	CLASIFICACIÓN	PERSP.
Solvencia		
5-01-26	BBB+py	Estables
21-10-25	BBB+py	Estables
Bonos		
5-01-26	BBB+py	Estables
21-10-25	BBB+py	Estables

FELLER RATE CALIFICA EN "BBB+py" LOS NUEVOS PROGRAMAS DE BONOS DE COMFAR. TENDENCIA "ESTABLE".

5 ENERO 2026 | ASUNCIÓN, PARAGUAY

Feller Rate calificó en "BBB+py" los nuevos programas de bonos de Comfar S.A.E.C.A. La tendencia de la calificación es "Estable".

La calificación "BBB+py" asignada a la solvencia y al programa de bonos de Comfar S.A.E.C.A. (Comfar) refleja un perfil de negocios "Adecuado" y una posición financiera "Intermedia".

Comfar mantiene un modelo de negocio asociado a la producción propia, importación y representación de marcas internacionales, con diversificación hacia nuevos segmentos dentro del rubro farmacéutico y de consumo.

Al primer semestre de 2025, los ingresos de Comfar mostraron una recuperación, alcanzando Gs.39.121 millones, lo que representó un avance interanual de 57,1%, explicado principalmente por el crecimiento en ventas nacionales (+65,4%) y en ventas de importados (+3,5%). En paralelo, la estructura de costos se expandió un 45,4%, con un incremento en costos operacionales (+67,0%) y en gastos de administración y ventas (+35,9%) respecto al mismo período de 2024.

A pesar de ello, la compañía logró revertir las pérdidas, generando un Ebitda de Gs.5.363 millones, equivalente a un crecimiento del 146,9% interanual. En consecuencia, el margen Ebitda se situó en 13,7%, en línea con los niveles observados en 2022 y 2023 (promedio 15,8%).

Comfar mantuvo bajos niveles de deuda financiera hasta 2021. Sin embargo, a partir de ese año, en el marco de su plan estratégico y considerando las necesidades de financiamiento de capital de trabajo, junto con las inversiones destinadas a la construcción de su nueva planta, la compañía optó por un esquema de financiamiento mixto. Este incluyó la emisión de deuda financiera, bonos corporativos, créditos bancarios y el aporte de flujos generados por la operación.

En consecuencia, los pasivos financieros se incrementaron de Gs.12.051 millones en 2019 a Gs.128.698 millones en 2023, alcanzando los Gs.144.851 millones a fines de 2024. Esta tendencia se intensificó durante la primera mitad de 2025, cuando la deuda se situó en Gs.196.646 millones, constituyendo un máximo histórico para la entidad.

La base patrimonial, en tanto, ha tenido una tendencia dispar, manteniendo un promedio de Gs.91.877 millones entre 2019 y 2023, debido a que gran parte de las utilidades obtenidas durante cada periodo eran retiradas a través de dividendos. Durante 2024 se registró una relevante baja hasta los Gs.74.019 millones, debido a las pérdidas del periodo (Gs.16.738 millones) y el pago de dividendos (Gs.1.086 millones). A junio de 2025, la base patrimonial se situó en los Gs.80.355 millones, monto coherente con las ganancias acumuladas.

Los efectos mencionados generaron que el *leverage* financiero, tras mantenerse bajo las 0,5 veces entre 2019 y 2022, evidenciara un crecimiento hasta las 2,4 veces a junio de 2025 (2,0 veces a fines de 2024). En esta misma línea, el leverage financiero ajustado (descontando intereses no corrientes) se incrementó hasta las 2,0 veces al primer semestre de 2025 (1,6 veces a diciembre de 2024).

Los indicadores de cobertura se encuentran acorde con los rangos esperados para una categoría "intermedia", considerando los niveles de actividad de la compañía, evolución de la deuda financiera, plan de inversiones y necesidades de capital de trabajo.

En particular, al primer semestre de 2025, los indicadores de cobertura evidenciaron cierta recuperación, en concordancia con su mejora en la generación de Ebitda. Con ello, tomando en cuenta una anualización simple de doce meses sobre la generación (dados los eventos de una vez ocurridos en el segundo trimestre de 2024), el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se situó en las 11,9 veces y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros en las 0,7 veces.

Al primer trimestre de 2025, la compañía mantenía una posición de liquidez calificada en "Ajustada" por Feller Rate, considerando un nivel de caja y equivalentes por Gs.35.347 millones y una generación de flujos anualizada por Gs 21.123 millones. Ello, en comparación con vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs.35.693 millones, que corresponden a préstamos bancarios con entidades locales.

Además, incorpora los flujos provenientes de la venta de marcas que serán utilizados para disminuir los niveles de deuda financiera, en conjunto con las necesidades asociadas al funcionamiento de su nueva planta, que serán financiadas mediante emisiones de bonos corporativos y generación propia. A su vez, se incorpora el no reparto de dividendos para los próximos años.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Feller Rate considera que la entidad enfrentará un desafío relevante en los próximos periodos, tomando en cuenta la exigencia de rentabilización del plan de inversiones ejecutado en los últimos años, el cual generó una modificación significativa en la estructura financiera de la compañía, con un nivel de endeudamiento por sobre sus rangos históricos y un impacto transitorio en sus métricas crediticias durante la fase de construcción.

En este contexto, se espera que, en la medida en que el plan estratégico comience a generar retornos, la entidad registre mejoras en sus resultados e indicadores crediticios, avanzando hacia una mayor estabilidad en el mediano plazo. Esto incorpora, en el corto plazo, la venta de marcas con contrato de compraventa ya firmados, que permitirán generar una liquidez adicional, sumado a una mayor estabilidad relativa.

De acuerdo con las proyecciones de Feller Rate, el indicador deuda financiera neta / Ebitda podría alcanzar un nivel máximo cercano a 17 veces en 2025, para posteriormente disminuir de manera progresiva hasta ubicarse en torno a 4 veces en 2027. Si bien estas presiones serían de carácter transitorio, se estima que los indicadores retornarían a valores consistentes con los rangos observados en periodos previos.

ESCENARIO AL ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo. No obstante, se podría materializar si la entidad logra obtener una cantidad relevante de contratos adicionales que permita mejoras estructurales en los ratios por sobre lo esperado en el escenario base y/o en un tiempo mucho más acotado, considerando un fortalecimiento estructural en su capacidad de generación operacional.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar como consecuencia de un deterioro estructural de sus indicadores crediticios o una velocidad más lenta de recuperación a la esperada en el escenario base o ante un mayor riesgo relativo proveniente de su principal negocio.

Contacto: Isidora Santander - Tel. 56 2 2757 0400

Las calificaciones 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 si no que se basa en información pública remitida a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor a ellas, a Feller Rate o a terceros, no siendo responsabilidad de la calificadora 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.
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Para más información, revisa nuestros Términos de Uso y Limitación de Responsabilidad