

INFORME DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2018

PROYEC S.A.E.

Programa de Emisión Global PEG G2

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor		
Calificación	Categoría	Tendencia
Programa de Emisión Global PEG G2	pyBB+	Fuerte (+)
Definición de Categoría (Resolución CNV N° 1.241/09)		
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 del capital.		

"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."

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

La calificación asignada a la Solvencia de la empresa PROYEC S.A.E. y al Programa de Emisión Global PEG G2, se sustenta en los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo del emisor, en base a la evolución dinámica durante los últimos años de sus indicadores cuantitativos y cualitativos:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Adecuado nivel de solvencia patrimonial debido a constantes retenciones de utilidades, lo que sumado a un razonable nivel de reservas y de capital social, brindan un suficiente respaldo al crecimiento del negocio. En el 2018 se han utilizado los resultados acumulados, para realizar aportes irrevocables de capital por Gs. 5.000 millones, y para conformar reservas facultativas por Gs. 3.522 millones, lo que ha reforzado la solvencia global de la empresa, reflejando el compromiso de los accionistas por la sostenibilidad del negocio.
Razonable nivel de endeudamiento y apalancamiento, con indicadores más bajos que el promedio de la industria, lo que brinda un adecuado margen para seguir apalancando el negocio, mediante nuevas emisiones de deuda. En el 2018 aumentaron los índices de cobertura de gastos financieros y cobertura de las obligaciones, debido al importante incremento del EBITDA con respecto al año anterior.
Importante crecimiento del negocio y de las ventas durante los últimos años, con razonables márgenes de utilidad y adecuados indicadores de rentabilidad. En el 2018 se ha registrado un volumen de ventas similar al 2017, aunque los costos operativos totales han disminuido, generando un incremento importante en el Margen Operacional.
Estructura operativa eficiente con personal idóneo y capacitado, con especialización en los diferentes servicios de reparación, montaje y mantenimiento de los equipos que la empresa comercializa. En el 2018 el índice de Eficiencia Operacional ha aumentado considerablemente con respecto al 2017, subiendo de 27,3% a 57,8%.

Buen posicionamiento de mercado con amplia trayectoria en el rubro, mediante una adecuada diversificación de productos y servicios competitivos, con diferentes líneas de negocios, siendo PROYEC S.A.E. la distribuidora en el país de importantes marcas de primer nivel mundial.

Recuperación de los sectores económicos de la industria y de la construcción durante el último semestre del 2017 y primer semestre del 2018, lo que contribuyó a un aumento de la demanda de los productos y servicios que la empresa comercializa, reflejado en mayores importaciones de tractores, topadoras y repuestos en el 2018.

PRINCIPALES RIESGOS

Disminución de las ventas en el 2017 y 2018 con respecto al 2016, reflejado en la reducción del índice de Ventas de 59,3% en Dic17 a 49,1% en Dic18, lo que ha generado un importante incremento de los inventarios, resultando en una mayor dependencia de los mismos con menor rotación y aumento del ciclo operacional.

Alta concentración de la deuda de corto plazo, con importante incremento de la deuda comercial con proveedores, lo que sumado al aumento de la deuda financiera, podría generar flujos de caja operativos muy ajustados, sobre todo en periodos de menores ventas y menor cobranza de cartera.

Reducción de los indicadores de liquidez, con disminución del índice de capital de trabajo, debido al incremento del pasivo corriente en el 2017 y 2018, lo que sumado al elevado volumen de los inventarios y al aumento de las cuentas por cobrar, podrían debilitar las posiciones de liquidez en el corto y mediano plazo.

Considerable incremento del saldo de cartera en concepto de deudores por ventas a crédito, principalmente por adjudicaciones con el Estado durante el 2018, lo que ha generado la disminución del índice de rotación de cartera, así como menores ingresos por recupero de cartera.

Oportunidades de mejoras en la organización respecto a controles internos, gestión integral de riesgos, buenas prácticas de gobierno corporativo, así como de los sistemas y el ambiente tecnológico.

La **Tendencia Fuerte (+)** refleja las expectativas favorables sobre la situación general de PROYEC S.A.E., considerando que la empresa ha registrado un importante crecimiento del negocio en los últimos años, lo que ha derivado en razonables indicadores de rentabilidad, acompañado por adecuados niveles de solvencia patrimonial y endeudamiento. Asimismo, la tendencia incorpora las favorables expectativas para el 2018-2019 sobre el sector de la industria y de la construcción, lo que podría impulsar el crecimiento de las ventas de PROYEC S.A.E., considerando la amplia trayectoria de la empresa en el segmento que opera, con una adecuada capacidad operacional con líneas de negocio muy competitivas, lo cual genera un mayor potencial de crecimiento del negocio. Igualmente, constituye un factor de fortaleza la obtención en el 2018 de la Certificación de Calidad ISO9001:2015. La Categoría asignada de **pyBB+** se sustenta en la adecuada solvencia patrimonial de PROYEC S.A.E., ya que el crecimiento del negocio ha estado respaldado por el constante aumento del Patrimonio, mediante una prudente política de reservas y retención de utilidades.

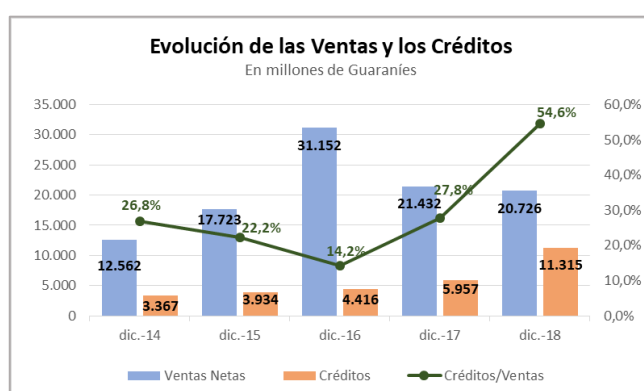
Aunque el Capital Social no ha crecido y se ha mantenido en su mismo nivel durante los últimos años, en el 2018 se ha fortalecido el Patrimonio mediante el aporte irrevocable de capital por Gs. 5.000 millones, así como también se han constituido reservas facultativas por Gs. 3.522 millones, lo que ha generado un importante respaldo patrimonial para el crecimiento y la sostenibilidad del negocio.

En contrapartida, el crecimiento de las operaciones ha estado financiado mayormente por deuda de corto plazo, para satisfacer necesidades de capital operativo, tanto con proveedores como con el sistema financiero, lo que es propio de una industria intensiva en capital de trabajo, aunque este endeudamiento ha comenzado a presionar sobre el flujo de caja y la liquidez de la empresa. Sin embargo, el buen desempeño financiero de la empresa en el 2018, ha generado un considerable incremento del EBITDA con respecto al año anterior, lo que ha hecho que se incremente la cobertura de las obligaciones, indicando una mayor capacidad de generación de ingresos, para respaldar la deuda de corto plazo, aunque por otro lado el pasivo corriente ha aumentado a causa de los vencimientos de la deuda financiera, lo cual podría generar flujos de caja operativos muy ajustados, derivando en la necesidad de nuevo financiamiento.

El foco del negocio de PROYEC S.A.E. se centra en la venta, alquiler y reparación de maquinarias de pequeño, mediano y gran porte, para la obras viales y de construcción, mediante la comercialización y distribución de marcas internacionales como AMMANN en máquinas viales como Plantas asfálticas, pavimentadoras y rodillos compactadores de Suiza, STANLEY HYDRAULICS TOOLS de los Estados Unidos para su línea Hidráulica, MANITOU de Manipuladores telescópicos, Minicargadores de procedencia Americana, RUBBLE MASTER máquinas de trituración de piedra de Austria, SOOSAN en la parte de perforación de piedra de Korea, MAKITA de la línea eléctrica del Japón, entre otras. La empresa ofrece maquinarias y herramientas para diferentes líneas y áreas de la construcción, como extracción, demolición, compactación, trituración, perforación, terminación de pavimento, entre otras, a una cartera de clientes del sector privado compuesta por las principales empresas constructoras del país. Igualmente, la compañía participa en forma directa en licitaciones con el Estado, aunque en menor medida.

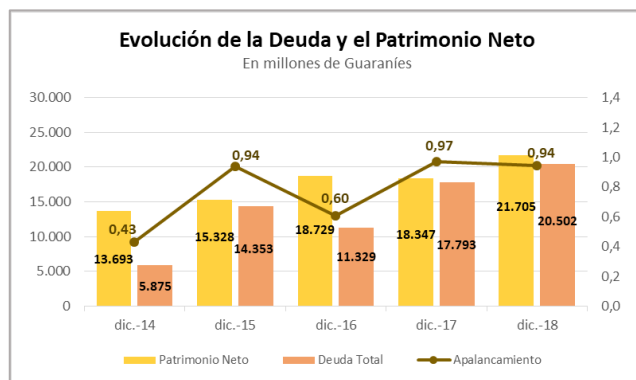
Las ventas de PROYEC S.A.E. han registrado un importante nivel de crecimiento en los últimos años, mediante un variado y competitivo portafolio de productos y servicios, lo que le ha servido para establecer y consolidar una reconocida trayectoria en el mercado. La empresa se ha especializado tanto en la venta como en el mantenimiento de maquinarias y equipos, ofreciendo servicios de calidad mediante su Programa PROYEC SERVICE. Sin embargo, en el 2017 y 2018 las ventas se han reducido, lo que ha sido coincidente con las menores tasas de crecimiento del sector económico de la industria y de las construcciones, lo cual se ha extendido durante el año 2018, siendo el volumen de ventas similar al año anterior, aunque las importaciones totales en el país de tractores, topadoras y repuestos han aumentado en el 2018, con respecto al 2017, lo que genera expectativas favorables para la industria en el 2019.

