618	-1.143	0	0	n/a
Depreciación	-2.661	-2.183	-1.248	-1.499	-1.482	-1,10%
<b>Utilidad Operacional neta (EBIT)</b>	<b>4.657</b>	<b>18.838</b>	<b>23.220</b>	<b>2.152</b>	<b>3.328</b>	<b>54,65%</b>
Gastos financieros	-199	-405	-378	-738	-365	-50,54%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>4.458</b>	<b>18.433</b>	<b>22.842</b>	<b>1.414</b>	<b>2.963</b>	<b>109,55%</b>
Resultados no operativos	278	-574	-633	1.261	-466	-136,95%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>4.736</b>	<b>17.859</b>	<b>22.209</b>	<b>2.675</b>	<b>2.497</b>	<b>-6,65%</b>
Impuestos	-533	-1.033	-2.350	-538	-397	-26,21%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>4.203</b>	<b>16.826</b>	<b>19.859</b>	<b>2.137</b>	<b>2.100</b>	<b>-1,73%</b>

## CARACTERÍSTICA DEL INSTRUMENTO

Conforme a lo establecido en la sesión de Directorio según Acta N° 417 de fecha 26/04/22 y modificatoria N° 420 de fecha 23/05/22, Comfar S.A.E.C.A. ha aprobado la emisión y colocación de bonos en el mercado de valores, bajo el esquema del Programa de Emisión Global G2 por un monto máximo de G. 123.000 millones y un plazo máximo de vencimiento entre 365 y 3.650 días. Los fondos obtenidos, serán destinados entre 10% hasta el 30% a capital operativo y entre el 70% al 90% para el financiamiento de maquinarias y una nueva planta industrial dentro del predio de la planta industrial situada en la ciudad de Mariano Roque Alonso.

Dicha unidad de producción constará de 5.500 m<sup>2</sup>, incluyendo áreas de producción (1.800m<sup>2</sup>), áreas auxiliares (260m<sup>2</sup>), área de reserva (775m<sup>2</sup>), depósito caótico (440m<sup>2</sup>), depósito para preparación de pedidos (525m<sup>2</sup>), áreas administrativas, control de calidad y desarrollo (1.700m<sup>2</sup>). Asimismo, la planta estará organizada para 3 líneas de producción: sólidos orales (comprimidos, polvos y granulados), líquidos (jarabes, soluciones y suspensiones) y semisólidos (cremas y ungüentos).

Si bien el presente programa contempla las condiciones generales de la emisión en moneda local, las características y especificaciones particulares de cada serie serán establecidas en cada prospecto complementario. Entre las características generales, se destaca que es una emisión con garantía común, mientras que por otro lado contempla la posibilidad de un rescate anticipado de acuerdo con lo establecido en la normativa.

El monto máximo del programa de G. 123.000 millones, equivale a 135,65% del patrimonio neto de la empresa (G. 90.677 millones a Dic21), mientras que con relación al capital integrado más las utilidades para futura capitalización, que en total suman Gs. 79.700 millones, la relación sería de 154,33%.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2	
Características	Detalle
<b>Emisor</b>	Comfar S.A.E.C.A.
<b>Acta de Aprobación del Directorio</b>	Acta de Directorio N° 417 de fecha 26/04/2022 y modificatoria N° 420 de fecha 23/05/2022.
<b>Denominación del Programa</b>	G2
<b>Moneda y monto del Programa</b>	G. 123.000.000.000 (Guaraníes ciento veinte y tres mil millones).
<b>Plazo de Vencimiento</b>	Se emitirán con un plazo de vencimiento entre 365 a 3.650, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada serie.
<b>Destino de Fondos</b>	Los fondos serán utilizados entre un 10% a 30% para capital operativo y entre un 70% a 90% para inversiones en maquinarias y en una nueva planta industrial.
<b>Rescate Anticipado</b>	Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 1.013/11, el Directorio de COMFAR S.A.E.C.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio.
<b>Garantía</b>	Común.
<b>Agente Organizador y Colocador</b>	Investor Casa de Bolsa S.A.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Investor Casa de Bolsa S.A.

