



RECTORA S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G1

MONTO MÁXIMO: G. 10.000 Millones

CORTE DE CALIFICACIÓN: 31 DE MARZO DE 2017

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN MAYO/2016	FECHA DE 2ª ACTUALIZACIÓN JUNIO/2017
P.E.G. G1	pyBB	pyBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE

Analista: César Candia ccandia@solventa.com.py
Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209

"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones"

El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa S.A. no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.

RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL							
CARACTERÍSTICAS	DETALLES						
EMISOR	Rectora S.A.E.						
APROBADO POR DIRECTORIO	Actas de Directorio N° 127 y N° 138						
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	G1						
MONEDA Y MONTO MÁXIMO	G. 10.000.000.000						
FORMA DE PAGO DE CAPITAL E INTERÉS	A ser definida en cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente Programa.						
PLAZO DE VENCIMIENTO	Entre 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años)						
SERIES EMISIVAS	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Monto a emitir</th> <th>Vencimiento Capital</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>G. 2.500.000.000</td> <td>04/08/2020</td> </tr> <tr> <td>G. 2.500.000.000</td> <td>23/08/2019</td> </tr> </tbody> </table>	Monto a emitir	Vencimiento Capital	G. 2.500.000.000	04/08/2020	G. 2.500.000.000	23/08/2019
Monto a emitir	Vencimiento Capital						
G. 2.500.000.000	04/08/2020						
G. 2.500.000.000	23/08/2019						
DESTINO DE FONDOS	1) El Proyecto del Barrio Cerrado Arapoty hasta el 60% del monto del programa. 2) La ampliación del Shopping La Rural hasta el 10% del monto del programa, y 3) Empréndimientos de loteamiento, hasta el 50% del monto del programa.						
RESCATE ANTICIPADO	Según lo establecido en la Resolución BVPASA N° 1013/11 de fecha 25/11/2011.						
GARANTÍA	Común, a sola firma.						
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Valores Casa de Bolsa S.A.						
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Valores Casa de Bolsa S.A.						

FUNDAMENTOS

La ratificación de calificación del Programa de Emisión Global G1 de Rectora S.A.E. obedece al razonable crecimiento de los ingresos provenientes de la comercialización y financiamiento de lotes y construcción de viviendas (Barrio Arapoty), así como en concepto de alquileres de locales, principalmente del Shopping La Rural (Bloque B). Contempla a su vez las importantes inversiones inmobiliarias realizadas recientemente en las citadas dos principales fuentes de ingresos con el propósito de incrementar su capacidad de recaudación.

Del mismo modo, considera el nivel de solvencia patrimonial alcanzado a partir de la valorización y posición de activos fijos, así como la gradual diversificación de su estructura de fondeo a través del mercado de valores.

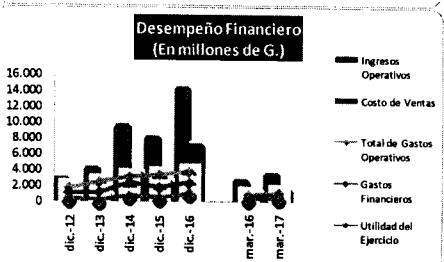
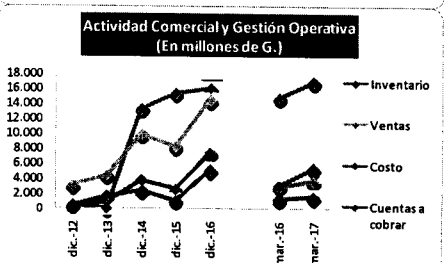
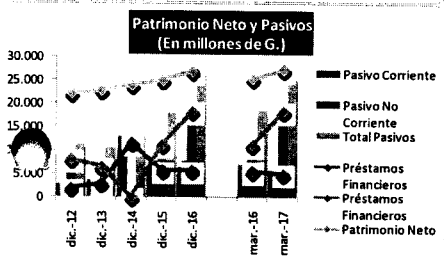
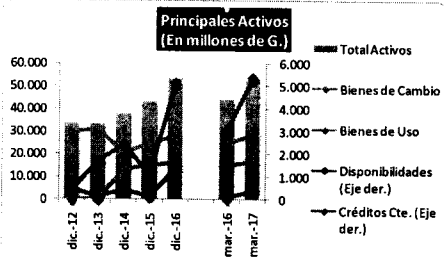
En contrapartida, toma en cuenta el bajo grado de maduración de las referidas inversiones y del ciclo operacional del negocio, reflejado aún en acotados resultados y cobertura de gastos financieros. Lo anterior, sumado a la inmovilización de recursos en activos fijos y en bienes para su comercialización, limita el flujo de caja operativo, atendiendo el dinamismo y competencia existente dentro de su industria.

Cabe señalar que Rectora se encuentra en etapa de fortalecimiento organizacional, sobre todo al considerar su novel y acotada estructura, y cambios registrados en la plana ejecutiva durante el periodo analizado en las áreas de marketing y comercial. Al respecto, se ha observado la concentración de funciones en las Gerencias General y Comercial en un mismo accionista, que a la vez ejerce de Presidente de la firma.

Rectora S.A.E., que ha iniciado sus operaciones en el año 1981 para dedicarse a la administración y arrendamiento de inmuebles propios, se encarga actualmente de la comercialización de lotes y casas del Barrio Arapoty, así como del arrendamiento y administración del Bloque B del Shopping La Rural. Adicionalmente, realiza loteamiento de otros inmuebles del interior y desarrolla otros proyectos con financiación de terceros consistentes en la construcción de dos edificios (Héroes y Zuba). La administración y propiedad se encuentran a cargo de la familia Fernández Acevedo, que se encarga de la conducción estratégica.

La modalidad de comercialización empleada para la negociación de terrenos, casas-duplex, es a través de ventas al contado y/o a crédito mediante la financiación propia o bancaria. Al corte analizado, la compañía ha reflejado una tasa de morosidad del 8,65%, los cuales se encuentran en gestión judicial. Los contratos de financiación contemplan cláusulas de recuperación de inmuebles en caso de cesación de pagos por un periodo de 10 meses, con todas las mejoras hechas en el predio. Por otro lado, para el alquiler de los locales comerciales ubicados en el Shopping La Rural y zonas aledañas, los contratos son efectuados en moneda local y extranjera por un periodo promedio de dos años, y sus cobranzas se realizan de forma mensual.