Las ventas se redujeron 31,2% en el 2017 de Gs. 31.152 millones en Dic16 a Gs. 21.432 millones en Dic17. A Diciembre 2018, las ventas registraron una leve reducción de 3,3% con respecto al año anterior, bajando a Gs. 20.726 millones en Dic18. En la medida que las ventas se fueron reduciendo, se fue incrementando el saldo de la cartera de créditos, subiendo 34,9% en el 2017 de Gs. 4.416 millones en Dic16 a Gs. 5.957 millones en Dic17, con un nuevo aumento de 89,9% en el 2018 subiendo a Gs. 11.315 millones en Dic18. Por consiguiente, el ratio de Cartera/Ventas subió de 27,8% en Dic17 a 54,6% en Dic18, reflejando una mayor participación de los deudores por ventas a crédito, principalmente instituciones públicas mediante contratos de adjudicaciones. Con respecto a la composición de las ventas, los equipos representaron 40% en el 2018 comparado con el 56% en el 2017, mientras que los servicios subieron de 35% en Dic17 a 48% en Dic18.

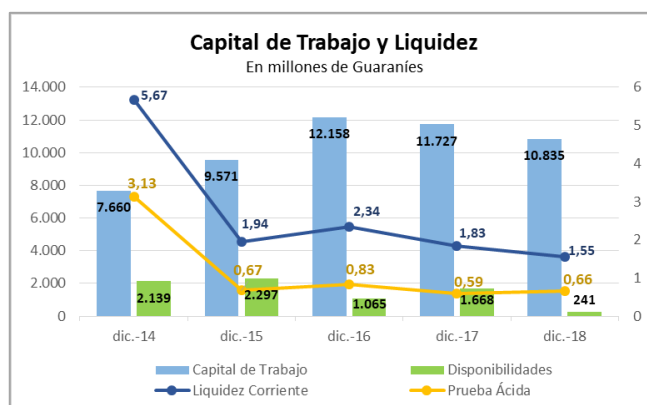


El crecimiento del negocio de PROYEC S.A.E. estuvo sustentado por el incremento del Patrimonio, con un razonable nivel de capital social, mediante constantes retenciones de utilidades y constitución de reservas, aunque también estuvo apalancado por mayor endeudamiento, registrando un aumento de la Deuda Total de 57,1% en el 2017, subiendo de Gs. 11.329 millones en Dic16 a Gs. 17.793 millones en Dic17, con un nuevo incremento de 15,2% en el 2018 subiendo a Gs. 20.502 millones en Dic18. Este mayor endeudamiento, hizo que se incremente el índice de Apalancamiento de la empresa en el 2017 de 0,60 en Dic16 a 0,97 en Dic17, aunque registró una disminución a 0,94 en Dic18, debido al incremento del Patrimonio, siendo un nivel razonable para la industria, menor que el promedio del mercado.

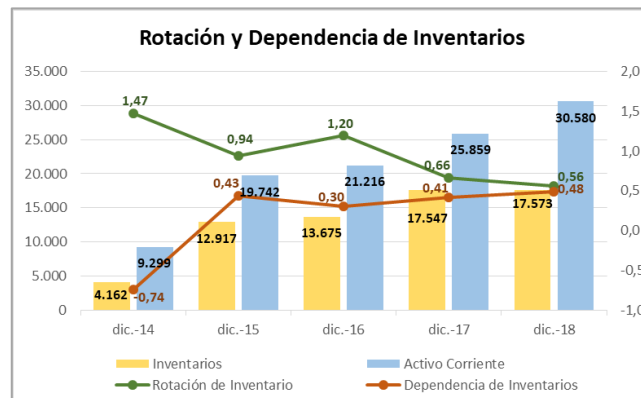
El incremento de la Deuda Total se debió principalmente al aumento de la Deuda Comercial con los Proveedores, mayormente deuda de corto plazo, la cual se incrementó 125,0% en el 2017 de Gs. 5.761 millones en Dic16 a Gs. 12.963 millones en Dic17, la que volvió a aumentar 10,0% a Gs. 14.262 millones en Dic18. Este incremento de la Deuda Comercial, sumado al aumento de la Deuda Bancaria, generó un aumento de 39,7% de la Deuda de Corto Plazo, de Gs. 14.132 millones en Dic17 a Gs. 19.745 millones en Dic18, representando el 96,3% de la Deuda Total. Este aumento de las cuentas por pagar a Proveedores, sumado a las menores ventas en el 2017 y 2018, ha generado un volumen importante de inventarios, cuya menor realización ha producido menores ingresos operativos afectando los flujos de caja y la liquidez de la empresa.



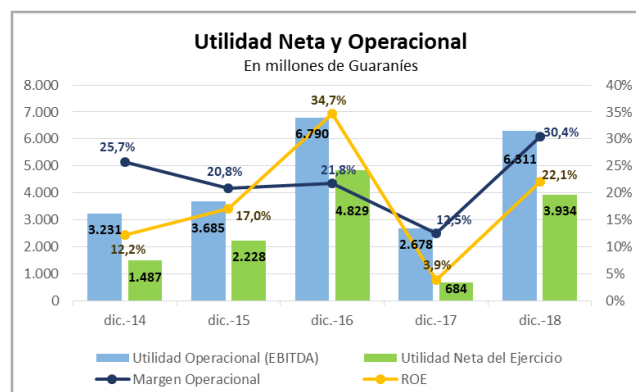
El aumento de los pasivos corrientes en el 2017 y el 2018, ha generado la disminución del Capital de Trabajo de la empresa, el cual se redujo 7,6% en el 2018 de Gs. 11.727 millones en Dic17 a Gs. 10.835 millones en Dic18. En consecuencia, el índice de Capital de Trabajo se ha reducido de 32,4% en Dic17 a 25,7% en Dic18. Asimismo, las Disponibilidades disminuyeron 85,6% en el 2018 de Gs. 1.668 millones en Dic17 a Gs. 241 millones en Dic18, lo cual ha arrojado un Ratio de Efectividad muy bajo de 1,2% en Dic18. De esta forma, se ha generado una disminución del indicador de Liquidez Corriente de 1,83 en Dic17 a 1,55 en Dic18, mientras que el ratio de Prueba Ácida ha aumentado de 0,59 en Dic17 a 0,66 en Dic18, debido al incremento de la Cartera de Créditos. Estos indicadores se han debilitado durante los últimos años, reflejando una disminución de la liquidez global de la empresa, principalmente debido a los menores ingresos por ventas en el 2017 y 2018, y al aumento de las obligaciones de corto plazo.



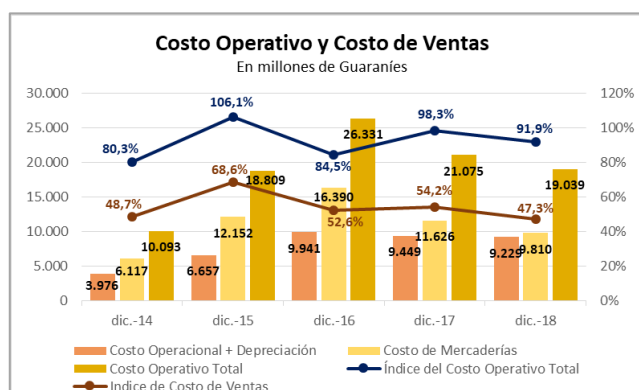
La liquidez de la empresa ha ido disminuyendo a pesar del incremento de los Activos Corrientes, que aumentaron 21,9% en el 2017 de Gs. 21.216 millones en Dic16 a Gs. 25.859 millones en Dic17, volviendo a incrementarse 18,3% en Dic18 a Gs. 30.580 millones. Sin embargo, gran parte de este incremento estuvo dado por el aumento de los Inventarios que subieron 28,3% en el 2017 de Gs. 13.675 millones en Dic16 a Gs. 17.547 millones en Dic17, con un leve incremento de 0,1% en el 2018 a Gs. 17.573 millones. Esto ha generado la disminución de la rotación de los Inventarios de 1,20 en Dic16 a 0,66 en Dic17 y 0,56 en Dic18, lo que a su vez ha derivado en el aumento de la Dependencia de Inventarios de 30,2% en Dic16 a 41,3% en Dic17 y 48,4% en Dic18.



El mayor endeudamiento y las menores ventas en el 2017 y 2018, han generado el debilitamiento de la Liquidez con flujos de caja operativos ajustados. Sin embargo, la Rentabilidad de la empresa se ha incrementado en el 2018, debido a una mayor eficiencia de la estructura operativa, mediante menores costos de mercaderías y costos operativos, a pesar de menores ingresos por ventas a causa del aumento de las ventas a crédito, así como también a la menor realización de los Inventarios. En el 2018, la Utilidad Operacional (EBITDA) ha aumentado 135,7% de Gs. 2.678 millones en Dic17 a Gs. 6.311 millones en Dic18, mientras que la Utilidad Neta se incrementó 475,1% de Gs. 684 millones en Dic17 a Gs. 3.934 millones en Dic18, lo que ha generado un aumento del Margen Operacional de 12,5% en Dic17 a 30,4% en Dic18, derivando en un incremento de la Rentabilidad del Patrimonio (ROE) de 3,9% en Dic17 a 22,1% en Dic18.