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G2 de Comfar S.A.E.C.A.

## ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

Comfar S.A.E.C.A. ha sido inscripto en la Comisión Nacional de Valores el 24/03/1995 según resolución N° 178/95, así como en la Bolsa de Valores a través de la resolución N° 27/95, mediante la emisión de títulos de deuda en moneda local y extranjera, bajo el sistema tradicional desde 2005 hasta 2007 y bajo los PEG G1 por un monto total de Gs. 10.000 millones y USD1 por un total de USD 2,2 millones entre 2011 hasta 2013.

De acuerdo con su histórico, la entidad ha colocado 4 series bajo el G1 por un total de Gs. 4.500 millones y 5 series bajo el USD1 por un total de USD 2,2 millones, las que fueron canceladas en su totalidad. COMFAR S.A.E.C.A. no cuenta con emisiones vigentes. Hasta la fecha, Comfar S.A.E.C.A. no cuenta con emisiones vigentes al cierre del diciembre de 2021.

## ANEXO I

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales auditados desde diciembre del 2017 al 2021, así como el flujo de caja proyectado actualizado por la compañía para los siguientes años. Estas informaciones han permitido el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, sumados a la evaluación de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la firma, las cuales han sido consideradas como representativas y suficientes dentro del proceso de calificación.

La calificación del Programa de Emisión Global G2 de COMFAR S.A.E.C.A. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 30/21 de la Comisión Nacional de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación de Solventa&Riskmétrica S.A. (en proceso de fusión).

### INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados financieros y contables para los periodos anuales del 2017 al 2021.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
5. Detalles de composición y evolución de inventarios.
6. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
7. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
8. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
9. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
10. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos. Periodo 2022-2031.
11. Prospecto del Programa de Emisión Global G2.

### LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados contables y financieros históricos con el propósito de evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. La cartera de créditos y calidad de activos para medir la gestión crediticia (morosidad de cartera).
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de su desempeño, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
6. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Características y estructuración de la emisión de bonos bajo el PEG G2.

La calificación de Solvencia y del Programa de Emisión Global G2 de **COMFAR S.A.E.C.A.**, se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV CG N° 30/21.

**Fecha de 1ª calificación:** 31 de Mayo de 2022.

**Fecha de publicación:** 10 de Junio de 2022.

**Corte de calificación:** 31 de Diciembre de 2021.

**Certificado de Registro CNV N°:** 061\_08062022 de fecha 08 de junio de 2022.

**Calificadora:** **Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos**

**Edificio Atrium 3er. Piso| Dr. Francisco Morra esq. Guido Spano|**

**Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: [info@solventa.com.py](mailto:info@solventa.com.py)**

COMFAR S.A.E.C.A.	Calificación local	
	Categoría	Tendencia
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2</b>	<i>pyA</i>	<b>ESTABLE</b>
<p><b>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.</b></p> <p>Solventa&amp;Riskmétrica S.A. incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

**NOTA:** “La calificación 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, emisión o su emisor”.

**Más información sobre esta calificación en:**

[www.riskmetrica.com.py](http://www.riskmetrica.com.py)

[www.solventa.com.py](http://www.solventa.com.py)

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, disponibles en nuestra página web.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución CNV CG N° 30/21 de la Comisión Nacional de Valores, disponibles en nuestra página web en internet.

Esta calificación de riesgos no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de COMFAR S.A.E.C.A., por lo cual Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2021 proveídos por la entidad.

Calificación aprobada por:	<b>Comité de Calificación</b>	Informe elaborado por:	<b>CPN Marcos Rojas</b>
	<b>SOLVENTA&amp;RISKMETRICA S.A.</b>		<b>Analista de Riesgos</b>