

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2020

### PROYEC S.A.E.

#### Programa de Emisión Global PEG G2

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG G2	CALIFICACIÓN	ACTUALIZACIÓN	ACTUALIZACIÓN
Fecha de Corte	31-Dic-2018	31-Dic-2019	31-Dic-2020
Solvencia	pyBB+	pyBBB-	pyBBB-
Tendencia	Fuerte (+)	Estable	Estable

BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

*"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 o su emisor."*

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

RISK MÉTRICA mantiene la calificación de **pyBBB-** con tendencia **Estable**, para la Solvencia y el Programa de Emisión Global PEG G2 de la empresa PROYEC S.A.E., con fecha de corte al 31/Dic/2020, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo de la empresa, considerando su evolución dinámica durante los últimos años:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Mantenimiento de un adecuado nivel de solvencia patrimonial, debido a constantes retenciones de utilidades y constitución de reservas, aunque con tendencia decreciente durante los últimos años.
Mantenimiento de adecuados niveles de endeudamiento con relación al patrimonio y al margen operacional, con adecuados indicadores de cobertura de la deuda y de los gastos financieros, lo que brinda un adecuado margen para seguir apalancando el negocio.
Importante crecimiento del negocio y las ventas durante los últimos años, con razonables márgenes de utilidad y adecuados indicadores de rentabilidad, aunque con tendencia decreciente durante los últimos años.
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, registrando adecuados niveles de eficiencia operacional.
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.

### PRINCIPALES RIESGOS

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, han generado ajustados flujos de caja operativos en los últimos años.

Mantenimiento de reducidos niveles de liquidez corriente y estructural en los últimos años, debido principalmente al incremento de las obligaciones de corto plazo, con escasa posición de inversiones financieras y recursos líquidos.

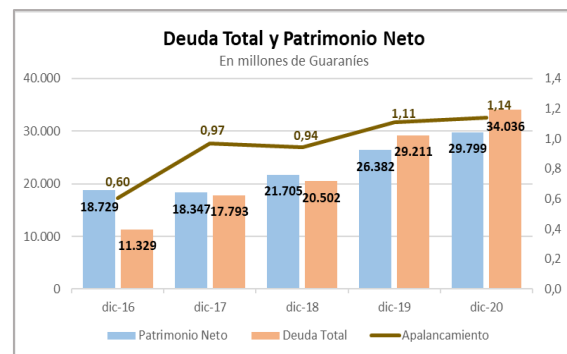
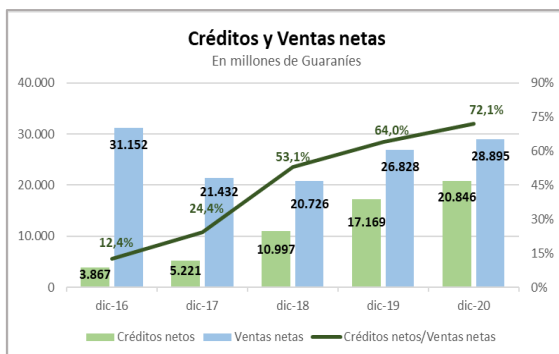
Importante incremento de los inventarios y del saldo de cartera en concepto de deudores por ventas a crédito, principalmente por adjudicaciones con el Estado, lo que ha generado la disminución de los indicadores de rotación de cartera y de inventarios.

La estructura operacional ha registrado mayores costos relativos de funcionamiento en los últimos años, con relación al volumen de las ventas y los márgenes de utilidad, registrando un importante incremento de los costos de mercaderías en el 2020, aunque el indicador de eficiencia operacional se mantiene en niveles razonables para el tipo de negocio.

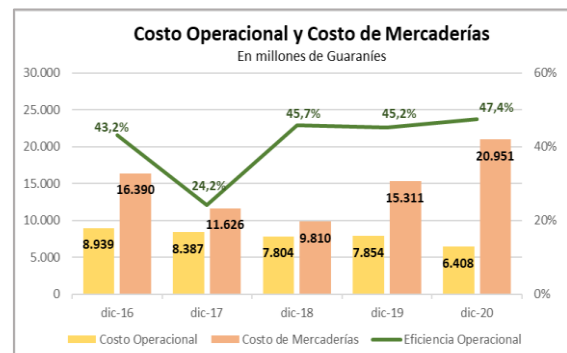
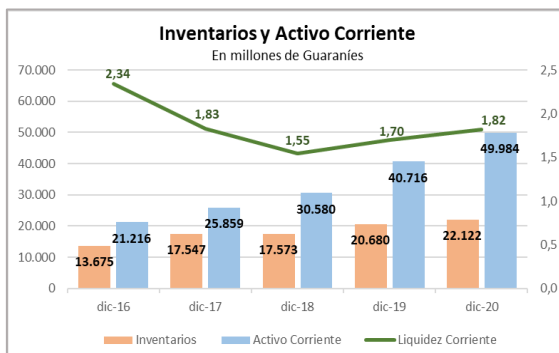
La **Tendencia Estable** refleja las razonables expectativas sobre la situación general de PROYEC S.A.E., considerando que la empresa ha registrado un importante crecimiento del negocio en los últimos años, manteniendo un adecuado nivel de ventas en el 2020, a pesar de los efectos de la pandemia del covid-19. Asimismo, la empresa ha podido mantener razonables márgenes de utilidad, con adecuados indicadores de rentabilidad, aunque con tendencia decreciente en los años 2019 y 2020. Otro factor que genera favorables expectativas para la empresa, es la recuperación económica del sector de la industria y de la construcción durante el 2020, cuya proyección para el 2021 continúa siendo positiva, lo que podría impulsar el crecimiento de las ventas de PROYEC S.A.E., considerando la amplia trayectoria de la empresa en el segmento donde opera, con una adecuada capacidad operacional con líneas de negocio competitivas. Asimismo, en el 2020 la eficiencia operacional se ha mantenido en niveles razonables, aunque el índice de costos de mercaderías ha registrado un importante incremento.

La categoría asignada de **pyBBB-** se fundamenta 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. En el 2019 el capital social integrado aumentó 100% mediante el aporte de Gs. 5.000 millones, mientras que en el 2020 las reservas aumentaron 105% de los cuales Gs. 3.934 millones correspondieron a resultados acumulados para futuro aumento de capital, lo que ha reflejado un importante respaldo patrimonial para el crecimiento y la sostenibilidad del negocio. Por otro lado, el endeudamiento de la empresa ha ido aumentando en los últimos años, en especial respecto al margen operacional EBITDA, con disminución de la cobertura de las obligaciones, aunque todavía en niveles razonables para el tipo de negocio. La deuda de la empresa ha estado concentrada en el corto plazo, tanto con proveedores como con el sistema financiero, lo que es propio de una industria intensiva en capital de trabajo, aunque esta ha generado flujos de caja ajustados.