El mejor desempeño financiero de la empresa en el 2018, se debió principalmente a la reducción de los costos de operación del negocio. Los Costos de Ventas disminuyeron 15,6% de Gs. 11.626 millones en Dic17 a Gs. 9.810 millones en Dic18, lo que derivó en una disminución de 9,7% del Costo Operativo Total de Gs. 21.075 millones en Dic17 a Gs. 19.039 millones en Dic18. Por consiguiente, el índice de Costo de Ventas disminuyó de 54,2% en Dic17 a 47,3% en Dic18, mientras que el índice de Costo Operativo Total disminuyó de 98,3% en Dic17 a 91,9% en Dic18. Esta menor estructura de costos relativos, ha reflejado una mayor capacidad de generación de márgenes de utilidad, con un incremento de la rentabilidad por cada unidad vendida.



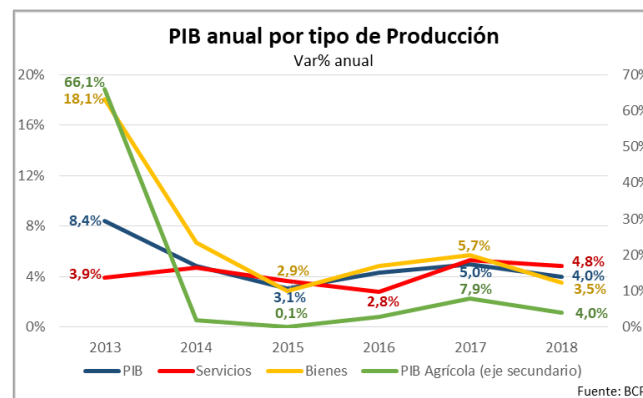
El principal desafío de PROYEC S.A.E. para el 2019, será aumentar las ventas y con ello incrementar los ingresos operativos, a fin de mantener los indicadores de rentabilidad y elevar los ratios de liquidez, de tal forma a que los costos del mayor endeudamiento, puedan ser absorbidos por un mejor desempeño financiero de la empresa. El nuevo financiamiento a ser asumido, debe contribuir con el crecimiento del negocio, para lo cual será fundamental reforzar la capacidad de realización de los inventarios, continuando con la diversificación del portafolio de productos y servicios. Asimismo, será esencial obtener una mayor flexibilidad de fondeo, mediante el canje de deuda de corto plazo por deuda de más largo plazo, a fin de aumentar la liquidez con mayor equilibrio de la estructura financiera.

PROYEC S.A.E. posee un adecuado margen para seguir apalancando el crecimiento del negocio, debido a que los indicadores de endeudamiento y solvencia se encuentran en niveles razonables para la industria. Sin embargo, cabe destacar que el aumento de la deuda de corto plazo y la acumulación de inventarios, han presionado sobre la posición de liquidez generando flujos de caja más ajustados, elevando el requerimiento de préstamos para capital operativo y para amortizar obligaciones más inmediatas, lo cual podría implicar mayor riesgo de deterioro de la solvencia patrimonial en el futuro. En este sentido, ha sido un factor clave la capitalización de los resultados acumulados y la conformación de reservas facultativas en el 2018, lo que ha fortalecido el Patrimonio de la empresa, reflejando el compromiso de los accionistas por el desempeño y la solvencia del negocio.

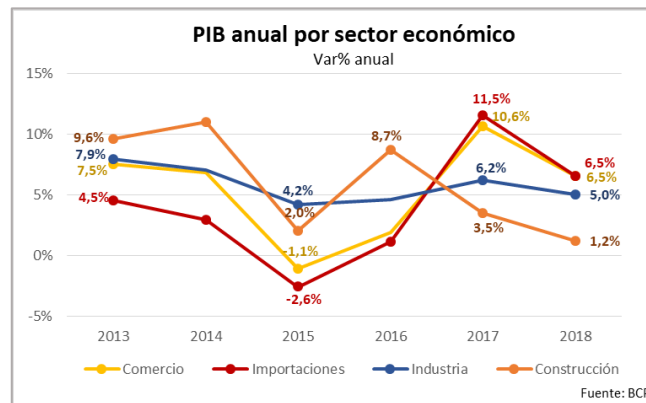
RISK MÉTRICA seguirá monitoreando el grado de realización de los inventarios y la evolución de las ventas de PROYEC S.A.E. así como también el impacto del nuevo financiamiento sobre los indicadores de solvencia, liquidez y rentabilidad de la empresa. De igual manera, monitoreará el desarrollo e implementación de políticas y manuales de organización, sobre todo en lo que se refiere a controles y sistemas.

EVALUACIÓN DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

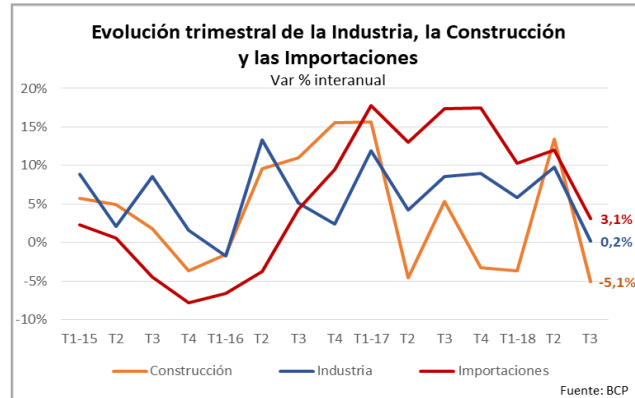
Durante el periodo 2014-2016 la economía del país ha experimentado una importante desaceleración, ya que el Producto Interno Bruto (PIB) creció a un promedio anual de sólo 4%, comparado con un crecimiento promedio del 6% durante el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB se redujo de 8,4% en el 2013 a 4,0% en el 2018, registrando su menor tasa de crecimiento de 3,1% en el 2015. El sector Agrícola, principal componente del PIB, creció a un promedio de 21,5% durante el periodo 2010-2013 y sólo a un promedio de 1,6% durante el periodo 2014-2016, registrando un casi nulo crecimiento de 0,1% en el 2015, con una recuperación a partir del 2017 alcanzando 7,9%, para volver a bajar a 4,0% en el 2018. Esta reducción del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, con un mínimo crecimiento de 2,9% en el 2017, registrando un incremento en el 2017 a 5,7%, para volver a caer a 3,5% en el 2018. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se mantuvo en niveles bajos durante el periodo 2014-2016, con una recuperación en el 2017 de 5,3%, para volver a bajar a 4,8% en el 2018.



La retracción económica se agudizó mayormente desde el segundo semestre del 2014 hasta el tercer trimestre del 2016, afectando negativamente a los sectores del PIB que son más susceptibles a los movimientos en la demanda de bienes y servicios, como el Comercio, el Consumo y las Importaciones. Asimismo, durante este periodo se resintieron los sectores de la Industria y la Construcción, alcanzando sus puntos más bajos en el 2015, registrando sólo un crecimiento de 4,2% y 2,0% respectivamente. El Comercio y las Importaciones también sufrieron una caída en su evolución anual, alcanzando mínimos de 1,1% y de -2,6% respectivamente en el 2015. A partir del segundo semestre del 2016 la economía se fue recuperando, principalmente mediante mayores inversiones en los sectores de la Construcción y la Industria, lo cual derivó en un repunte del Comercio y del Consumo, lo cual junto con el repunte del sector de la Agricultura, impulsaron también una recuperación en el sector de los Servicios, a través de una mayor demanda de Consumo y de las Importaciones. De esta forma, entre el 2016 y 2017 se registraron mayores crecimientos en los principales sectores de la economía.



Sin embargo, en el 2018 se registró una caída en el crecimiento de las importaciones, el comercio, la industria y las construcciones, así como también en el sector agrícola y en las exportaciones. Esta situación generó una menor expectativa de crecimiento del PIB de 4,0% para el 2018. Por tanto, se espera que para el primer semestre del 2019 continúen las bajas tasas de crecimiento de los principales sectores de la economía, incluyendo el sector agrícola con una menor cosecha de soja y menor volumen de exportaciones. En términos de tasas trimestrales de crecimiento (var% interanual), desde el segundo trimestre del 2016 hasta el segundo trimestre del 2018, se registraron altas tasas de crecimiento de la Industria, las Construcciones y las Importaciones, aunque a partir del tercer trimestre del 2018 se registró una reducción del crecimiento.



En el periodo 2014-2016, las menores exportaciones del sector agrícola y la reducción de la industria y las construcciones, han generado menores importaciones de maquinarias agrícolas, tractores, cosechadoras, topadoras, excavadoras y otros equipos para el agro y la construcción. Las importaciones de tractores y maquinarias han ido disminuyendo desde US\$ 216 millones en el 2013 a un mínimo de US\$ 107 millones en el 2016, para recuperarse en el 2018 aumentando a US\$ 176 millones. Las importaciones de maquinarias extractoras y de uso industrial, así como las importaciones de repuestos y accesorios de maquinarias, se han reducido en el periodo 2013-2016, registrando una recuperación en el 2018, alcanzando niveles de US\$ 170 millones y US\$ 743 millones respectivamente.