En cuanto a la gestión financiera, sin bien Rectora ha evidenciado durante el último año un crecimiento de los ingresos operativos producto de mayores alquileres cobrados, venta de lotes del barrio cerrado y construcción de viviendas en los mismos, los márgenes operacionales y netos se han mantenido aún estables al sostener una estructura de gastos elevada. A marzo 2017, las facturaciones han cerrado en G. 3.729 millones, con unos costos y gastos operativos totales de G. 2.669





millones, un crecimiento del 29,66% y 25,14%, respectivamente, en comparación con marzo 2016. Asimismo, los gastos financieros han crecido en 45,63% entre un periodo y otro, cerrando en G. 630 millones. Con ello, se ha observado una utilidad de G. 388 millones, un incremento interanual del 40,19%, con indicadores anualizados de ROA y ROE de 3,3% y 6,4%, respectivamente.

Cabe señalar que la firma ha recurrido a nuevos créditos con entidades financieras durante el 2016, así como a la emisión de bonos bursátiles en el mercado de valores, con el objetivo de realizar las inversiones necesarias en el cambio de fachada y mejoramiento del patio de comidas del Shopping La Rural, así como la puesta a punto del barrio cerrado Arapoty. Para dichas inversiones se ha utilizado financiación a largo plazo teniendo en cuenta los periodos de realización de negocios. Asimismo, los indicadores de liquidez de prueba ácida han pasado de 0,62 veces a 1,26 veces entre un periodo y otro.

Por otra parte, se ha observado que el nivel de apalancamiento ha crecido de 0,74 veces a 0,92 veces, y el endeudamiento ha pasado de 0,42 veces a 0,48 veces, como consecuencia del incremento de financiamiento con terceros. Cabe señalar que la mayor parte del financiamiento obtenido se encuentra invertido en bienes raíces o activos fijos, vinculados a su giro comercial.

TENDENCIA

La tendencia asignada es "Estable" considerando que los niveles de facturación y márgenes de rentabilidad han evolucionado dentro de parámetros razonables durante el último periodo analizado, aún bajo una coyuntura económica y competencia que mantienen desafíos para la maduración de los negocios y la generación de flujo de caja.

Solventa evaluará el comportamiento de sus ingresos, así como la performance financiera de la empresa, con miras a cumplir con las inversiones proyectadas en la construcción de viviendas y compra de inmuebles para loteamientos.

FORTALEZAS

- Trayectoria en el sector inmobiliario local.
- Grupo familiar con respaldo económico reflejado en la propiedad de otras empresas en el país.
- Ubicación estratégica de inmuebles, con constantes valorizaciones de los terrenos acordes al crecimiento urbanístico de las zonas.
- La división de construcción se ha convertido en el sector de mayor importancia para la Compañía en término de facturaciones, con proyectos edilicios en el Gran Asunción (con fondos de terceros) y de viviendas en el Barrio Cerrado Arapoty (con fondos propios).
- Importante posición de activos fijos lo que refleja un adecuado nivel de solvencia patrimonial.

RIESGOS

- Los ingresos operativos se encuentran expuestos a los ciclos económicos, con bajas en periodos de recesión y recuperaciones en periodos de auge financiero.
- Uso intensivo de recursos financieros de terceros para acompañar los planes estratégicos.
- Ajustada posición de liquidez a partir del grado de inmovilización de activos en la compra y construcción de inmuebles.
- Estructura organizacional en proceso de fortalecimiento, con cambios en la plana gerencial por una parte, e implementación de nuevos procedimientos de control y gestión de operaciones por la otra.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Compra-Venta, explotación, construcción, arrendamiento y administración general de inmuebles, principalmente del Bloque B del Shopping La Rural y del Barrio Cerrado Arapoty

La firma inicialmente ha sido constituida como Beckmann Paraguay S.A. en el año 1981, y posteriormente modificada por escritura pública N° 520 a la denominación de Rectora Sociedad Anónima Comercial en el mismo año. En un principio, la empresa se ha dedicado a la administración de inmuebles propios y alquileres, para luego incursionar en el rubro de loteamientos con 6 proyectos iniciales en las ciudades de Ypane, Itá, Limpio y Mariano Roque Alonso.

En el año 2010, en conjunto con el Grupo Pueblo, ha llevado adelante la construcción del centro comercial llamado Shopping La Rural, específicamente se ha encargado del bloque B, que ha sido inaugurado en abril del 2012. Dicho inmueble cuenta con 45 locales y se encuentra ubicado en el km 13,5 de la Ruta Transchaco, ciudad de Mariano Roque Alonso, en donde la empresa cuenta con oficinas administrativas y de atención al consumidor. Actualmente, alberga una cartera de clientes comerciales de distintos rubros, como financieras, librerías, tiendas de ropas, imprentas, bazar. En el 2016 han habilitado el patio de comidas de modo a ampliar su estructura y proveer de más servicios al público en general. La modalidad de alquiler de locales se realiza con pagos de forma mensual, anual o con contratos de duración 2 o más años, en donde se detallan los montos, el tipo de moneda y el pago.



Posteriormente, en el año 2013, Rectora ha desarrollado un nuevo proyecto inmobiliario de inversión, consistente en la construcción y loteamiento del barrio cerrado llamado "Arapoty", ubicado sobre la ruta Gral. Aquino Km 18,5. Un predio con 192 lotes de 360 m² de superficie, en una extensión total de 10 hectáreas, previendo todos los servicios básicos para el mismo, como tendido eléctrico, servicio de agua potable, calles asfaltadas, muro perimetral, plazas, cerco eléctrico, etc. La inauguración del mismo se prevé para el primer semestre del 2017 en donde cuentan actualmente con 21 viviendas en fase de terminación, el predio presenta un avance del 95%. El área comercial cuenta con oficinas dentro de Arapoty desde donde se realizan visitas guiadas a potenciales clientes del barrio.

Para llevar a cabo las negociaciones, la Compañía efectúa las ventas de inmuebles al contado y a crédito con financiación propia, de la misma forma se ofrece un plan de financiamiento bancario con una Entidad de plaza local, en donde el cliente cuenta con la posibilidad de obtener un plazo de crédito más prolongado, sobre todo para la adquisición de lotes y construcción de las viviendas en el Barrio Arapoty.

Para lograr una continuidad y posicionamiento de la marca, Rectora se dedica además a la adquisición de inmuebles para su loteamiento y comercialización, realiza construcciones y negocios de intermediación inmobiliaria. Para ello, ha dividido las unidades de negocios en cuatro segmentos, Inmobiliaria, Loteamientos, Constructora y Emprendimientos.