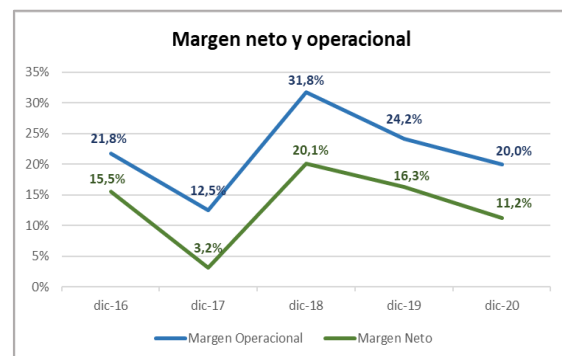
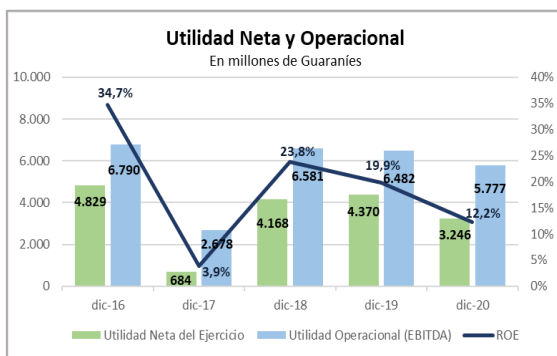
Las ventas de PROYEC S.A.E. han aumentado en los últimos años, mediante su variado y competitivo portafolio de productos y servicios, lo que le ha servido para establecer y consolidar una reconocida trayectoria en el mercado. Las ventas aumentaron 29,4% en el 2019 y 7,7% en el 2020 desde Gs. 20.726 millones en Dic18 a Gs. 26.828 millones en Dic19 y Gs. 28.895 millones en Dic20. Asimismo, la cartera neta de créditos se incrementó 56,1% en el 2019 y 21,4% en el 2020 desde Gs. 10.997 millones en Dic18 a Gs. 17.164 millones en Dic19 y Gs. 20.846 millones en Dic20, lo que derivó en el aumento del ratio de Créditos/Ventas desde 53,1% en Dic18 a 64,0% en Dic19 y 72,1% en Dic20, reflejando una mayor participación de los deudores por ventas a crédito, cuya cartera de clientes está compuesta por empresas privadas y por instituciones públicas.



El crecimiento del negocio estuvo sustentado por el incremento del patrimonio, mediante constantes retenciones de utilidades y constitución de reservas, registrando un importante aumento de 100% del capital integrado en el 2019, con un incremento de 105% de las reservas. El negocio también estuvo apalancado por mayor endeudamiento, en especial por la deuda comercial con proveedores locales y del exterior. La deuda total se incrementó 42,5% en el 2019 y 16,5% en el 2020, desde Gs. 20.502 millones en Dic18 a Gs. 29.211 millones en Dic19 y Gs. 34.036 millones en Dic20, así como también el patrimonio neto aumentó 21,5% en el 2019 y 13,0% en el 2020 desde Gs. 21.705 millones en Dic18 a Gs. 26.382 millones en Dic19 y Gs. 29.799 millones en Dic20. Por consiguiente, el índice de endeudamiento aumentó desde 0,94 en Dic18 a 1,11 en Dic19 y 1,14 en Dic20, así como también otros indicadores de endeudamiento también aumentaron, como el ratio de Deuda/EBITDA desde 3,12 en Dic18 a 4,51 en Dic19 y 5,89 en Dic20, aunque estos indicadores siguen siendo adecuados para el tipo de negocio.



Los indicadores de liquidez han mejorado en el 2019 y 2020, respecto a los años anteriores. El índice de liquidez corriente aumentó desde 1,55 en Dic18 a 1,70 en Dic19 y 1,82 en Dic20, así como también el índice de capital de trabajo se incrementó desde 25,7% en Dic18 a 30,2% en Dic19 y 35,4% en Dic20. Esto estuvo explicado principalmente por el aumento de los activos corrientes desde Gs. 30.580 millones en Dic18 a Gs. 40.716 millones en Dic19 y Gs. 49.984 millones en Dic20, lo que se debió principalmente al aumento de la cartera por ventas a crédito, así como también por el incremento de los inventarios desde Gs. 17.573 millones en Dic18 a Gs. 20.680 millones en Dic19 y Gs. 22.122 millones en Dic20. Este incremento de los créditos y de los inventarios, generó por un lado la disminución de la rotación de cartera, y por otro lado el incremento de la rotación de inventario debido al aumento del costo de las mercaderías.

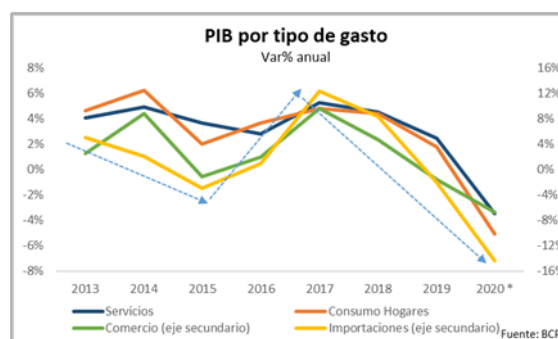


El costo de las mercaderías registró un importante incremento de 36,8% en el 2020, desde Gs. 15.311 millones en Dic19 a Gs. 20.951 millones en Dic20, lo que generó el aumento del índice de costo de mercaderías desde 57,1% en Dic19 a 72,5% en Dic20. Sin embargo, la eficiencia operacional se mantuvo en un nivel adecuado de 47,4%, debido a la disminución de 18,4% del costo operativo desde Gs. 7.854 millones en Dic19 a Gs. 6.408 millones en Dic20, reflejando un menor costo relativo de la estructura operativa, en relación con los ingresos y el margen operacional. Estos costos de funcionamiento del negocio, sumado a la depreciación y los gastos financieros, siguen siendo adecuados para el tipo de negocio y el volumen de las operaciones.