Las importaciones de tractores y maquinarias están estrechamente relacionadas con el crecimiento de la Producción Nacional, lo que a su vez está condicionada por el crecimiento del sector agrícola, cuya tasa de crecimiento está ligada a factores climáticos y a los precios internacionales, lo cual también marca la tendencia del volumen y dirección del comercio exterior del país. En la medida que se pueda recuperar el sector agrícola durante el 2019, se podría esperar que se recuperen las importaciones y exportaciones totales, lo cual repercutirá positivamente en el sector de la industria y de las construcciones, afectando positivamente la demanda de productos que PROYEC S.A.E. importa y comercializa.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

PROYEC S.A.E. inició sus operaciones en el año 1.984 bajo la denominación de PROYECTOS Y CONSTRUCCIONES S.R.L., y a partir del año 1998 opera como Sociedad Anónima. Es una empresa familiar cuyos propietarios son el Sr. Osvaldo Pablo Casal Faitini y su esposa la Sra. María Teresa Britos de Casal. El Capital Social integrado es de Gs. 5.000 millones distribuidos en partes iguales entre los propietarios, quienes poseen igual cantidad de acciones y votos en la sociedad, cada uno con 10 acciones ordinarias de Gs. 250 millones por acción. En el 2018, se ha resuelto la integración de nuevo capital por Gs. 5.000 millones, para lo cual se han realizado aportes irrevocables a fin de realizar la integración total en el 2019, con lo que se alcanzará un capital integrado total de Gs. 10.000 millones.

La empresa está controlada y dirigida por la familia Casal Britos, siendo el Presidente del Directorio el Sr. Rodrigo Sebastián Casal Britos y el Vicepresidente el Sr. Orlando Pablo Casal Britos, quienes se encargan de la conducción estratégica y ejecutiva del negocio, ocupando cargos gerenciales en la estructura organizacional. La plana ejecutiva está compuesta por la Gerencia General, y las Gerencias Comercial, Administrativa y Técnica. Con respecto a la estructura organizacional, así como suele suceder en toda empresa familiar, el gobierno corporativo está concentrado en los Directivos, con escaso desarrollo de una cultura integral de riesgos y limitado ambiente tecnológico.

El ritmo de crecimiento del negocio no ha sido acompañado por la implementación de manuales y procedimientos formalizados de créditos y cobranzas, de gestión integral de riesgos, así como políticas de recursos humanos y manuales de funciones, planes de contingencia, sistemas informáticos integrados y controles internos, que generen un ambiente tecnológico apropiado bajo un adecuado entorno corporativo. También existen oportunidades de mejora en cuanto a la gestión comercial y estratégica del negocio, mediante la implementación de Planes Estratégicos con objetivos presupuestarios bien definidos, a fin de identificar y cuantificar los factores de riesgo internos y externos, que podrían limitar la capacidad de venta de la empresa.

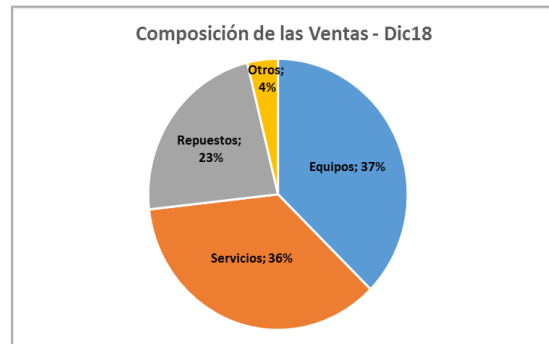
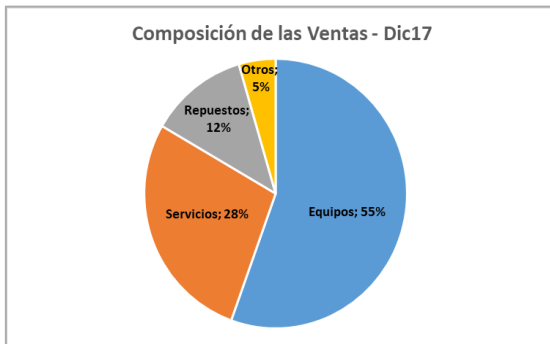
En cuanto a la estructura operacional, la empresa está muy bien constituida con unidades de gestión especializadas en los distintos productos y líneas de comercialización. La amplia trayectoria en el mercado y la constante capacitación técnica de los recursos humanos, le permiten a la empresa contar con personal idóneo y altamente capacitado para los trabajos de reparación, montaje y mantenimiento de los equipos que comercializan, bajo un concepto de mejora continua con foco en la calidad del servicio ofrecido a los clientes. En este sentido, se ha implementado en el 2017 la Unidad PROYEC SERVICE, bajo el lema "Mayor Vida Útil para sus Máquinas", ofreciendo a través de dicho Programa servicios de post-venta y mantenimiento preventivo de las maquinarias, lo cual ha sido fundamental para el incremento de las ventas en este concepto.

ACTIVIDAD COMERCIAL

PROYEC S.A.E. se dedica a la venta, alquiler y distribución de maquinarias y herramientas de pequeño y mediano porte, para obras viales y de construcción. Además realiza ventas de repuestos, accesorios y servicios de mantenimiento y reparación, de los productos que comercializa, y en menor medida la fabricación de estructuras metálicas para obras. La empresa es distribuidora de importantes marcas internacionales en las distintas áreas de la construcción, como STANLEY de los Estados Unidos, para su línea Hidráulica, WYCO TOOLS en Vibradores de Concreto de Estados Unidos, AMMANN en Rodillos Compactadores Vibratorios de Suecia, GEHL de Minicargadores de procedencia Americana, MAKITA de la línea eléctrica del Japón, entre otras.

La empresa ofrece una amplia y variada gama de maquinarias y herramientas para diferentes líneas y áreas de la construcción, como extracción, demolición, compactación, trituración, perforación, terminación de pavimento, entre otras, a una cartera de clientes del sector privado compuesta por las principales empresas constructoras del país. Igualmente, la compañía participa en forma directa en licitaciones con el Estado, aunque en menor medida. La firma WEBER MT de Alemania igualmente ha confiado en PROYEC S.A.E. para la distribución de sus productos dentro del territorio nacional. Asimismo, la empresa es distribuidor de las marcas SIMA y ENARCO, de España, para perforación y vibradores de hormigón.

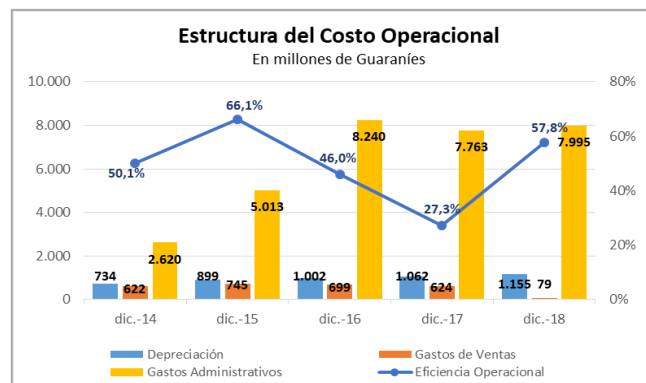
Durante el 2017 y en el 2018, se ha implementado una estrategia comercial de diversificación, orientada hacia la venta de servicios y de repuestos, mediante la implementación del Programa PROYEC SERVICE, a través del cual la actividad comercial estuvo enfocada en el servicio de post-venta y de mantenimiento de maquinarias. De esta forma, en el comparativo anual se registró un aumento de la participación de los servicios de 28% en Dic17 a 36% en Dic18, mientras que la venta de repuestos se incrementó de 12% en Dic17 a 23% en Dic18. La venta de equipos y maquinarias se redujo por consiguiente de 55% en Dic17 a 37% en Dic18.



ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

ESTRUCTURA DE COSTOS y EFICIENCIA OPERATIVA

La estructura de costos de PROYEC S.A.E. se ha adaptado al giro del negocio, donde los Costos de las Mercaderías ocupan el principal componente del gasto total de la empresa, razón por la cual este costo fluctúa de acuerdo a la variación anual de las ventas. En el 2017 los Costos de Mercaderías bajaron 29,1% y en el 2018 bajaron 15,6%, a consecuencia de la disminución de las ventas. El Costo Operacional incluyendo las Depreciaciones, también se ha reducido 4,9% en el 2017 y 2,3% en el 2018, debido principalmente a la diversificación de productos y servicios con menores costos fijos y de operación. El Costo Operativo Total se redujo 20,0% en el 2017 de Gs. 26.331 millones en Dic16 a Gs. 21.975 millones en Dic17, con una reducción en el 2018 de 9,7% a Gs. 19.039 millones en Dic18, reflejando una mejoría en la estructura de costos

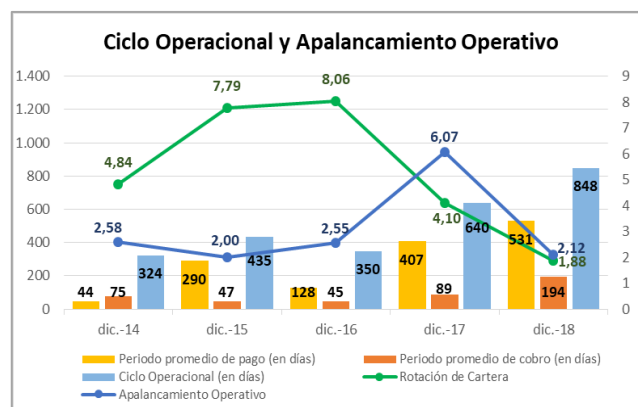


Con respecto a la estructura de los Costos Operativos, los Gastos Administrativos se redujeron levemente 5,79% en el 2017, de Gs. 8.240 millones en Dic16 a Gs. 7.763 millones en Dic17, con un leve aumento en el 2018 de 3,0% a Gs. 7.995 millones en Dic18. Por otro lado, los Gastos de Ventas y Comercialización bajaron 87,3% en el 2018, de Gs. 624 millones en Dic17 a Gs. 79 millones en Dic18, debido al mayor foco en las ventas de servicios y repuestos, que demandaron menores gastos variables. De esta forma, el índice de Eficiencia Operacional, medido por el ratio de EBITDA/Utilidad Bruta, aumentó en el 2018 de 27,3% en Dic17 a 57,8% en Dic18, reflejando una mejoría en la relación costo-ingreso, con una mayor capacidad para cubrir los gastos fijos y variables de la actividad comercial del negocio.