La inmobiliaria es la encargada de la administración de inmuebles propios y de terceros, ventas y alquileres de propiedades, viviendas, dúplex y salones comerciales. La división de loteamientos de la captación y venta de lotes, a plazos pactados con los inversionistas en los terrenos con que cuenta en los departamentos Central y Cordillera.

El segmento Constructora, ofrece los servicios de desarrollo de proyectos de viviendas, contando con un equipo de ingenieros y arquitectos para la construcción en el barrio cerrado Arapoty, así como ejecución de obras edilicias. Por último, la compañía cuenta con un sector de Emprendimientos apuntando al desarrollo inmobiliario y de servicios, con planes de valor agregado a los ofrecidos por las demás divisiones, los recientemente implementados han sido el Shopping La Rural y el Barrio Cerrado Arapoty.

Conforme al avance de la inauguración del Barrio Cerrado, Rectora ha contemplado la construcción de 10 dúplex y 4 casas durante el 2016 y se pretende alcanzar las 35 viviendas en construcción y construidas durante el 2017. Por otra parte, con las mejoras realizadas en las instalaciones del Shopping La Rural, específicamente la adecuación del patio de comidas y su posterior habilitación, se proyecta un mayor flujo de clientes al centro comercial, por lo que el sector de estacionamientos sigue el mismo tratamiento de ampliación en una propiedad adquirida por los socios, todo esto respaldado por el incremento de las facturaciones en concepto de alquileres de los locales comerciales, acompañado de reajustes anuales en los precios, por la mejora de servicios ofrecidos en el predio.

La empresa prevé inaugurar el barrio cerrado Arapoty en el primer semestre del 2017, con un avance actual en las instalaciones del 95%, quedando algunos detalles, como señalizaciones de plazas, calles y cerco eléctrico del Barrio. Otro importante factor es la de la culminación de la ruta Gral. Aquino y el viaducto de Madame Lynch, con lo que los tiempos de tránsito a Asunción se verán acortados, produciendo un beneficio a los habitantes de Arapoty, por una parte, y el revalúo de los lotes que se encuentran en venta por la otra.

Respecto a los loteamientos, se prevé que la fracción Loma Linda I y Paraíso, terminen de colocarse totalmente, además de iniciar la administración de lotes en Arroyos y Esteros, en ese sentido, con las 20 hectáreas compradas se da inicio a las fracciones Loma Linda II y Loma Linda III, por lo que se proyecta mayores ingresos por venta de lotes para el año en curso.

Finalmente, Rectora espera mayores ingresos en construcciones de viviendas y loteamientos de terrenos para el periodo 2017, acompañados de un crecimiento gradual en ingresos con alquileres de locales comerciales del Shopping La Rural.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Dedicada al sector inmobiliario y afines, con localizaciones estratégicas de proyectos edilicios en zonas de constante crecimiento demográfico urbano

La empresa Rectora S.A.E. ha incursionado en el sector inmobiliario desde sus inicios hace más de 35 años, con loteamientos en distintas ciudades del país, además de proyectos de inversión como el Shopping La Rural y el Barrio Cerrado Arapoty, ubicados en zonas estratégicas de gran desarrollo urbano como lo es la ciudad de Mariano Roque Alonso.

Los planes de crecimiento proyectados para los siguientes periodos cuentan con una respuesta positiva de los clientes, quienes optan por invertir en lotes como un medio de ahorro por un lado, y como necesidad de construir viviendas para habitarlas u ofrecer de alquileres por el otro.

En el país, actualmente existe una creciente demanda de unidades habitacionales, sobre todo para los sectores de ingresos medio-bajos, por lo que el negocio inmobiliario y el sector público deben enfocarse en realizar las inversiones necesarias. En ese sentido, Rectora apunta a dicho sector con lotes accesibles con planes de financiamiento atractivos, en distintos puntos estratégicos del Departamento Central y Cordillera.



Si bien el panorama económico se muestra estable y con perspectivas de crecimiento, el sector inmobiliario también ha resentido el impacto negativo de los últimos años, con menores plazos de financiamiento bancarios para el sector de viviendas, aunque el Gobierno Nacional mediante la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD) ha mitigado el impacto en los últimos años mediante la provisión de mayores recursos para las áreas involucradas.

Por otra parte, la industria de inmuebles presenta una elevada competencia, sobre todo en las áreas de influencia de Rectora, en los rubros de alquileres de locales y comercialización de terrenos, por lo que representa un desafío constante a las rentabilidades que obtendrá la compañía en las unidades de negocios con que cuenta. Al respecto, se ha observado que en el último periodo el sector de construcciones ha presentado un interesante flujo de ingresos para la empresa, con perspectivas de crecimiento para el 2017.

Las bajas barreras de entrada y las altas valorizaciones anuales que se realizan a los inmuebles hacen que en el mercado exista una extensa cantidad de competidores, frente a una demanda creciente de viviendas pero con la condicionante que éstas no cuentan con los recursos necesarios para la adquisición de las mismas. A su vez, las ventas se realizan con mayores dificultades año a año, en una industria con alta inmovilización de activos, altos requerimientos de capital y ciclos operacionales elevados, por lo que una adecuada solvencia patrimonial con adecuados niveles de liquidez y acceso a financiamientos, son condicionantes imprescindibles para la continuación en el sector.

Otro factor importante para la realización efectiva de los negocios, son los tiempos de cobranzas, tanto en alquileres como venta de lotes, sobretodo lo último considerando que las ventas a crédito se realizan en plazos considerables y con el riesgo activo de presentarse atrasos en los cobros, por lo que los niveles de morosidad deben ser permanentemente monitoreados. Sin embargo, la firma cuenta con cobertura ante estos hechos, con garantías mediante los contratos formalizados, con cláusulas de recuperación de inmuebles con todas las inversiones realizadas por los propietarios, convirtiéndose en una ventaja a la hora de renegociarlo ya que las obras hechas elevan el valor del inmueble colocándose a un precio superior a lo pactado primeramente.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

La administración de la firma se encuentra principalmente a cargo de uno sus directores, quien ha realizado un proceso de ajustes y cambios en su estructura interna, camino a fortalecerse

La administración y conducción estratégica de Rectora S.A.E. se encuentra a cargo de los accionistas, pertenecientes a un mismo grupo familiar, donde se ha destacado que la administración la ejercen los integrantes jóvenes de la familia, apostando por un mayor dinamismo e innovación, además de involucrarse en los negocios familiares de manera temprana, por ello los cargos de Presidente y Vicepresidente son ocupados por los mismos, mientras que el Socio fundador permanece como miembro del directorio a modo de supervisar las operaciones y dictar las decisiones estratégicas. El grupo joven viene a cargo de Rectora desde hace aproximadamente 8 años. Asimismo, se ha sumado al equipo una nueva integrante de la familia Fernández Acevedo, ejerciendo el cargo de Vicepresidencia desde este periodo.