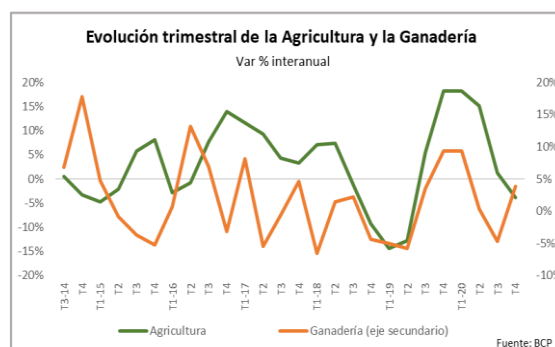
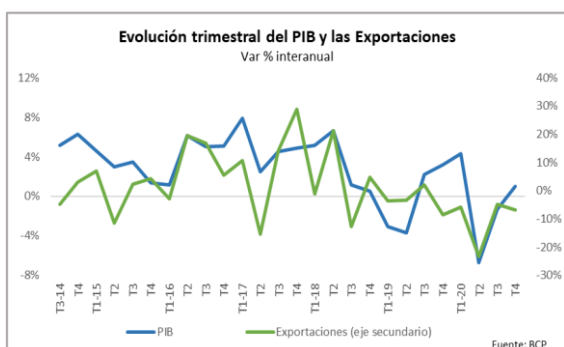
Con respecto al desempeño financiero, la utilidad operacional (EBITDA) disminuyó 10,9% en el 2020, desde Gs. 6.482 millones en Dic19 a Gs. 5.777 millones en Dic20, lo que derivó en la disminución de 25,7% de la utilidad neta desde Gs. 4.370 millones en Dic19 a Gs. 3.246 millones en Dic20. En consecuencia, la rentabilidad del capital (ROE) disminuyó desde 19,9% en Dic19 a 12,2% en Dic20, así como también el margen operacional disminuyó desde 24,2% en Dic19 a 20,0% en Dic20. El margen neto también disminuyó desde 16,3% en Dic19 a 11,2% en Dic20, así como la rentabilidad del activo (ROA) se redujo desde 7,9% en Dic19 a 5,1% en Dic20. Estos indicadores de rentabilidad de la empresa, siguen siendo razonables para el tipo de negocio y el volumen de las operaciones, a pesar que han registrado una tendencia decreciente desde el 2018.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

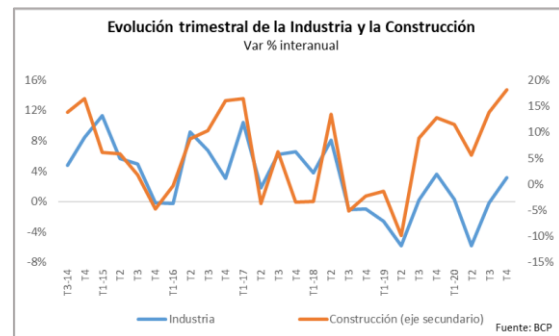
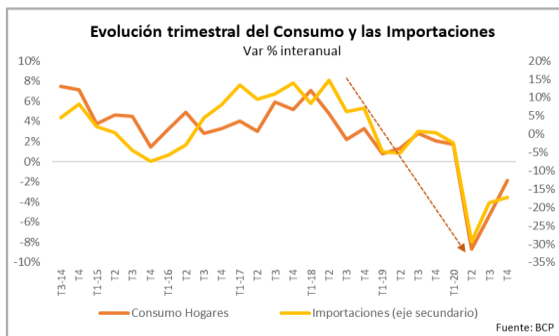
La economía del país se ha comportado de manera muy cíclica durante los últimos años. El periodo 2013-2015 fue un ciclo descendente con una marcada desaceleración de la economía, para luego repuntar con una tendencia positiva en los años 2016 y 2017. Sin embargo, en el periodo 2017-2019 la economía se ha vuelto a desacelerar, adquiriendo una tendencia decreciente que se agudizó en el año 2019, registrando bajas tasas de crecimiento en todos los sectores de la economía. La mala situación del sector agroexportador, ha sido la principal causa para que la economía en general registre esta tendencia contractiva en el periodo 2017-2019, lo que se ha evidenciado en la disminución de las tasas de crecimiento del PIB por tipo de producción, afectando a la industria, la construcción y las exportaciones, que también registraron una disminución en los años 2018 y 2019, aunque en el 2020 la agricultura y la construcción se recuperaron.



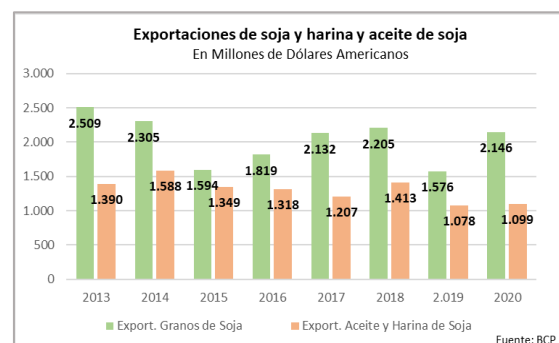
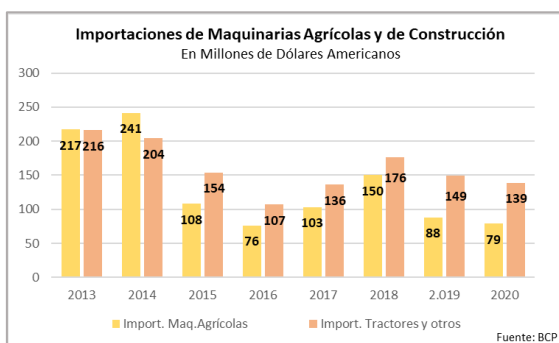
La contracción de los sectores de la producción, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía, los que han registrado una tendencia similar, alcanzado niveles mínimos en el 2020 debido a la pandemia del covid-19. Las cifras preliminares del año 2020, registran una reducción de -1% del PIB, así como también tasas negativas del PIB por tipo de gasto, de -3,5% en Servicios, -5,1% en Consumo, -6,8% en Comercio y -14,4% en Importaciones. En términos del evolutivo trimestral (var% interanual), la agricultura y la ganadería registraron una tendencia decreciente, desde el segundo trimestre del 2017 hasta el segundo trimestre del 2019, alcanzando tasas mínimas de -14,4% y -5,8% respectivamente, lo que derivó en una contracción del PIB registrando una tasa de -3,7% en el segundo trimestre del 2019. Esta recesión económica estuvo agravada en el 2020 por la pandemia del covid-19, lo que generó tasas negativas de crecimiento de los principales sectores de la economía, registrando el PIB una tasa mínima de -6,7% y las exportaciones de -23,3%.