INVENTARIOS y CICLO OPERACIONAL

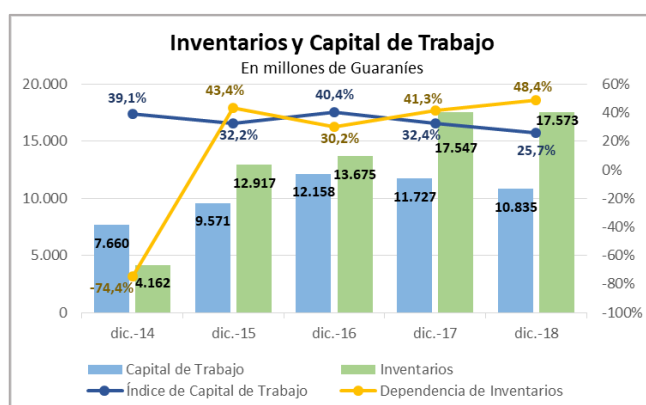
Con respecto a los ciclos de actividad, el periodo promedio de cobro ha aumentado en el 2017 de 45 días en Dic16 a 89 días en Dic17, volviendo a aumentar en el 2018 a 194 días, mientras que el periodo promedio de pago registró un considerable incremento en los últimos años, subiendo desde 128 días en Dic16 a 407 días en Dic17 y 531 días en Dic18. Esto último debido al incremento de la Deuda Comercial, que no ha sido acompañado por un aumento proporcional de las ventas, lo que a su vez ha generado la acumulación de Inventarios en el 2017 y el 2018. Esto ha hecho que el ciclo operacional se incremente de 350 días en Dic16 a 640 días en Dic17, volviendo a aumentar a 848 días en Dic18.

Las menores ventas y el importante incremento de la cartera de créditos, han generado la disminución de la Rotación de Cartera de 8,06 en Dic16 a 4,10 en Dic17 y 1,88 en Dic18. La menor realización de los inventarios junto con los menores ingresos por ventas, han generado un incremento del Apalancamiento Operativo de 2,55 en Dic16 a 6,07 en Dic17, aunque en el 2018 dicho indicador ha registrado una mejoría bajando considerablemente a 2,12 en Dic18, reflejando una mayor capacidad de generación de utilidad operativa por cada unidad vendida. Esto último sumado a los menores costos relativos de la estructura operacional, han derivado en el incremento de la eficiencia operacional, y con ello el incremento de la rentabilidad del negocio.

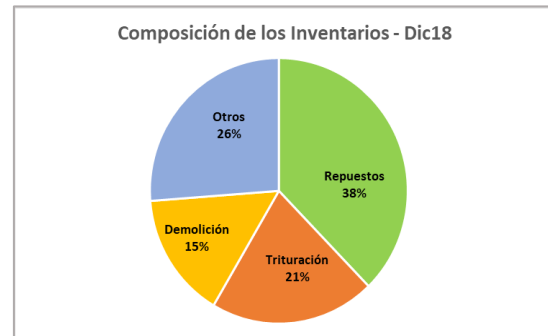


El aumento de los inventarios y las menores ventas en el 2017 y 2018, han generado la disminución de la rotación de los inventarios de 1,20 en Dic16 a 0,66 en Dic17 y 0,56 en Dic18, reflejando una menor capacidad de transformación de los inventarios en ingresos operativos. Los inventarios aumentaron 28,3% en el 2017 de Gs. 13.675 millones en Dic16 a Gs. 17.547 millones en Dic17, con un leve incremento de 0,1% en el 2018 a Gs. 17.573 millones en Dic18. En consecuencia, el índice de Dependencia de Inventarios ha aumentado considerablemente en los últimos años desde 30,2% en Dic16 a 41,3% en Dic17 y 48,4% en Dic18.

Esta acumulación de inventarios, sumado al aumento de la cartera de créditos, ha generado el incremento de los Activos Corrientes que subieron 21,9% en el 2017 de Gs. 21.216 millones en Dic16 a Gs. 25.859 millones en Dic17, volviendo a aumentar 18,3% en el 2018 a Gs. 30.580 millones en Dic18. Sin embargo, el Capital de Trabajo registró una disminución de 3,5% en el 2017 de Gs. 12.158 millones en Dic16 a Gs. 11.727 millones en Dic17, registrando una nueva disminución de 7,6% en el 2018 a Gs. 10.835 millones en Dic18, debido al incremento de los Pasivos Corrientes, con lo cual el índice de Capital de Trabajo disminuyó de 40,4% en Dic16 a 32,4% en Dic17 y 25,7% en Dic18.

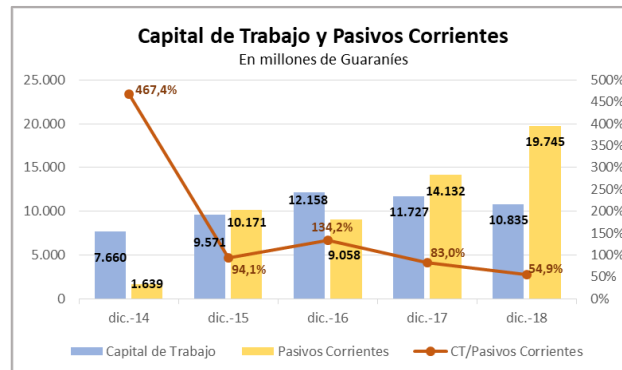


En términos comparativos anuales, los saldos de los Inventarios registraron una importante transformación entre sus principales componentes, debido a la diversificación de las diferentes líneas de productos comercializados. En el 2017 los equipos de trituración ocuparon el 24% de los inventarios, mientras que en el 2018 se redujeron a 21%. Asimismo, los equipos para el área de demolición, compactación y nivelación, ocuparon el 9% en el 2017 y aumentaron a 15% en el 2018. Esta variación de los saldos de las mercaderías, también ha respondido a los pedidos realizados por los clientes, de acuerdo a la dinámica del sector de las construcciones y la demanda del Estado para sus obras viales. Los repuestos aumentaron levemente su participación en los inventarios, de 31% en Dic17 a 38% en Dic18, siendo el principal componente de las mercaderías en stock, debido a que las ventas de repuestos y accesorios constituyen una parte esencial del servicio que ofrece la empresa a sus clientes.

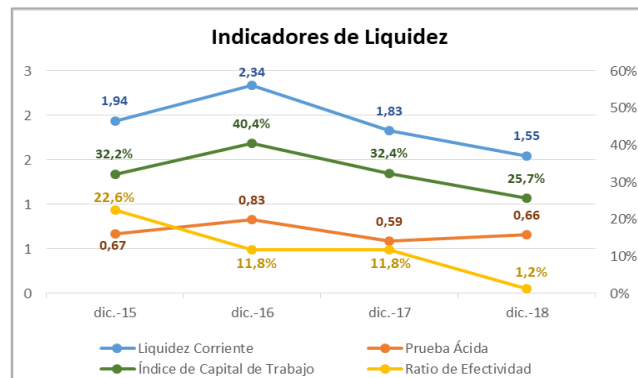


LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

La Liquidez de PROYEC S.A.E. ha disminuido en los últimos años, debido principalmente al incremento de los Pasivos Corrientes, que han subido 56,0% en el 2017 de Gs. 9.058 millones en Dic16 a Gs. 14.132 millones en Dic17, y nuevamente se han incrementado a 39,7% en el 2018 a Gs. 19.745 millones en Dic18. Esta situación ha generado la disminución del Capital de Trabajo, que se redujo 3,5% en el 2017 de Gs. 12.158 millones en Dic16 a Gs. 11.727 millones en Dic17, con una nueva disminución en el 2018 de 7,6% a Gs. 10.835 millones en Dic18. De esta forma, el ratio de Capital de Trabajo/Pasivos Corrientes ha disminuido de 134,2% en Dic16 a 83,0% en Dic17 y 54,9% en Dic18, reflejando una disminución del calce financiero, derivando en un flujo de caja operativo más ajustado.