Por su parte, de manera a adecuarse a los procesos normativos requeridos, la firma ha realizado modificaciones de los estatutos sociales para realizar inscripción en la Comisión Nacional de Valores, pasando de Sociedad Anónima Comercial (S.A.C.) a Sociedad Anónima Emisora (S.A.E.), dicho cambio le ha permitido realizar emisiones de bonos al mercado bursátil, que hasta el cierre del corte analizado, contemplan dos series vigentes y una nueva a emitirse en los próximos meses del presente ejercicio con miras a realizar mayores inversiones en la empresa.

Respecto a la plana directiva, la misma se encuentra conformada por un Presidente, Vicepresidente y tres Directores, todos ellos accionistas de la compañía. Por otra parte, Atilio Fernández Acevedo ejerce las funciones de Presidente, Gerente General y a partir de este periodo, la Gerencia Comercial, a modo de involucrarse con todas las operaciones y acciones a realizarse dentro de la Compañía.

En cuanto a la plana ejecutiva, la compañía cuenta con una nueva incorporación en la Gerencia de Marketing, encargada de la realización de eventos y publicidad. Por otra parte, se encuentran las Gerencias de Finanzas y Administración con profesionales con experiencia. Asimismo, se ha observado la consolidación de un Departamento de Construcción, con un staff permanente de arquitectos e ingenieros para la realización de proyectos edilicios adecuados a la demanda de cada cliente, Rectora opera actualmente con 47 funcionarios de forma directa.

PLANA DIRECTIVA				
Directores	Cargo	Profesion	Edad	Antigüedad
Domingo Atilio Fernández Acevedo	Presidente	Empresario	26 años	8 años
Helena Athina Fernández Acevedo	Vicepresidente	Socióloga	25 años	2 meses
Domingo Atilio Fernández Sanabria	Director	Empresario	70 años	36 años
Andrés Mauricio Fernández Acevedo	Director	Uc. Administración y Finanzas	32 años	8 años
Andrea Helena Arapoty Fernández Acevedo	Director	Médica Cirujana	30 años	8 años
PLANA EJECUTIVA				
Domingo Atilio Fernández Acevedo	Gerente General - Gerente Comercial	Empresario	26 años	8 años
Patricia Alonzo Barreto	Gerente Administrativa	Estudiante Administración	37 años	8 años
Geraldine Belli	Gerente de Marketing	Estudiante de Marketing	27 años	1 año
Sergio Gonzalez Mardones	Gerente Financiero	Uc. en Administración de Empresas	57 años	2 años
Silvia Benitez	Auditora Interna	Contadora Pública	29 años	1 año

Directorio de Rectora S.A.E fue conformado en Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 31/03/2017



Por otro lado, los mismos continúan en proceso de adecuación y reorganización estructural, además del ajuste de procesos y técnicas administrativas como la incorporación de un nuevo sistema, a modo de mejorar los controles y procedimientos realizados dentro de la compañía.

PROPIEDAD

La propiedad pertenece al Grupo Familiar Fernández Acevedo, que a su vez mantiene vinculaciones en otras empresas familiares

Rectora S.A.E. pertenece a los integrantes de la familia Fernández Acevedo, totalizando el 100% del control de la propiedad de la Firma. El matrimonio permanece con mayores porcentajes de acciones respecto a los hijos, en ese sentido, los hijos registran una trayectoria dentro de Rectora desde el año 2009, asumiendo importantes cargos como presidencia, vicepresidencia y miembros del directorio, ofreciendo un control dinámico en las decisiones estratégicas a implementarse, bajo supervisión de los padres. Por ello, dos accionistas ocupan cargos directivos y ejecutivos de manera a tener una supervisión constante en las operaciones de la compañía.

El capital social de la empresa corresponde a la suma de G. 20.000 millones, después de la última capitalización realizada en el año 2012 a través de las reservas de revalúo, conformada por 200 acciones ordinarias de G. 100 millones cada una. Al cierre del corte analizado, el capital se encuentra totalmente suscrito e integrado.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA		
Accionista	Monto	% de Partic.
Domingo Atilio Fernández Sanabria	4.400.000.000	22,00%
Helena Carolina Acevedo Jara	4.400.000.000	22,00%
Andrés Mauricio Fernández Acevedo	2.800.000.000	14,00%
Domingo Atilio Fernández Acevedo	2.800.000.000	14,00%
Andrea Helena Arapoty Fernández Acevedo	2.800.000.000	14,00%
Helena Athina Fernández Acevedo	2.800.000.000	14,00%
Total de acciones integradas	20.000.000.000	100,00%

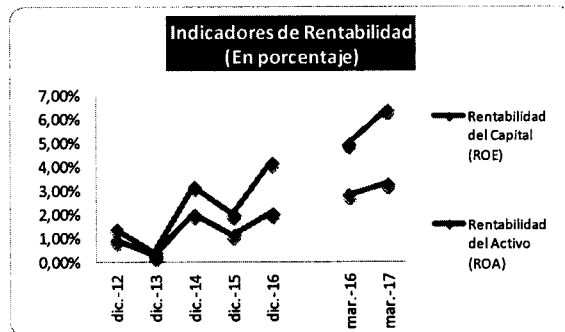
Por su parte, los accionistas mantienen una participación en otras empresas como Eterna Agrogranadera S.A. en G. 500 millones, Macro Comercial S.A. en G. 1.520 millones y Andrés Fernández Acevedo de forma particular en Quatro A S.A. por G. 90 millones. Cabe señalar que los mismos ocupan cargos directivos en las tres empresas mencionadas.

SITUACIÓN FINANCIERA

RENTABILIDAD Y EFICIENCIA OPERATIVA

Acotados márgenes y resultados netos vinculados al grado de maduración de sus negocios y proyectos

Si bien durante últimos periodos analizados ha registrado una acotada evolución de sus facturaciones, se ha observado que la Firma durante el último y presente ejercicio ha presentado una mejora en sus ingresos, producto de la puesta en marcha del Barrio Cerrado, principalmente a través de las obras de construcción de viviendas, mejorando su performance con respecto al periodo anterior. En ese sentido, al cierre de marzo, la unidad de construcciones se ha convertido en la principal fuente de ingresos de Rectora, con un 46,77% del total (G. 1.744 millones) vs 20,82% (G. 599 millones) del corte pasado, mientras que los alquileres han crecido en torno al 20,7% (en G. 187 millones), y en contrapartida, las facturaciones han sido mitigadas por el ajuste en loteamientos de Arapoty con un descenso del 40,27% (G. 459 millones), que hasta el corte anterior ha representado los ingresos de mayor peso para la Firma. Con todo, el valor operativo total ha presentado un crecimiento del 29,66% cerrando al corte en G. 3.729 millones.