El consumo y las importaciones registraron una marcada tendencia decreciente desde el año 2018, debido a la contracción económica de los años 2018 y 2019, agravada en el 2020 por el covid-19, lo que generó tasas mínimas históricas en el segundo trimestre del 2020, de -8,7% y -29,3% respectivamente, registrando una recuperación a partir del tercer trimestre del 2020, aunque todavía con bajas tasas de crecimiento. El sector de la industria también registró una tendencia similar, alcanzando una tasa mínima de -5,8% en el segundo trimestre del 2020, registrando una recuperación en el tercer y cuarto trimestre del 2020. Asimismo, el sector de las construcciones registró una tendencia similar a la industria, con una recuperación en el 2020, alcanzando tasas altas de crecimiento de 13,9% y 18,1% en el tercer y cuarto trimestre respectivamente.



Las importaciones de tractores y maquinarias agrícolas, están estrechamente relacionadas con el sector agroexportador, lo cual también marca la tendencia del volumen y dirección del comercio exterior del país, cuya tasa de crecimiento está ligada a factores climáticos y a los precios internacionales. En el periodo 2013-2016, las menores exportaciones del sector agrícola, han generado menores importaciones de maquinarias agrícolas, tractores, cosechadoras, topadoras, excavadoras y otros similares, registrando una recuperación en el periodo 2016-2018. Sin embargo, a partir del 2018 las importaciones de tractores y maquinarias ha registrado una tendencia decreciente, en línea con la situación del sector agroexportador.



En la medida que el sector agrícola se pueda ir recuperando, se podrá generar un repunte del comercio exterior, incluyendo las importaciones de maquinarias y tractores, lo cual también contribuirá con el sector industrial y de la construcción. A partir del 2020, la situación del sector agrícola ha mejorado, registrando un importante aumento de la exportación de soja, lo que podrá generar el mejoramiento de la economía en el 2021.

---

## **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. Al cierre del ejercicio 2020, el Capital Social integrado fue de Gs. 10.000 millones, distribuidos en partes iguales entre los propietarios, quienes poseen igual cantidad de acciones y votos en la sociedad, cada uno con 20 acciones ordinarias de Gs. 250 millones por acción. En el 2019, se había resuelto la integración de nuevo capital por Gs. 5.000 millones, para lo cual se habían realizado aportes irrevocables, en concepto de capitalización de utilidades retenidas, mientras que en el 2020 se constituyeron reservas adicionales con un incremento de 105% respecto al año anterior.

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 a partir del 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**

El foco del negocio de PROYEC S.A.E. se centra en la venta y alquiler de maquinarias de pequeño, mediano y gran porte, para la obras viales y de construcción civil, 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, Retroexcavadoras, Minicargadores de procedencia Americana, RUBBLE MASTER máquinas de trituración de piedra de Austria, SOOSAN en la parte de perforación de piedra de Korea, y otras marcas como MOBA, MAKITA, BLASTRAC, SIMA, ENAR, KAESER, PALADIN, HCP Bombas Eléctricas.

La empresa ofrece maquinarias y herramientas para diferentes líneas y áreas de la construcción, como extracción, demolición, compactación, trituración, perforación, terminación de pavimento, apuntalamiento, 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. Además realiza ventas de repuestos, accesorios y servicios de mantenimiento y reparación, de las productos que comercializa, y en menor medida la fabricación de estructuras metálicas para obras.

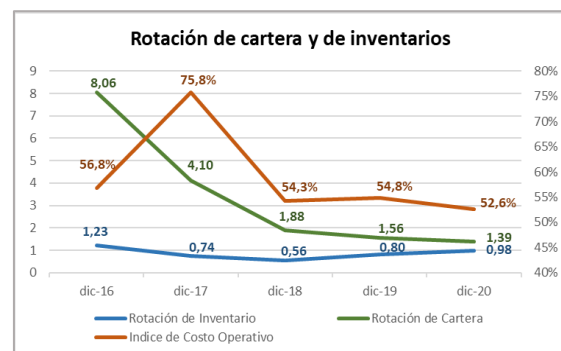
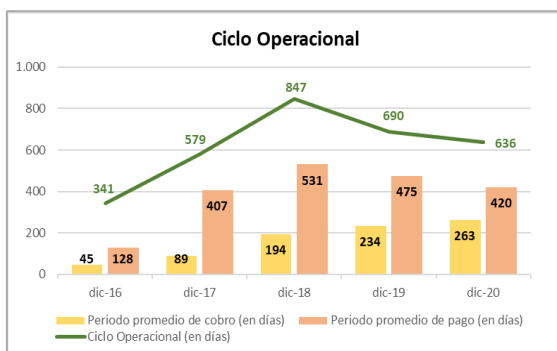
La empresa ofrece una amplia y variada gama de maquinarias y herramientas para diferentes líneas y áreas de la construcción, como extracción, demolición, compactación, trituración, perforación, terminación de pavimento, entre otras, a una cartera de clientes del sector privado compuesta por las principales 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. Se cuenta con un sistema de Gestión de la Calidad (SGC) basado en la norma ISO 9001:2015, con el objetivo de lograr la excelencia y la mejora continua del servicio que presta a sus clientes.

A partir del 2018 se ha implementado una estrategia comercial de diversificación, orientada hacia la venta de servicios y de repuestos, mediante la puesta en marcha 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 ha ido incrementando la participación de los servicios en las ventas totales, desde 10% en Dic17 a 18% en Dic20, mientras que la venta de repuestos se incrementó desde 12% en Dic17 a 25% en Dic20. La venta de equipos y maquinarias por tanto ha ido disminuyendo desde 55% en Dic17 a 31% en Dic20. Por otro lado, las ventas al sector privado aumentaron su participación desde 65% en el 2019 a 75% en el 2020, con la consecuente disminución de las ventas al sector público.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

### ESTRUCTURA y CICLO OPERACIONAL

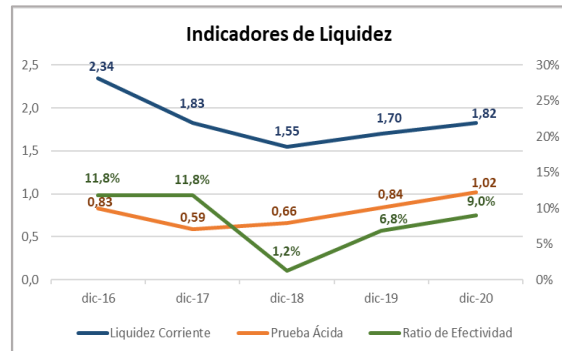
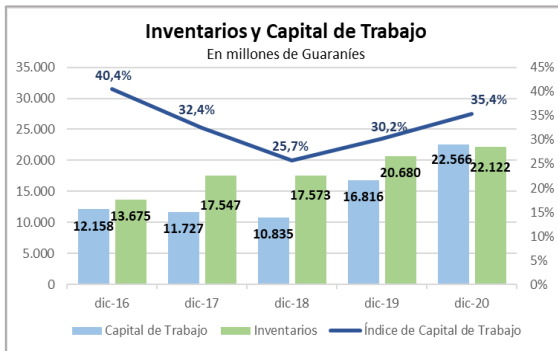
La estructura operacional de PROYEC S.A.E. se ha adaptado al giro del negocio, donde los costos de las mercaderías ocupan el principal componente del gasto total de la empresa, razón por la cual este costo fluctúa de acuerdo a la variación anual de las ventas. En el 2020 el índice de costo de mercaderías registró un importante incremento desde 57,1% en Dic19 a 72,5% en Dic20, mientras que el costo operacional de funcionamiento del negocio, se ha mantenido relativamente estable durante los últimos años, debido principalmente a la diversificación de productos y servicios, con menores costos fijos de operación. El índice de costo operacional ha disminuido levemente en el 2020 desde 54,8% en Dic19 a 52,6% en Dic20, siendo estos niveles razonables para el tipo de negocio.