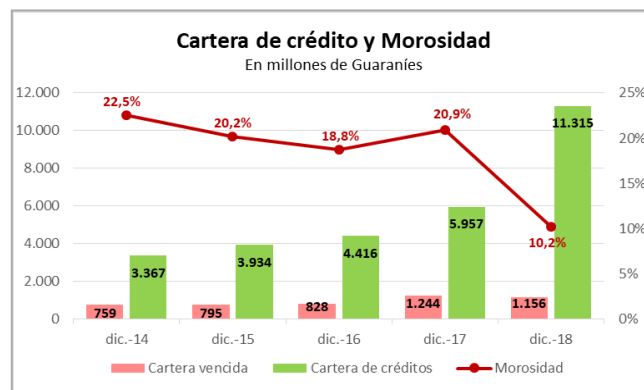


Esta disminución de la Liquidez Global de la empresa, se ha reflejado en un deterioro de los principales indicadores. La Liquidez Corriente ha disminuido de 2,34 en Dic16 a 1,83 en Dic17 y 1,55 en Dic18, así como también el índice de Prueba Ácida disminuyó de 0,83 en Dic16 a 0,59 en Dic17 con un leve aumento a 0,66 en Dic18. Esta situación de menor liquidez se debió principalmente a la menor realización de los inventarios y sobre todo al incremento de los pasivos corrientes. En consecuencia, el índice de Capital de Trabajo disminuyó de 40,4% en Dic16 a 32,4% en Dic17 y 25,7% en Dic18. El debilitamiento de la liquidez, sumado al mayor endeudamiento y la baja rotación de los inventarios, genera una mayor exposición al riesgo de un deterioro de la solvencia en el futuro, en especial bajo un escenario de bajas tasas de crecimiento de las ventas y de menores ingresos operativos. El índice más debilitado fue el Ratio de Efectividad que bajó a sólo 1,2% en Dic18, debido a la considerable reducción de las disponibilidades de la empresa.



CARTERA DE CRÉDITOS y MOROSIDAD

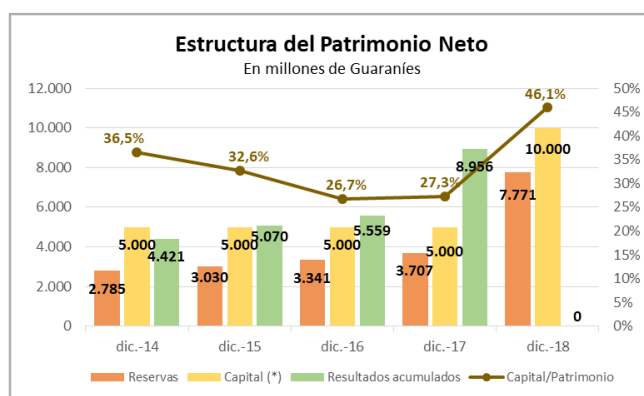
La Cartera de Créditos de PROYEC S.A.E. está compuesta por las cuentas por cobrar de los clientes del sector privado, así como también por las Instituciones del Estado con las que se han adjudicado licitaciones, cuya cartera se ha incrementado 34,9% en el 2017 de Gs. 4.416 millones en Dic16 a Gs. 5.957 millones en Dic17, con un nuevo incremento de 89,9% en el 2018 a Gs. 11.315 millones en Dic18. Con respecto a la cartera vencida, la misma ha subido 50,2% en el 2017 de Gs. 828 millones en Dic16 a Gs. 1.244 millones en Dic17, aunque en el 2018 se ha reducido levemente 7,1% a Gs. 1.156 millones en Dic18, lo cual ha significado un aumento de la morosidad de 18,8% en Dic16 a 20,9% en Dic17, para luego registrar una disminución a 10,2% en el 2018. Un factor de fortaleza constituye la cobertura de 100% de previsiones de la cartera vencida en Dic18.



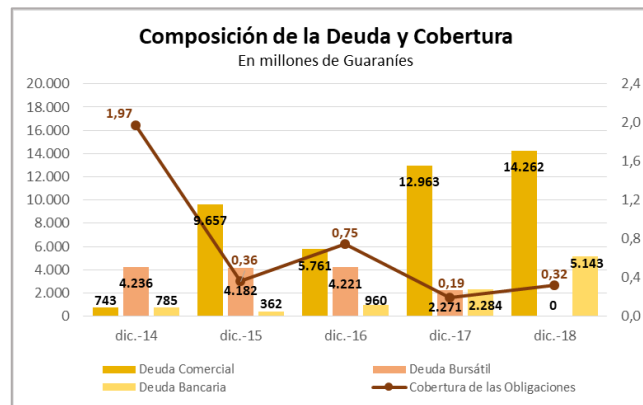
Este incremento de la cartera con atraso en el 2017, se debió principalmente a la demora en el pago por parte del Estado a las empresas contratistas, quienes a su vez se han retrasado en el pago de sus cuentas, cuya situación se ha extendido al 2018. Esto sumado a que en el periodo 2017-2018, se han registrado bajas tasas de crecimiento del sector de las construcciones, ha generado rezagos en los pagos de las obligaciones por parte de las empresas constructoras. Debido a que el sector de las construcciones es una industria intensiva en capital de trabajo, y que el giro propio del negocio produce una estructura de liquidez muy ajustada, se requiere una estrategia de ventas y cobranzas, alineada al flujo de la actividad comercial y de la dinámica del sector.

SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

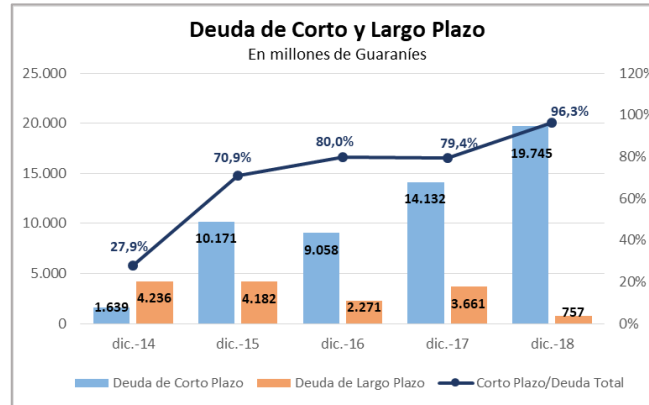
El indicador de Solvencia (Recursos Propios) medido por el Patrimonio Neto en relación con los Activos Totales, ha ido disminuyendo de 62,3% en Dic16 a 50,8% en Dic17 y 51,4% en Dic18, debido principalmente al incremento de la deuda que a su vez ha generado un aumento del índice de Apalancamiento de 0,60 en Dic16 a 0,97 en Dic17 con una leve reducción a 0,94 en Dic18. El mejoramiento del endeudamiento en el 2018, se debió al incremento del Patrimonio a causa del aumento de las utilidades del ejercicio. Asimismo, la solvencia patrimonial se ha fortalecido debido a la realización de aportes irrevocables por Gs. 5.000 millones, los que al ser integrados generarán un capital total de Gs. 10.000 millones, con el consecuente incremento del ratio de Capital/Patrimonio de 27,3% en Dic17 a 46,1% en Dic18. Otro factor que ha fortalecido la solvencia patrimonial ha sido la conformación de reservas facultativas por Gs. 3.522 millones, con lo cual las reservas totales han aumentado 109,6% en el 2018 de Gs. 3.707 millones en Dic17 a Gs. 7.771 millones en Dic18. Esto ha sido resuelto por el Directorio según Acta N° 23/18 de fecha 22/Dic/18 sujeto a la aprobación de la Asamblea de Socios.



El principal componente del endeudamiento ha sido la Deuda Comercial, que subió 125,0% en el 2017 de Gs. 5.761 millones en Dic16 a Gs. 12.963 millones en Dic17, volviendo a incrementarse 10,0% en el 2018 a Gs. 14.262 millones en Dic18. Asimismo, la Deuda Bancaria aumentó 137,9% en el 2017 de Gs. 960 millones en Dic16 a Gs. 2.284 millones en Dic17, con un nuevo incremento de 125,2% en el 2018 a Gs. 5.143 millones en Dic18. La Deuda Bancaria está compuesta mayormente por préstamos de corto plazo, para satisfacer los requerimientos de capital operativo. Por otro lado, la Deuda Bursátil se ha estado amortizando, cuyo saldo incluyendo capital e intereses, ha disminuido 46,2% en el 2017 de Gs. 4.221 millones en Dic16 a Gs. 2.271 millones en Dic17, siendo totalmente amortizada en el 2018. Debido al incremento del endeudamiento durante los últimos años, el índice de Cobertura de las Obligaciones disminuyó de 0,75 en Dic16 a 0,19 en Dic17, para luego registrar una mejoría en el 2018 subiendo a 0,32 en Dic18. Asimismo, la cobertura de Gastos Financieros, medido por el ratio de EBITDA/Gastos Financieros, ha aumentado considerablemente en el 2018, subiendo de 2,33 en Dic17 a 6,02 en Dic18, debido principalmente al importante incremento del EBITDA en el 2018.



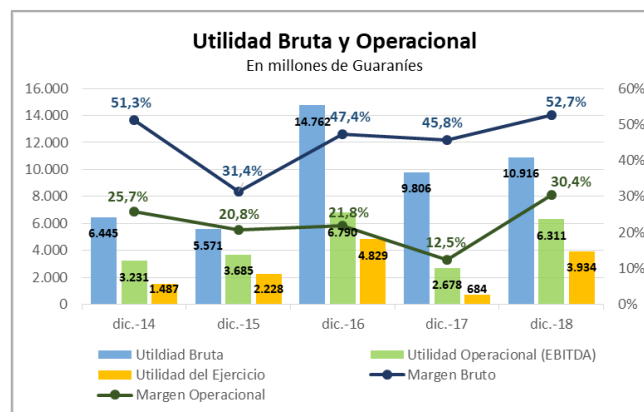
La Deuda de Corto Plazo aumentó 56,0% en el 2017 de Gs. 9.058 millones en Dic16 a Gs. 14.132 millones en Dic17, volviendo a incrementarse 39,7% en el 2018 a Gs. 19.745 millones en Dic18. El aumento de la Deuda de Corto Plazo se dio a través del incremento de la deuda comercial y la deuda bancaria, destinada principalmente para capital operativo, lo que generó una mayor concentración del pasivo corriente, que subió de 79,4% en Dic17 a 96,3% en Dic18. Esta situación genera una mayor exposición al riesgo de liquidez, considerando la proximidad de los vencimientos tanto de la deuda comercial como de la deuda bancaria, lo que podría generar flujos de caja operativos más ajustados, sobre todo en el escenario de menores tasas de crecimiento de las ventas y los ingresos operativos.