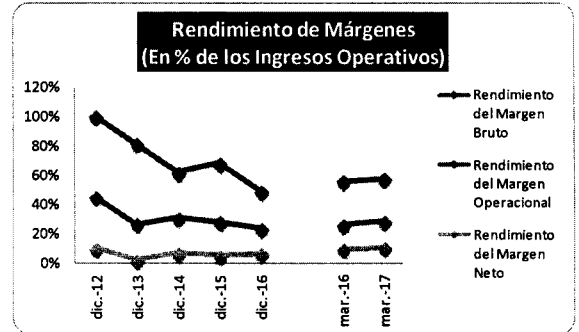


Por otro lado, se ha registrado un aumento de la utilidad bruta, a pesar del incremento interanual del 23,96 % de los costos, en donde los valores por servicios de alquiler y construcciones dentro del Barrio han crecido en G. 313 millones y G. 450 millones respectivamente. Con ello las ganancias brutas han cerrado en G. 2.150 millones, un 34,19% superior al corte anterior. Sin embargo, este nivel de resultados, han sido ajustado por un aumento de los gastos operativos, en donde los costos administrativos han sufrido un crecimiento del 24,49% interanual, cerrando con un total de gastos de G. 1.090 millones, una carga que abarca el 50,7% de los utilidades brutas. Esto sumado a los gastos financieros de G. 630 millones, han acotado sus márgenes netos antes de impuesto a G. 388 millones. No obstante, ha registrado una mejor performance con un crecimiento interanual del 40,19%.



Por ello, Rectora ha alcanzado indicadores de rentabilidad anualizados de ROA y ROE de 3,3% y 6,4% respectivamente, siendo relativamente superiores a lo registrado respecto a su promedio histórico. Por su parte, el rendimiento de los márgenes ha demostrado levemente mejores resultados, producto del mayor crecimiento de los ingresos frente a los costos, al cierre del periodo los rendimientos operativos 28% vs 26% del corte anterior y permaneciendo estables sus rendimientos netos en 10% en comparación al periodo de marzo 2016, aunque inferiores a los 23% observado en marzo 2015.

La compañía ha invertido durante el 2016 en la culminación y consolidación del patio de comidas del Shopping La Rural, por lo que se ha previsto un aumento interanual de los ingresos en concepto de alquileres, con una constante reasignación de precios año a año. Por otra parte, la construcción de casas de parte de la división de Rectora Construcciones ha registrado un incremento importante en las facturaciones en donde actualmente se presentan 10 duplex y 4 casas en obras dentro del Barrio Cerrado y a la espera de contar con 35 viviendas para el 2017, lo que permitirá un aumento de los flujos de ingresos de la Compañía para los próximos periodos, además del constante revalúo de los lotes en el mismo, considerando el incremento natural del valor de los terrenos, conforme a la culminación de las instalaciones para la inauguración de Arapoty.



SOLVENCIA Y CAPITALIZACIÓN

Razonable posición patrimonial en relación a las obligaciones terceros, a partir del incremento de revalúo de bienes y última capitalización registrada

La compañía ha reflejado una adecuada posición de solvencia en los periodos analizados, dicho comportamiento se ha mantenido a lo largo de su histórico, luego de la última capitalización realizada en el año 2012, elevándose su capital integrado a G. 20.000 millones.

Cabe señalar que el crecimiento del patrimonio se debe principalmente al aumento de las reservas, como es el caso de las reservas de revalúo, por la característica propia del rubro de inmuebles con que cuenta Rectora. En ese sentido, las reservas han cerrado a marzo 2017 en G. 4.652 millones con una variación interanual del 24,04%. Del mismo modo, el compromiso de los accionistas se ve reflejado en el aumento de los resultados acumulados, con una variación interanual del 68,47%, totalizando G. 2.285 millones. Por lo que el patrimonio neto total ha ascendido a G. 27.325 millones frente a los G. 25.417 millones del corte anterior.

Por su parte, se ha decidido en la asamblea general la distribución de utilidades por G. 580 millones, los cuales serán amortizados de forma mensual durante el presente ejercicio, a fin de preservar la exposición de liquidez para el giro de sus negocios, caracterizados por bajas rotaciones, gastos elevados y uso intensivo de capital. Al cierre del periodo analizado, el patrimonio representa el 52% de los activos totales de la Firma.

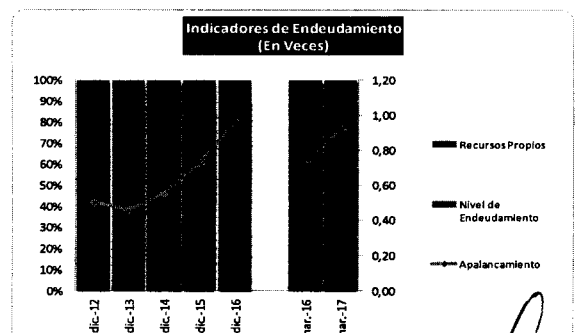
ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Crecimiento de los niveles de endeudamiento y apalancamiento unido a la última emisión de bonos y préstamos financieros, acompañado aún de una baja cobertura de gastos financieros

Conforme a los últimos periodos analizados, la Firma ha demostrado un crecimiento en los niveles de endeudamiento, correspondientes a la emisión de bonos al mercado de valores y los créditos obtenidos a fin de realizar inversiones tanto en el centro comercial como en el barrio cerrado Arapoty y loteamientos en varias zonas del departamento Central y Cordillera.

En ese sentido, al cierre del corte analizado Rectora ha registrado un gradual incremento en los niveles de endeudamiento, cerrando en 0,48 veces con recursos de terceros y 0,52 veces con recursos propios, frente a los 0,42 y 0,58 veces, respectivamente, registrados en el periodo anterior. Si bien sus pasivos corrientes han disminuido en un 15,94%, las obligaciones no corrientes han crecido un 63,49%, explicado por el financiamiento obtenido en el mercado bursátil y nuevas deudas con una financiera de plaza.