Con respecto a los ciclos de actividad, el aumento de las ventas a crédito durante los últimos años, generó la disminución de la rotación de cartera desde un nivel alto de 8,06 en Dic16 a 1,39 en Dic20. La rotación de inventario ha registrado una menor variabilidad, con un incremento desde 0,80 en Dic19 a 0,98 en Dic20. En consecuencia, el periodo promedio de cobro ha ido aumentando desde 45 días en Dic16 a 263 días en Dic20, mientras que el periodo promedio de pago disminuyó desde 531 días en Dic18 a 420 días en Dic20, lo que finalmente derivó en la reducción del ciclo operacional desde 847 días en Dic18 a 636 días en Dic20. Estos indicadores de la gestión operacional, son razonables para el tipo de negocio y el volumen de las operaciones.

### LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

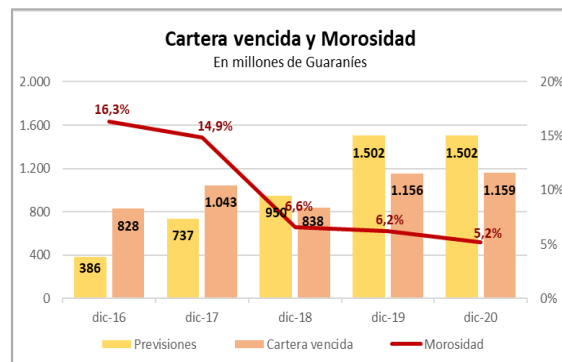
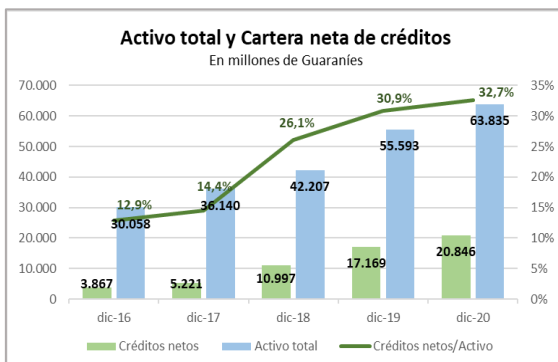
El aumento de los inventarios y de la cartera de créditos en los últimos años, ha derivado en el incremento de los activos corrientes, lo que derivó en el aumento del capital de trabajo. En el 2020 el capital de trabajo se incrementó 34,2% desde Gs. 16.816 millones en Dic19 a Gs. 22.566 millones en Dic20, cuyo indicador aumentó en desde 30,2% en Dic19 a 35,4% en Dic20. A pesar que los inventarios aumentaron 17,7% en el 2019 y 7,0% en el 2020 desde Gs. 17.573 millones en Dic18 a Gs. 20.680 millones en Dic19 y Gs. 22.122 millones en Dic20, el índice de dependencia de inventarios ha disminuido desde 48,4% en Dic18 a 24,7% y 18,6% en Dic20, debido al importante aumento de la cartera de créditos.



El aumento de los activos corrientes y del capital de trabajo, generó el aumento de la liquidez corriente, cuyo indicador subió desde 1,55 en Dic18 a 1,70 en Dic19 y 1,82 en Dic20, aunque sigue siendo un nivel relativamente bajo para el tipo de negocio, considerando que se caracteriza por la utilización intensiva de capital operativo. Esta relativa baja liquidez estructural, aunque con tendencia creciente, ha reflejado un menor calce financiero con una menor cobertura de las obligaciones más inmediatas. Sin embargo, en el 2019 y 2020 se registró una mejoría de la liquidez global de la empresa, lo que también se vio reflejada en el ratio de efectividad, que mide la capacidad de los recursos más líquidos para cubrir la deuda de corto plazo, cuyo indicador ha aumentado desde un nivel bajo de 1,2% en Dic18 a 9,0% en Dic20.

### CARTERA DE CRÉDITOS y MOROSIDAD

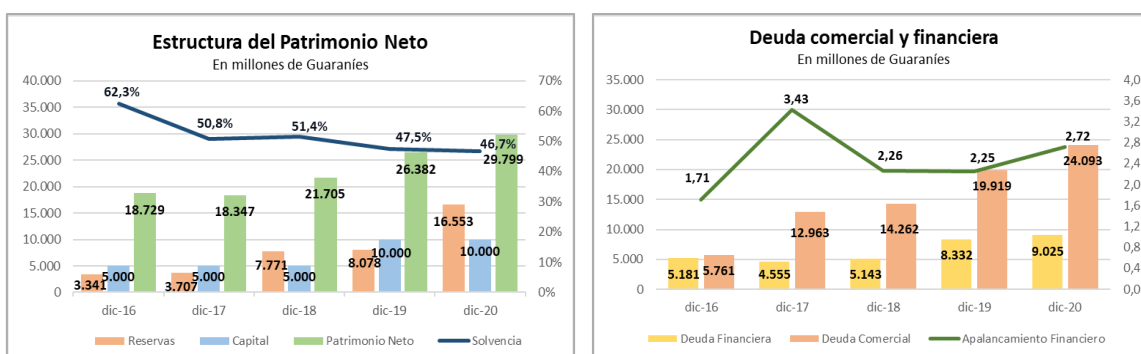
La Cartera de Créditos de PROYEC S.A.E. está compuesta mayormente por las cuentas por cobrar de los clientes del sector privado, así como también por las Instituciones del Estado con las que se han adjudicado licitaciones, como la ESSAP y la Municipalidad de Asunción. Las ventas a crédito han ido aumentando durante los últimos años, cuyo saldo de cartera se ha ido incrementando con respecto a los activos totales, desde una participación de 12,9% en Dic16 a 32,7% en Dic20. En el 2020, la cartera neta de créditos se incrementó 21,4% desde Gs. 17.169 millones en Dic19 a Gs. 20.846 millones en Dic20. La cartera de créditos está concentrada en el corto plazo, en pocos clientes que son grandes empresas del sector de la construcción, con buen perfil de riesgo crediticio, lo que ha derivado en una adecuada calidad de la cartera con bajos niveles de morosidad en los últimos años.