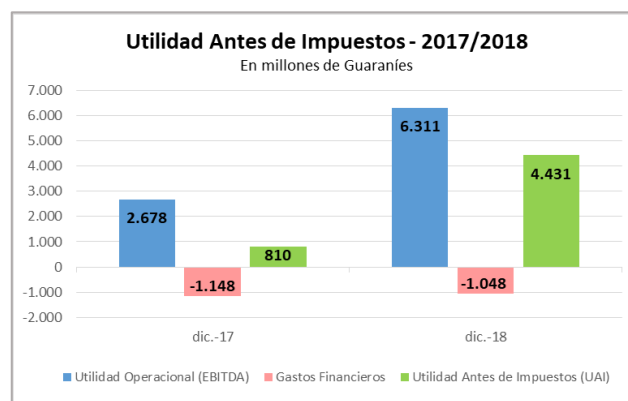
El principal desafío de PROYEC S.A.E. para el mediano plazo es lograr una estructura más flexible de fondeo, incorporando una estrategia de reestructuración de la deuda financiera de corto plazo, a fin de disponer del capital operativo necesario y la liquidez adecuada. El mayor endeudamiento debe contribuir con el crecimiento del negocio, a fin de incrementar las ventas y los ingresos operativos, incrementando la capacidad de realización de los inventarios, en un contexto económico de variabilidad del sector de las construcciones. Aunque la empresa posee margen para seguir apalancando el negocio, debido a que los niveles de endeudamiento y solvencia se encuentran en niveles razonables más bajos que el promedio de la industria, se debe considerar que el nuevo financiamiento generará una mayor dependencia de la capacidad de generación de ingresos operativos.

RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

En los últimos años, la Utilidad Bruta de PROYEC S.A.E. ha ido aumentando mediante el constante incremento de las ventas. En el 2018 la Utilidad Bruta aumentó 11,3% de Gs. 9.806 millones en Dic17 a Gs. 10.916 millones en Dic18, generando un incremento del Margen Bruto de 45,8% en Dic17 a 52,7% en Dic18. Asimismo, la Utilidad Operacional (EBITDA) aumentó 135,7% de Gs. 2.678 millones en Dic17 a Gs. 6.311 millones en Dic18, derivando en el incremento del Margen Operacional de 12,5% en Dic17 a 30,4% en Dic18. La Utilidad Neta del Ejercicio registró un importante aumento de 475,1% de Gs. 684 millones en Dic17 a Gs. 3.934 millones en Dic18.



La disminución de los costos relativos de la estructura operacional en el 2018, estuvo acompañado por una leve reducción de 8,7% de los Gastos Financieros de Gs. 1.148 millones en Dic17 a Gs. 1.048 millones en Dic18, mientras que los costos de las mercaderías también disminuyeron en relación con las ventas producidas. Este mejoramiento de la estructura de gastos operativos, ha hecho que la Utilidad Antes de Impuestos se incremente 447,0% en el 2018 de Gs. 810 millones en Dic17 a Gs. 4.431 millones en Dic18. Esta recuperación de los resultados financieros en el 2018, se debió principalmente al incremento de la eficiencia operacional, así como también al incremento de los ingresos operativos en concepto de comisiones de cobranza y desgaste de maquinarias, lo que ha contribuido al aumento de la Utilidad Operacional.



FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2019-2025

PROYEC S.A.E. proyecta para los próximos siete años, un flujo de caja basado en la generación de ingresos operativos, como resultado de un crecimiento gradual de las ventas. De esta forma, está previsto que el flujo operativo sea la principal fuente de financiamiento en el mediano plazo, a fin de cubrir los requerimientos de inversión en bienes y capital operativo, y realizar los pagos de las obligaciones más inmediatas.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO							
Ingresos/Egresos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas	21.762.419.230	23.938.661.153	25.135.594.210	26.392.373.921	27.052.183.269	27.728.487.850	28.421.700.047
Costo de mercaderías	-11.185.244.865	-12.303.769.351	-12.918.957.819	-13.564.905.710	-13.904.028.353	-14.251.629.061	-14.607.919.788
Utilidad Bruta	10.577.174.365	11.634.891.801	12.216.636.391	12.827.468.211	13.148.154.916	13.476.858.789	13.813.780.259
Otros ingresos operativos	2.227.443.450	2.450.187.795	2.572.697.185	2.701.332.044	2.768.865.345	2.838.086.979	2.909.039.154
Egresos Operativos	-8.707.046.594	-9.380.191.447	-9.789.895.691	-10.248.457.724	-10.529.549.306	-10.782.814.865	-11.324.648.931
FLUJO OPERATIVO	4.097.571.221	4.704.888.149	4.999.437.886	5.280.342.531	5.387.470.956	5.532.130.903	5.398.170.482
Préstamos bancarios	-1.025.040.611	-768.780.458	-2.000.000.000	877.463.451	-373.521.930	775.886.842	565.532.105
Bonos G2	4.000.000.000	0	0	-2.000.000.000	0	-1.000.000.000	-1.000.000.000
Bonos G3	0	4.000.000.000	0	0	0	-1.000.000.000	-1.000.000.000
Bonos G4	0	0	2.000.000.000	0	0	0	0
Gastos Financieros	-791.822.391	-1.193.681.115	-1.191.141.051	-1.022.076.908	-949.386.061	-807.687.435	-706.635.346
FLUJO FINANCIERO	2.183.136.998	2.037.538.427	-1.191.141.051	-2.144.613.458	-1.322.907.990	-2.031.800.593	-2.141.103.241
Inversión en bienes y capita	-6.188.316.661	-5.099.511.659	-3.157.020.972	-1.632.031.152	-2.912.282.888	-1.642.734.954	-2.116.255.812
FLUJO DE CAJA	92.391.558	1.642.914.917	651.275.862	1.503.697.920	1.152.280.078	1.857.595.356	1.140.811.429
Saldo Inicial	0	92.391.558	1.735.306.475	2.386.582.338	3.890.280.258	5.042.560.336	6.900.155.692
FLUJO FINAL ACUMULADO	92.391.558	1.735.306.475	2.386.582.338	3.890.280.258	5.042.560.336	6.900.155.692	8.040.967.121

Se proyecta un flujo de caja financiero positivo para el 2019 y 2020, debido a la emisión de bonos de los Programas PEG G2, G3 y G4, aunque a partir del 2020 se espera un flujo financiero negativo, a causa de las amortizaciones de la deuda bancaria y bursátil. Asimismo, se prevé continuar con el financiamiento a través de deuda bancaria, aunque en menor medida, sobre todo en el mediano plazo. Por tanto, se espera un flujo de caja positivo aunque ajustado en el corto plazo, debido a que las obligaciones más inmediatas, como la deuda comercial y la deuda bancaria, tendrán que ser amortizadas con el flujo operativo, así también como a través de la emisión de nueva deuda. En contrapartida, se espera que mejore la coyuntura económica de los sectores de la industria y la construcción, lo que brindará un escenario positivo para la generación de mayores ventas y mayores ingresos operativos, lo cual será clave para mantener un flujo de caja positivo.

El principal riesgo que enfrenta PROYEC S.A.E., además de la variabilidad y la dinámica del sector de la construcción, se deriva del grado de cumplimiento del Estado con los contratistas, lo cual puede generar contratiempos no sólo en las cobranzas sino también en la realización de los inventarios de la empresa. Finalmente, de acuerdo al Flujo Proyectado, se espera una mayor dependencia del flujo operativo, mediante una estrategia de ir aumentando las ventas y disminuyendo las deudas de corto plazo, en especial el endeudamiento bancario, y continuar con la reestructuración de la deuda de corto plazo, a fin de disminuir la carga financiera y mejorar la rentabilidad.

CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G2	
Emisor	PROYEC S.A.E.
Aprobación	Acta de Directorio N°05/19 de fecha 01 de Abril de 2019
Denominación	G2
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 4.000.000.000.- (Guaraníes Cuatro Mil Millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
Plazo de emisión	Entre 1 y 10 años según el complemento de Prospecto de cada Serie
Tasa de interés	A ser definida para cada serie
Garantía	Común Quirografaria
Pago de capital e interés	A ser definido en cada Serie
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Forma de emisión	Se emitirá un Título Global para cada Serie
Series	Los títulos podrán ser emitidos en una o más Series, y los términos específicos de cada Serie serán definidos en el respectivo complemento de Prospecto.
Destino de los fondos	Los fondos serán destinados en un 40% a capital operativo y 60% a inversiones. Destinado a la implementación del servicio de posventa de maquinarias de construcción.
Agente intermediario	VALORES Casa de Bolsa SA

Este Programa de Emisión fue considerado para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de PROYEC S.A.E., bajo los supuestos de una emisión y colocación total durante el periodo 2018-2019, de acuerdo al Plan de Fondeo y Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto que tendrá esta nueva emisión de deuda, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia, Apalancamiento y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del nuevo endeudamiento en la sostenibilidad del negocio, así como en el resultado financiero de la empresa.