En cuanto a los activos totales de la compañía, se ha observado un crecimiento del 19% interanual, conforme a la ampliación de la cartera de clientes, con nuevos loteamientos y clientes del Shopping, con relación a ello, la cartera ha aumentado en un 78,71% de un periodo a

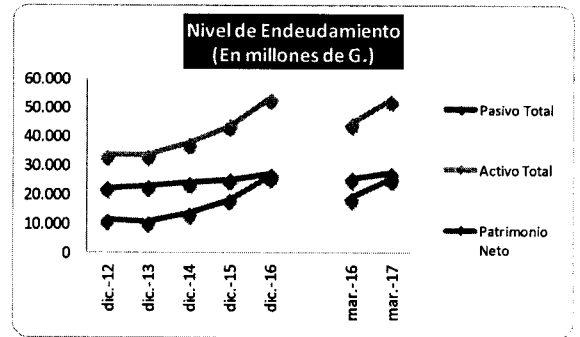




otro, totalizando G. 5.371 millones. Si bien mantiene un grado importante de inmovilización de activos, estos son características propias de la industria inmobiliaria, con ajustados niveles de liquidez. A su vez, el ratio de cobertura de activo permanente ha sido de 0,97 veces frente a 1,02 veces del corte pasado, permaneciendo a niveles estables.

Los niveles de apalancamiento observados han registrado un incremento respecto al corte pasado, cerrando en 0,92 veces vs. 0,74 veces registrado el periodo anterior. Ahora bien, cabe señalar que dicho indicador se ha mantenido en niveles razonables en los últimos años como consecuencia de la capitalización realizada de efectivo y reservas de revalúo (2012). Esto representa una característica propia de la industria donde opera con lentos periodos de realización de negocios.

Por su parte, luego de la reestructuración de compromisos registrada en el periodo 2015, la Firma ha incurrido en nuevas deudas durante el periodo 2016, con garantía hipotecaria, para realizar inversiones en el barrio cerrado Arapoty y construcción de viviendas dentro de la misma y ha emitido bonos en el mercado de valores por G. 5.000 millones. No obstante, la cobertura de gastos financieros se ha mantenido estable en relación a su promedio histórico, cerrando al corte en 1,68 veces, explicados por un gradual incremento en las facturaciones de los últimos periodos.



CALIDAD DE ACTIVOS

Cartera de clientes camino a fortalecerse, con mayores clientes en el Shopping y loteamientos

La compañía ha demostrado en el último periodo analizado, un crecimiento de la cartera de créditos, sin embargo, la proporciones de ésta respecto a los activos corrientes permanece aún en niveles acotados, cerrando en la suma de G. 5.371 millones (21,98%) del total corriente. No obstante, se ha observado un incremento interanual de la misma en un 78,71% (G. 2.365 millones), producto de mayores créditos con los locatarios del centro comercial, clientes en el barrio cerrado Arapoty, y un crédito a Eterna AGISA, una empresa perteneciente a los mismos accionistas que Rectora S.A.E.

Al cierre del periodo, la firma no cuenta con una política de constitución de provisiones por créditos en gestión judicial. Si bien su cartera contingente ha disminuido de forma interanual en G. 160 millones (25,57%), la misma representa el 8,65% de la cartera total, con un valor a marzo 2017 de G. 465 millones.

Cabe señalar que la firma deriva sus carteras morosas a estudios jurídicos, quienes son los encargados de litigar con los deudores, en donde de manera mensual se van presentando los reportes y las instancias en que se encuentran cada uno de los casos en juicio.

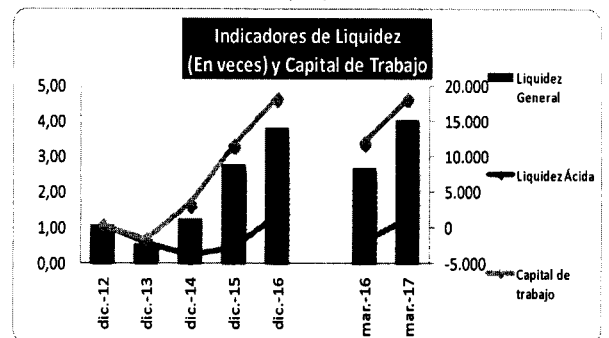
LIQUIDEZ Y FONDEO

Niveles de liquidez ajustados, debido al grado de inmovilización de activos sumados a la estructura de fondeo de corto periodo de realización

Si bien la compañía presenta mejores indicadores de liquidez con respecto al periodo anterior, se ha observado el extenso periodo de realización de negocios, reflejados en los nuevos recursos obtenidos con terceros, como la emisión de bonos y con entidades financieras, para la realización de las inversiones previstas.

En tal sentido, se ha demostrado que al corte las disponibilidades de la empresa representan solo el 1,64% (G. 400 millones) de los activos corrientes, mientras que los créditos corrientes totalizan el 21,98% (G. 5.371 millones), quedando los bienes de cambio y otros corrientes en 76,38% (G. 18.661 millones). Esto representa un acotado calce de liquidez, característica propia de la industria inmobiliaria con un grado importante de inmovilización de activos. Asimismo mantiene un nivel de pasivos corrientes de G. 6.016 millones y no corrientes de G. 19.218 millones, luego de la reestructuración realizada.

No obstante, se ha registrado una mejora en los indicadores al corte analizado, el ratio de liquidez general ha cerrado en 4,06 veces vs 2,68 veces de marzo 2016. Asimismo, la prueba ácida ha arrojado 1,26 veces sobre las 0,62 veces del corte anterior. Cabe señalar que para velar el cumplimiento de sus compromisos, la firma depende directamente de la efectivización de sus bienes.



Por otra parte, la dependencia de inventarios ha presentado ajustes como lo observado en los últimos años, al corte analizado a cerrado en 0,01 veces vs 0,27 veces del periodo anterior, producto del crecimiento en un 78,71% de los créditos obtenidos y la disminución del 15,94% de los pasivos corrientes.

Solventa aguardará la evolución de sus ingresos, con las inversiones realizadas en los últimos periodos así como la maduración de su cartera pasiva de modo a observar el cumplimiento de sus compromisos asumidos.

GESTIÓN Y ACTIVIDAD

Gradual incremento en ingresos por construcción de viviendas, lotes y alquileres con perspectivas positivas de crecimiento

Rectora ha demostrado una mejor performance en cuanto a la gestión comercial durante el periodo analizado, impulsado por el crecimiento de sus ingresos, especialmente en el sector de construcciones en Arapoty y mayores recaudaciones de alquileres en el Shopping la Rural. Por su parte, las facturaciones han aumentado interanualmente en un 191,22% (G. 1.145 millones) en obras de viviendas, 20,7% (G. 187 millones) en arrendamientos de locales comerciales.