Con respecto a la cartera vencida, se ha mantenido en niveles bajos durante los últimos años, registrando una cartera de Gs. 1.502 millones en Dic20, con una morosidad que ha ido disminuyendo desde 6,6% en Dic18 a 6,2% en Dic19 y 5,2% en Dic20. La cartera con atraso se generó por los rezagos en los pagos, de sus obligaciones por parte de las empresas constructoras. Sin embargo, la gestión crediticia y de cobranzas de la empresa, ha reducido el impacto de esta situación sobre la calidad de los activos. Un factor de fortaleza constituye la adecuada cobertura de provisiones de Gs. 1.502 millones en Dic20, representando el 129,6% respecto a cartera vencida.

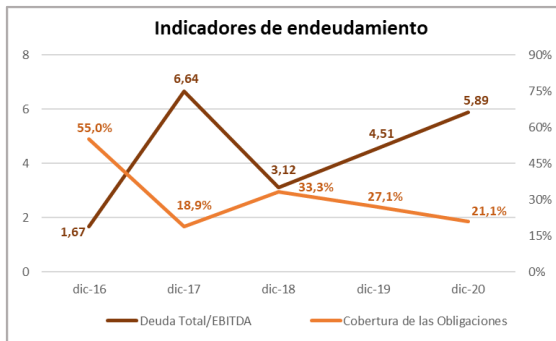
## SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

El indicador de solvencia patrimonial (recursos propios), medido por el patrimonio neto en relación con los activos totales, ha ido disminuyendo desde 62,3% en Dic16 a 47,5% en Dic19 y 46,7% en Dic20, debido principalmente al incremento de la deuda. La solvencia patrimonial ha estado respaldada por el aumento de 100% del capital integrado en el 2019, desde Gs. 5.000 millones en Dic18 a Gs. 10.000 millones en Dic19, y por el aumento de 105% de las reservas en el 2020 desde Gs. 8.078 millones en Dic19 a Gs. 16.553 millones en Dic20. Según Acta de Asamblea Ordinaria de Accionistas N° 27/20 de fecha 21 de Marzo de 2020, se ha resuelto incorporar el resultado del ejercicio 2019 a las reservas facultativas, lo que brinda un respaldo adicional a la solvencia patrimonial de la empresa.



La deuda total de la empresa aumentó 16,5% en el 2020, desde Gs. 29.211 millones en Dic19 a Gs. 34.036 millones en Dic20. El principal componente del endeudamiento ha sido la deuda comercial, compuesta por obligaciones con proveedores locales y extranjeros, la que aumentó 21,0% en el 2020 desde Gs. 19.919 millones en Dic19 a Gs. 24.093 millones en Dic20, representando el 71% de la deuda total. Asimismo, el crecimiento del negocio estuvo apalancado por deuda financiera, la que aumentó 8,3% en el 2020, desde Gs. 8.332 millones en Dic19 a Gs. 9.025 millones en Dic20. El incremento de la deuda financiera se debió a la emisión de bonos, en el marco del Programa PEG G2 por un capital de Gs. 4.000 millones. La deuda bancaria aumentó 16,0% en el 2020 desde Gs. 4.332 millones en Dic19 a Gs. 5.025 millones en Dic20. Este incremento de la deuda financiera ha generado el aumento del índice de apalancamiento financiero desde 2,25 en Dic19 a 2,72 en Dic20, así como también el ratio de Deuda Financiera/EBITDA, aumentó desde 1,29 en Dic19 a 1,56 en Dic20.

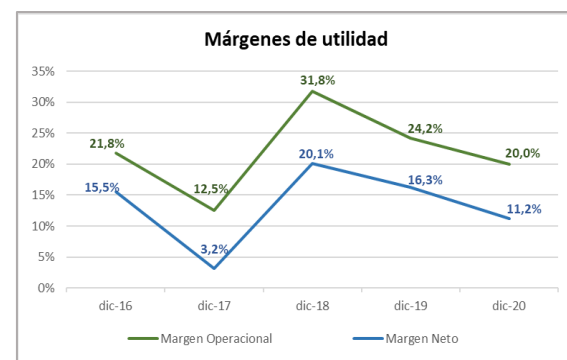
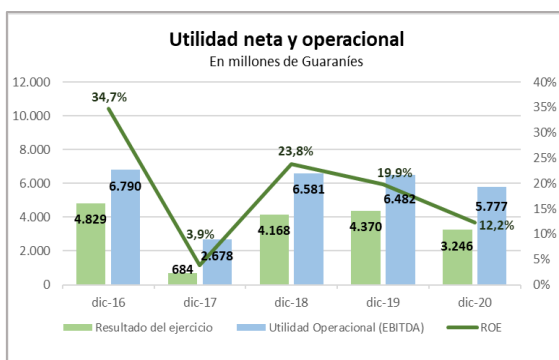
El índice de endeudamiento de la empresa aumentó desde 1,11 en Dic19 a 1,14 en Dic20, siendo un nivel razonable para el tipo de negocio. Por otro lado, la cobertura de gastos financieros, medido por el ratio de EBITDA/Gastos Financieros, se ha mantenido en niveles adecuados, aunque ha registrado una disminución desde 10,19 en Dic19 a 7,61 en Dic20, debido principalmente al adecuado desempeño financiero y operativo registrado en los últimos años. Estos indicadores son adecuados para el tipo de negocio y el volumen de las operaciones.



Otros indicadores de endeudamiento ha aumentado, como el ratio de Deuda/EBITDA ha ido aumentando desde 3,12 en Dic18 a 4,51 en Dic19 y 5,89 en Dic20, siendo un nivel relativamente alto para el tipo negocio, lo que ha derivado en la disminución de la cobertura de las obligaciones desde 33,3% en Dic18 a 27,1% en Dic19 y 21,1% en Dic20.

## RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

La utilidad operacional (EBITDA) ha ido disminuyendo en los últimos años, a pesar del incremento de las ventas netas, debido al incremento del costo de las mercaderías. En el 2020 el EBITDA disminuyó 10,9% desde Gs. 6.482 millones en Dic19 a Gs. 5.777 millones en Dic20, lo que derivó en la disminución de 25,7% de la utilidad neta desde Gs. 4.370 millones en Dic19 a Gs. 3.246 millones en Dic20. Por consiguiente, el margen operacional ha disminuido desde 24,2% en Dic19 a 20,0% en Dic20, así como el margen neto se redujo desde 16,3% en Dic19 a 11,2% en Dic20, siendo estos niveles todavía razonables para el tipo de negocio. Asimismo, el indicador de rentabilidad del capital ROE disminuyó desde 19,9% en Dic19 a 12,2% en Dic20.



PROYEC S.A.E. posee adecuados niveles de solvencia y endeudamiento, respaldado por un razonable desempeño financiero y operacional, con adecuada capacidad de crecimiento y generación de ventas. Sin embargo, el aumento del endeudamiento y del costo de mercaderías en los últimos años, han generado una reducida posición de liquidez con ajustados flujos de caja, lo que podría generar la necesidad de nuevo financiamiento.

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2021-2025

PROYEC S.A.E. proyecta para los próximos cinco 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	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas	24.135.594.210	25.192.373.921	26.452.183.269	27.428.487.850	28.721.700.047
Costo de mercaderías	-14.718.957.819	-15.564.905.710	-15.904.028.353	-16.251.629.061	-16.807.919.788
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>9.416.636.391</b>	<b>9.627.468.211</b>	<b>10.548.154.916</b>	<b>11.176.858.789</b>	<b>11.913.780.259</b>
Otros ingresos operativos	2.572.697.185	2.601.332.044	2.768.865.345	2.838.086.979	2.909.039.154
Egresos Operativos	-9.789.895.691	-10.248.457.724	-10.529.549.306	-10.782.814.865	-11.124.648.931
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>2.199.437.886</b>	<b>1.980.342.531</b>	<b>2.787.470.956</b>	<b>3.232.130.903</b>	<b>3.698.170.482</b>
Préstamos bancarios	634.521.930	877.463.451	873.521.930	775.886.842	765.532.105
Bonos G2 (capital)	0	0	-1.000.000.000	-1.500.000.000	-1.500.000.000
Gastos Financieros (intereses)	-1.191.141.051	-1.022.076.908	-949.386.061	-807.687.435	-706.635.346
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>-556.619.121</b>	<b>-144.613.458</b>	<b>-1.075.864.131</b>	<b>-1.531.800.593</b>	<b>-1.441.103.241</b>
Inversión en bienes y capital op.	1.157.020.972	1.432.031.152	1.312.282.888	1.142.734.954	1.616.255.812
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>485.797.792</b>	<b>403.697.920</b>	<b>399.323.937</b>	<b>557.595.356</b>	<b>640.811.429</b>
<b>Saldo Inicial</b>	<b>2.455.318.346</b>	<b>2.941.116.138</b>	<b>3.344.814.059</b>	<b>3.744.137.995</b>	<b>4.301.733.351</b>
<b>FLUJO FINAL ACUMULADO</b>	<b>2.941.116.138</b>	<b>3.344.814.059</b>	<b>3.744.137.995</b>	<b>4.301.733.351</b>	<b>4.942.544.780</b>

Se proyecta un flujo de caja 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, debido a que las obligaciones más inmediatas, como la deuda comercial y la deuda bancaria, serán amortizadas con el flujo operativo. Asimismo, 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

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G2</b>	
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

<b>Programa de Emisión Global PEG G2</b>								
Monto autorizado Gs. 4.000.000.000.-					Resolución CNV N° 60 E/19 de fecha 11/Jun/19			
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
10-jul-19	1	1.000.000.000	1.000.000.000	0	12,5%	08-jul-24	5,0	1.000.000.000
10-jul-19	2	1.000.000.000	1.000.000.000	0	13,0%	08-jul-25	6,0	1.000.000.000
04-sep-19	3	500.000.000	500.000.000	0	12,5%	02-sep-24	5,0	500.000.000
03-sep-19	4	500.000.000	500.000.000	0	13,0%	01-sep-25	6,0	500.000.000
06-dic-19	5	500.000.000	500.000.000	0	12,5%	05-dic-23	4,0	500.000.000
13-mar-20	6	500.000.000	500.000.000	0	12,0%	13-mar-23	3,0	500.000.000
		<b>4.000.000.000</b>	<b>4.000.000.000</b>	<b>0</b>				<b>4.000.000.000</b>

Este Programa de Emisión junto con la deuda total de la empresa, fue considerado para evaluar la capacidad de endeudamiento y la solvencia de PROYEC S.A.E., de acuerdo al Flujo de Caja Proyecto. De esta forma, se ha evaluado el impacto del endeudamiento, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento en la sostenibilidad del negocio.

### 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.

**PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS**

<b>PROYEC S.A.E.</b>						
<b>RATIOS</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>Var%</b>
<b>CRÉDITOS</b>						
Cartera de créditos	5.081	7.001	12.785	18.671	22.348	19,7%
Cartera con atraso	828	1.043	838	1.156	1.159	0,3%
Morosidad	16,3%	14,9%	6,6%	6,2%	5,2%	-16,2%
Previsiones	386	737	950	1.502	1.502	0,0%
Cobertura	46,6%	70,7%	113,4%	129,9%	129,6%	-0,3%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	2,34	1,83	1,55	1,70	1,82	7,0%
Prueba Ácida	0,83	0,59	0,66	0,84	1,02	21,2%
Ratio de Efectividad	11,8%	11,8%	1,2%	6,8%	9,0%	31,4%
Capital de Trabajo	12.158	11.727	10.835	16.816	22.566	34,2%
Indice de Capital de Trabajo	40,4%	32,4%	25,7%	30,2%	35,4%	16,9%
Dependencia de Inventarios	30,2%	41,3%	48,4%	24,7%	18,6%	-24,6%
<b>GESTIÓN</b>						
Rotación de Inventario	1,23	0,74	0,56	0,80	0,98	22,3%
Rotación de Cartera	8,06	4,10	1,88	1,56	1,39	-11,3%
Ciclo Operacional (en días)	341	579	847	690	636	-7,7%
Periodo promedio de cobro (en días)	45	89	194	234	263	12,7%
Periodo promedio de pago (en días)	128	407	531	475	420	-11,6%
Apalancamiento Operativo	2,55	4,07	2,01	2,21	1,71	-22,3%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Solvencia	62,3%	50,8%	51,4%	47,5%	46,7%	-1,6%
Cobertura de las Obligaciones	55,0%	18,9%	33,3%	27,1%	21,1%	-22,3%
Endeudamiento	0,60	0,97	0,94	1,11	1,14	3,2%
Apalancamiento Financiero	1,71	3,43	2,26	2,25	2,72	20,7%
Cobertura de Gastos Financieros	7,29	2,33	6,07	10,19	7,61	-25,3%
Deuda Total/EBITDA	1,67	6,64	3,12	4,51	5,89	30,7%
Ventas/Deuda Total	2,75	1,20	1,01	0,92	0,85	-7,6%
<b>RENTABILIDAD</b>						
ROA	16,1%	1,9%	9,9%	7,9%	5,1%	-35,3%
ROE	34,7%	3,9%	23,8%	19,9%	12,2%	-38,4%
Margen Bruto	47,4%	45,8%	52,7%	42,9%	27,5%	-36,0%
Margen Operacional	21,8%	12,5%	31,8%	24,2%	20,0%	-17,3%
Margen Neto	15,5%	3,2%	20,1%	16,3%	11,2%	-31,0%
Indice de Ventas	103,6%	59,3%	49,1%	48,3%	45,3%	-6,2%
Indice de Costo de Mercaderías	52,6%	54,2%	47,3%	57,1%	72,5%	27,0%
Indice de Costo Operativo	56,8%	75,8%	54,3%	54,8%	52,6%	-4,0%
Eficiencia Operacional	43,2%	24,2%	45,7%	45,2%	47,4%	4,9%