Del análisis practicado bajo distintos escenarios, se pudo determinar que el aumento del endeudamiento no generará distorsiones significativas sobre la solvencia y el desempeño financiero, aunque podrá ocasionar el debilitamiento de la liquidez y de los márgenes operacionales, debido a un mayor apalancamiento operativo y financiero. PROYEC S.A.E. podrá ir ajustando su Plan de Fondeo para el 2019-2020, a fin de evaluar el monto de colocación de las Series a ser emitidas, así como los nuevos programas de bonos a ser emitidos, en base a los requerimientos de capital operativo, de acuerdo a los niveles de venta y a la estructura de costos.

La reestructuración de la deuda financiera, mediante el canje de Bonos de largo plazo por deuda de corto plazo, podría generar una mejoría en la liquidez corriente, así como en los resultados financieros, según el diferencial de tasas que se pueda lograr. Será fundamental acompañar este proceso de nuevo financiamiento con la capitalización de una parte de los resultados acumulados, a fin de fortalecer la solvencia patrimonial.

ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

Desde su inscripción como emisor de deuda en la Comisión Nacional de Valores en el año 2012, PROYEC S.A.E. ha realizado una emisión de Bonos en el mercado de capitales, bajo el Programa de Emisión Global PEG G1, cuyo monto total aprobado, emitido y colocado fue de Gs. 4.000 millones. Este Programa fue emitido en 2 Series que ya fueron amortizadas en su totalidad, siendo la Serie 2 amortizada el 05/Dic/18.

Programa de Emisión Global PEG G1								
Monto autorizado Gs. 4.000.000.000.-					Resolución CNV N° 69 E/13 De fecha 26/Nov/13			
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
06-dic-13	1	100.000.000	100.000.000	100.000.000	14,0%	06-dic-16	3,0	0
06-dic-13	2	3.900.000.000	3.900.000.000	3.900.000.000	16,5%	05-dic-18	5,0	0
		4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000				0

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

PROYEC S.A.E.						
En millones de Guaraníes						
BALANCE	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%
Disponibilidades	2.139	2.297	1.065	1.668	241	-85,6%
Créditos netos	2.598	2.274	3.867	5.221	10.997	110,6%
Inventarios	4.162	12.917	13.675	17.547	17.573	0,1%
Otros	400	2.254	2.609	1.423	1.769	24,3%
Activo Corriente	9.299	19.742	21.216	25.859	30.580	18,3%
Propiedad, Planta y Equipos	9.470	8.271	8.353	9.744	11.586	18,9%
Otros	799	1.668	489	537	41	-92,4%
Activo No Corriente	10.269	9.939	8.842	10.281	11.627	13,1%
ACTIVO TOTAL	19.568	29.681	30.058	36.140	42.207	16,8%
Deuda Comercial	743	9.657	5.761	12.963	14.262	10,0%
Deuda Bancaria	785	362	960	894	4.386	390,6%
Deuda Bursátil	0	0	1.950	0	0	---
Otros	111	152	387	275	1.097	298,9%
Pasivo Corriente	1.639	10.171	9.058	14.132	19.745	39,7%
Deuda Bancaria	0	0	0	1.390	757	-45,5%
Deuda Bursátil	4.236	4.182	2.271	2.271	0	-100,0%
Pasivo No Corriente	4.236	4.182	2.271	3.661	757	-79,3%
PASIVO TOTAL	5.875	14.353	11.329	17.793	20.502	15,2%
Capital integrado	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	0,0%
Aportes irrevocables	0	0	0	0	5.000	---
Reservas	2.785	3.030	3.341	3.707	7.771	109,6%
Resultado acumulado	4.421	5.070	5.559	8.956	0	-100,0%
Resultado del Ejercicio	1.487	2.228	4.829	684	3.934	475,1%
PATRIMONIO NETO	13.693	15.328	18.729	18.347	21.705	18,3%
RESULTADO	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%
Ventas Netas	12.562	17.723	31.152	21.432	20.726	-3,3%
Costo de Mercaderías	-6.117	-12.152	-16.390	-11.626	-9.810	-15,6%
Utilidad Bruta	6.445	5.571	14.762	9.806	10.916	11,3%
Ingresos Operativos	28	3.872	967	1.259	3.469	175,5%
Gastos de Ventas	-622	-745	-699	-624	-79	-87,3%
Gastos de Administración	-2.620	-5.013	-8.240	-7.763	-7.995	3,0%
Utilidad Operacional (EBITDA)	3.231	3.685	6.790	2.678	6.311	135,7%
Depreciacion	-734	-899	-1.002	-1.062	-1.155	8,8%
Utilidad Operacional Neta (UAI)	2.497	2.786	5.788	1.616	5.156	219,1%
Gastos Financieros	-1.021	-1.113	-932	-1.148	-1.048	-8,7%
Utilidad Ordinaria	1.476	1.673	4.856	468	4.108	777,8%
Resultados no Operativos	81	473	409	257	257	0,0%
Ajustes de cambio	115	352	159	85	66	-22,4%
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	1.672	2.498	5.424	810	4.431	447,0%
Impuestos	-185	-270	-595	-126	-497	294,4%
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	1.487	2.228	4.829	684	3.934	475,1%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS

PROYEC S.A.E.						
RATIOS	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%
CRÉDITOS						
Cartera de créditos	3.367	3.934	4.416	5.957	11.315	89,9%
Cartera con atraso	759	795	828	1.244	1.156	-7,1%
Morosidad	22,5%	20,2%	18,8%	20,9%	10,2%	-51,1%
Previsiones	114	114	386	737	1.156	56,9%
Cobertura	15,0%	14,3%	46,6%	59,2%	100,0%	68,8%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	5,67	1,94	2,34	1,83	1,55	-15,4%
Prueba Ácida	3,13	0,67	0,83	0,59	0,66	12,0%
Ratio de Efectividad	1,31	0,23	0,12	0,12	0,01	-89,7%
Capital de Trabajo	7.660	9.571	12.158	11.727	10.835	-7,6%
Indice de Capital de Trabajo	39,1%	32,2%	40,4%	32,4%	25,7%	-20,9%
Dependencia de Inventarios	-74,4%	43,4%	30,2%	41,3%	48,4%	17,3%
GESTIÓN						
Rotación de Inventario	1,47	0,94	1,20	0,66	0,56	-15,7%
Rotación de Cartera	4,84	7,79	8,06	4,10	1,88	-54,1%
Ciclo Operacional (en días)	324	435	350	640	848	32,5%
Periodo promedio de cobro (en días)	75	47	45	89	194	117,8%
Periodo promedio de pago (en días)	44	290	128	407	531	30,4%
Rotación de Activos Operacionales	1,41	1,01	1,67	0,88	0,72	-18,0%
Apalancamiento Operativo	2,58	2,00	2,55	5,07	2,12	-58,2%
Indice de Activos Operacionales	45,5%	58,9%	61,9%	67,6%	68,3%	1,0%
ENDEUDAMIENTO						
Endeudamiento	0,30	0,48	0,38	0,49	0,49	-1,3%
Apalancamiento	0,43	0,94	0,60	0,97	0,94	-2,6%
Solvencia (Recursos propios)	0,70	0,52	0,62	0,51	0,51	1,3%
Apalancamiento Financiero	2,13	2,16	1,71	3,93	2,26	-42,4%
Cobertura de Gastos Financieros	3,16	3,31	7,29	2,33	6,02	158,1%
Cobertura de las Obligaciones	1,97	0,36	0,75	0,19	0,32	68,7%
RENTABILIDAD						
ROA	7,6%	7,5%	16,1%	1,9%	9,3%	392,5%
ROE	12,2%	17,0%	34,7%	3,9%	22,1%	471,7%
Margen Bruto	51,3%	31,4%	47,4%	45,8%	52,7%	15,1%
Margen Operacional	25,7%	20,8%	21,8%	12,5%	30,4%	143,7%
Margen Neto	11,8%	12,6%	15,5%	3,2%	19,0%	494,7%
Indice de Ventas	64,2%	59,7%	103,6%	59,3%	49,1%	-17,2%
Indice de Costo de Ventas	48,7%	68,6%	52,6%	54,2%	47,3%	-12,7%
Indice de Costo Operativo Total	80,3%	106,1%	84,5%	98,3%	91,9%	-6,6%
Eficiencia Operacional	50,3%	103,4%	60,6%	85,5%	57,8%	-32,4%

La emisión de la Calificación de Riesgos de PROYEC S.A.E. para su Programa de Emisión Global PEG G2, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV CG N° 01/19 de fecha 08 de Marzo de 2019.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2018
Fecha de calificación:	16 de Abril de 2019
Fecha de publicación:	04 de Julio de 2019
Fecha de Autorización:	11 de Junio de 2019 según Res CNV N° 60E/19
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: (021) 201-321 Cel 0981-414481 Email: info@riskmetrica.com.py

PREOYEC S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programa de Emisión Global PEG G2	pyBB+	Fuerte (+)
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 del capital.		

“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.”

Mayor información sobre esta calificación en:

www.riskmetrica.com.py

Información general sobre la calificación de PROYEC S.A.E.

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Empresas Emisoras y/o Emisiones de Acciones y Deudas, el cual está disponible en nuestra página web.
- 2) Esta calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de PROYEC S.A.E., por lo cual RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Financieros auditados al 31 de Diciembre 2018 por la firma SBD Consultores y Auditores Asociados.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: Comité de Calificación Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: CP Sandybelle Avalos Analista de Riesgos
--------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------