Si bien las recaudaciones por lotes del barrio cerrado ha caído un 40,27% (G. 459 millones), la cartera de créditos por las colocaciones han subido en un 49,61% (G. 474 millones) entre un periodo y otro. De ese modo, la valorización y reajuste de precios de los lotes del barrio cerrado han sido compensados con la puesta en obra de dúplex y casas dentro del predio. Con ello, al cierre del periodo han obtenido unos ingresos totales de G. 3.729 millones, un incremento interanual del 29,66%.

En relación a los créditos totales, éstos han presentado un crecimiento del 78,71% (G. 2.365 millones) en donde se destacan la cartera de clientes con el Shopping la Rural, Arapoty, así como una firma de los accionistas Eterna S.A. Por otra parte, en cuanto a los bienes de cambio, la Firma se ha enfocado a lo largo del 2016, a las construcciones edilicias y de dúplex, presentando un crecimiento del 220,03% (G. 2.154 millones) entre un periodo y otro, manteniendo la oferta de lotes de manera estable, cerrando el total de inventarios en G. 16.865 millones.

En cuanto a los indicadores, se ha registrado que mantiene un bajo nivel de rotación de inventarios, situado en 0,1 veces, característica propia de la industria inmobiliaria. Sin embargo se ha registrado una mejora en el periodo de rotación pasando de 1045 días a 962 días, significando un menor plazo para efectuar sus ventas, del mismo modo lo ha acompañado su ciclo operacional con una disminución de 1139 días a 1091 días.

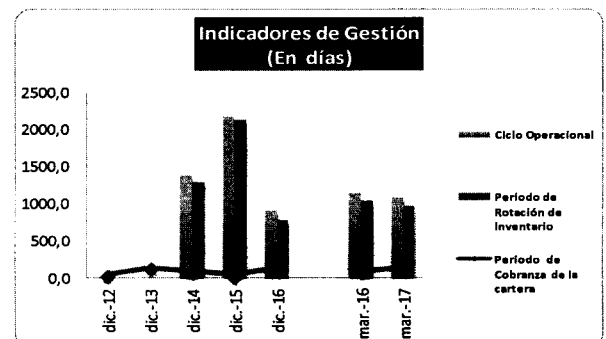
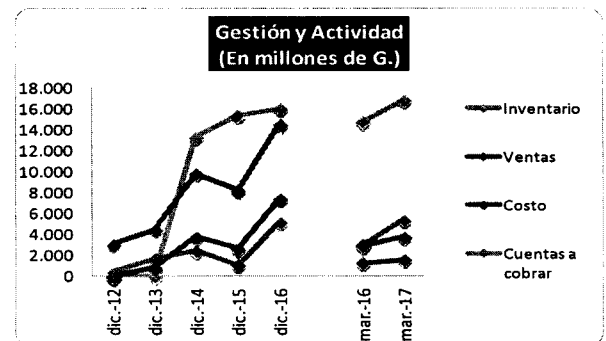
Asimismo, la rotación de cuentas a cobrar de la empresa ha pasado a 0,7 veces, inferior a los 1,0 veces de marzo 2016, debido al aumento de los créditos, lo cual ha repercutido en un mayor periodo cobranza pasando desde 94 días a 130 días.

FLUJO DE CAJA. PERIODO MAYO-2017/DIC-2026

La empresa ha actualizado las proyecciones del flujo de caja para el periodo de tiempo considerado, coincidente con la duración del Programa de Emisión Global G1. En dicho flujo se detallan los recursos provenientes de las actividades operativas y financieras de la Firma, así como los egresos previstos por gastos operativos y amortizaciones financieras, incluso por la distribución de utilidades de los siguientes años.

En tal sentido, por el lado de los ingresos, la empresa ha estimado la venta de terrenos correspondientes al Barrio Cerrado Arapoty, cuyos precios podrían si bien podrían actualizarse por la valorización de la zona, se mantendrían fijos para los próximos años. Asimismo, complementariamente, ha proyectado la negociación de 6 inmuebles al contado por año, además de los ingresos por los terrenos vendidos a crédito.

Por otra parte, se ha previsto la construcción de propiedades dentro del predio hasta el 2020 a un ritmo de construcción de 3 casas por año, acompañado de 4 edificaciones de dúplex, así como la financiación propia de los terrenos por los loteamientos con que cuenta en los Departamentos de Central y Cordillera y la nueva adquisición de un predio en la ciudad de Atyra próximamente a lotearse con sus ingresos futuros respectivos por ventas. Con ello, la sociedad ha demostrado que el sector de construcciones es el más importante en recaudaciones.





Otra fuente importante de ingresos se refiere al arrendamiento de locales correspondientes al Shopping La Rural. En tal sentido, se ha proyectado un crecimiento gradual a lo largo de los periodos, con reajustes en las tarifas de alquiler después de las últimas inversiones realizadas como la terminación del patio de comidas y cambio de fachada del lugar. Adicionalmente, se ha considerado ingresos por la construcción de 2 proyectos en ejecución, como los edificios "De los Heroes" y "Zuba" durante el 2017 y 2018. Cabe señalar que si bien en el flujo de caja se registran ingresos y egresos en estos conceptos, la financiación de dichas obras son realizadas por inversionistas externos y los pagos serán contra presentación de certificación de obras, en donde Rectora se encargará de la puesta de materiales y mano de obra, por la cual estará recibiendo ingresos netos como constructora encargada de las obras.

Para julio del presente periodo se ha estimado la emisión de la tercera serie del PEG G1 por G. 2.500 millones a fin de continuar con las inversiones en construcciones de dúplex y la compra de terrenos para loteamientos. Otro aspecto considerado ha sido que no se ha previsto nuevos créditos bancarios durante los próximos periodos, si bien cuenta con líneas de crédito disponibles contra garantía hipotecaria en entidades financieras, lo que supone que Rectora generará ingresos suficientes para cumplir sus obligaciones bancarias, operativas y bursátiles en los plazos acordados. No obstante, cabe señalar que la empresa ha registrado nuevos préstamos con entidades financieras durante el año 2016, para complementar el capital operativo del referido ejercicio.

Asimismo, los pagos de capital de las series emitidas se realizarán en los años posteriores a partir del 2019, conforme a los vencimientos pactados, quedando la posibilidad de realizar una próxima emisión con un saldo del PEG G1 de G. 2.500 millones.