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

<b>PROYEC S.A.E.</b>						
En millones de Guaraníes						
<b>BALANCE</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>Var%</b>
Disponibilidades	1.065	1.668	241	1.629	2.455	50,7%
Créditos netos	3.867	5.221	10.997	17.169	20.846	21,4%
Inventarios	13.675	17.547	17.573	20.680	22.122	7,0%
Otros	2.609	1.423	1.769	1.238	4.561	268,4%
<b>Activo Corriente</b>	<b>21.216</b>	<b>25.859</b>	<b>30.580</b>	<b>40.716</b>	<b>49.984</b>	<b>22,8%</b>
Propiedad, Planta y Equipos	8.353	9.744	11.586	12.900	12.261	-5,0%
Otros	489	537	41	1.977	1.590	-19,6%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>8.842</b>	<b>10.281</b>	<b>11.627</b>	<b>14.877</b>	<b>13.851</b>	<b>-6,9%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>30.058</b>	<b>36.140</b>	<b>42.207</b>	<b>55.593</b>	<b>63.835</b>	<b>14,8%</b>
Deuda Comercial	5.761	12.963	14.262	19.919	24.093	21,0%
Deuda Financiera	2.910	894	4.386	3.021	2.407	-20,3%
Otros	387	275	1.097	960	918	-4,4%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>9.058</b>	<b>14.132</b>	<b>19.745</b>	<b>23.900</b>	<b>27.418</b>	<b>14,7%</b>
Deuda Financiera	2.271	3.661	757	5.311	6.618	24,6%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>2.271</b>	<b>3.661</b>	<b>757</b>	<b>5.311</b>	<b>6.618</b>	<b>24,6%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>11.329</b>	<b>17.793</b>	<b>20.502</b>	<b>29.211</b>	<b>34.036</b>	<b>16,5%</b>
Capital integrado	5.000	5.000	5.000	10.000	10.000	0,0%
Aportes irrevocables	0	0	5.000	0	0	----
Reservas	3.341	3.707	7.537	8.078	16.553	104,9%
Resultado acumulado	5.559	8.956	0	3.934	0	----
Resultado del Ejercicio	4.829	684	4.168	4.370	3.246	-25,7%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>18.729</b>	<b>18.347</b>	<b>21.705</b>	<b>26.382</b>	<b>29.799</b>	<b>13,0%</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>Var%</b>
Ventas Netas	31.152	21.432	20.726	26.828	28.895	7,7%
Costo de Mercaderías	-16.390	-11.626	-9.810	-15.311	-20.951	36,8%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>14.762</b>	<b>9.806</b>	<b>10.916</b>	<b>11.517</b>	<b>7.944</b>	<b>-31,0%</b>
Ingresos Operativos	967	1.259	3.469	2.819	4.241	50,4%
Gastos de Ventas	-699	-624	-289	-665	-630	-5,3%
Gastos de Administración	-8.240	-7.763	-7.515	-7.189	-5.778	-19,6%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>6.790</b>	<b>2.678</b>	<b>6.581</b>	<b>6.482</b>	<b>5.777</b>	<b>-10,9%</b>
Depreciación	-1.002	-1.062	-1.155	-1.263	-1.142	-9,6%
<b>Utilidad Operacional Neta</b>	<b>5.788</b>	<b>1.616</b>	<b>5.426</b>	<b>5.219</b>	<b>4.635</b>	<b>-11,2%</b>
Gastos Financieros	-932	-1.148	-1.084	-636	-759	19,3%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>4.856</b>	<b>468</b>	<b>4.342</b>	<b>4.583</b>	<b>3.876</b>	<b>-15,4%</b>
Resultados no Operativos	409	257	257	362	250	-30,9%
Ajustes de cambio	159	85	66	-65	-475	630,8%
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>5.424</b>	<b>810</b>	<b>4.665</b>	<b>4.880</b>	<b>3.651</b>	<b>-25,2%</b>
Impuestos	-595	-126	-497	-510	-405	-20,6%
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>4.829</b>	<b>684</b>	<b>4.168</b>	<b>4.370</b>	<b>3.246</b>	<b>-25,7%</b>

La emisión de la Calificación de Solvencia y del Programa de Emisión Global PEG G2 de la empresa PROYEC S.A.E., se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV CG N° 06/19.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2020
Fecha de calificación:	28 de Julio de 2021
Fecha de publicación:	28 de Julio de 2021
Calificadora:	<b>RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos</b> Bernardino Caballero 1.099 entre Sucre y Tte. Duarte – Asunción Tel: 021-328-4005 Cel 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

PREOYEC S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programa de Emisión Global PEG G2</b>	<b>pyBBB-</b>	<b>Estable</b>
BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

***“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](http://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 de riesgos no es una medida exacta sobre la probabilidad de incumplimiento de deudas, ya que no se garantiza la calidad crediticia del deudor.
- 3) 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 de 2020 por la firma SBD Consultores y Auditores Asociados.
- 4) 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, 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.
- 5) RISKMÉTRICA hará un seguimiento de los efectos de la pandemia del covid-19, sobre la economía y el sector de la construcción en el 2021.

Aprobado por: **Comité de Calificación**  
RISKMÉTRICA S.A.

Elaborado por: **Lic. Magdalena Martínez**  
Analista de Riesgos