Finalmente, para lograr el desarrollo estimado del flujo de caja, Rectora deberá alcanzar los ingresos por ventas de terrenos y lotes trazados, en un mercado con una importante competencia y la necesidad de una constante financiación externa para la realización de las inversiones previstas. Por otro lado, el flujo de ingresos se enfocará al sector de construcciones con importantes proyectos para el presente año con obras de viviendas y edificios, con sus correspondientes costos. Sin embargo, un aspecto que podría influir en el calce final de la firma es la disponibilidad de líneas con entidades bancarias, dado el nivel de garantías otorgados, y un remanente del PEG G1.



PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA ANUALES
EXPRESADO EN MILLONES DE GUARANIES

DETALLES	may-dic 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Saldo Inicial	98	2.788	2.774	1.362	1.327	4.587	5.922	8.810	12.287	15.410
INGRESOS										
Venta Terrenos	1.440	2.160	2.160	2.160	2.880	2.880	2.880	2.880	2.520	3.600
Ingresos Locales Libres	71	127	133	140	147	154	162	170	179	188
Ingresos Alquileres Rectora	309	593	678	711	828	910	955	1.003	1.053	1.108
Ingr. Alquileres Shopping en US\$	268	420	441	463	486	510	536	563	591	620
Ingr. Alquileres Shopping en Gs	2.492	3.950	4.154	4.362	5.471	4.825	5.067	5.320	5.586	6.394
Ingr. Patio de Comidas	250	391	410	431	452	475	499	524	550	578
Ingresos Pantalla LED	44	46	49	51	53	56	59	62	65	68
Ventas Credito Realizadas	1.139	560	437	127	0	0	0	0	0	0
Entrega Inicial Vta. Terreno Credito	108	108	144	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Cuotas Vta. Terre. Credito	76	286	555	701	701	701	701	701	701	701
Ingresos Loteamientos A.D.	355	363	340	332	330	328	326	318	317	252
Ingresos Loteamientos C.M.	215	313	299	288	249	237	233	218	209	173
Ingreso Loteamiento Atyra	0	514	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100
Proyec. Venta de duplex financiado	301	543	1.146	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150
Ingresos Const. Duplex Actual	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos por Const. Casas Actuales	294	479	160	64	11	0	0	0	0	0
Ingresos Proyec. Construcción Casas	2.550	5.400	4.950	450	0	0	0	0	0	0
Ingresos Loteamiento I	0	0	533	1.121	1.121	1.121	1.121	1.121	1.121	1.121
Ingresos Loteamiento II	0	0	0	0	533	1.121	1.121	1.121	1.121	1.121
Ingresos Loteamiento III	0	0	0	0	0	0	533	1.121	1.121	1.121
Comisión Loteamientos	191	210	231	254	279	0	0	0	0	0
Edificio de los Heroes Fndo de la Mora	3.000	4.050	0	0	0	0	0	0	0	0
Edificio Zuba	2.190	2.190	0	0	0	0	0	0	0	0
Tinglado	385	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Maq, Estac. Public)	120	189	198	208	219	230	241	253	266	279
INGRESOS OPERATIVOS	15.797	22.893	18.119	14.114	16.012	15.800	16.685	17.627	17.650	19.576
Emission de Bonos	2.500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
INGRESOS FINANCIEROS	2.500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL INGRESOS	18.297	22.893	18.119	14.114	16.012	15.800	16.685	17.627	17.650	19.576
EGRESOS										
Salarios Rectora	-1.391	-2.055	-2.157	-2.265	-2.378	-2.497	-2.622	-2.753	-2.891	-3.036
Carga Social	-196	-290	-305	-320	-336	-353	-370	-389	-408	-429
Gastos en Dólares	-27	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos en Guaranies	-1.089	-1.202	-1.262	-1.325	-1.391	-1.461	-1.534	-1.610	-1.691	-1.775
Construcción Duplex Actuales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Construcción Casas Actuales	-308	-479	-160	-64	-11	0	0	0	0	0
Costo Proyec. Vta. 12 Duplex Cr.	-658	-1.197	-1.197	0	0	0	0	0	0	0
Proyec. Construcción de Casas	-1.266	-3.966	-3.881	-1.013	0	0	0	0	0	0
Remodelación Shopping	-50	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Compra Terrenos Atyra	-900	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Edificio de los Heroes Fndo de la Mora	-3.120	-3.159	0	0	0	0	0	0	0	0
Edificio Zuba	-1.708	-2.278	0	0	0	0	0	0	0	0
Tinglado	-301	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros emprendimientos (Loteos)	0	-1.000	0	-1.000	0	-1.000	0	0	0	0
Retiro Utilidades	0	-1.500	-1.500	-2.000	-5.000	-8.000	-8.000	-8.000	-8.000	-8.000
Impuestos	-150	-350	-650	-750	-850	-1.155	-1.271	-1.398	-1.537	-1.691
EGRESOS OPERATIVOS	-11.165	-17.476	-11.113	-8.736	-9.966	-14.466	-13.797	-14.150	-14.528	-14.931
Caja Mutual de Coop. PY	-93	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamo Financiera Solar	-322	-898	-2.610	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Prést. Financiera Solar	-297	-369	199	0	0	0	0	0	0	0
Préstamo Bco. Familiar	-70	-105	-17	0	0	0	0	0	0	0
Préstamo Bco. Familiar	-407	-254	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Prést. Bco. Continental	-532	-608	-380	-152	0	0	0	0	0	0
Préstamo Bco. Continental	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	0	0	0	0	0	0
Intereses Bonos 2016 I	-280	-374	-374	-285	0	0	0	0	0	0
Capital Bonos 2016 I	0	0	0	-2.501	0	0	0	0	0	0
Intereses Bonos 2016 II	-247	-349	-262	0	0	0	0	0	0	0
Capital Bonos 2016 II	0	0	-2.501	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Bonos 2017 III	-93	-374	-374	-374	-285	0	0	0	0	0
Capital Bonos 2017 III	0	0	0	0	-2.501	0	0	0	0	0
EGRESOS FINANCIEROS	-4.442	-5.431	-8.419	-5.411	-2.786	0	0	0	0	0
TOTAL EGRESOS	-15.608	-22.906	-19.532	-14.148	-12.752	-14.466	-13.797	-14.150	-14.528	-14.931
CALCE OPERATIVO POR AÑO	4.632	5.417	7.007	5.377	6.046	1.334	2.888	3.476	3.123	4.645
CALCE FINANCIERO POR AÑO	-1.942	-5.431	-8.419	-5.411	-2.786	0	0	0	0	0
SALDO DE CAJA	2.788	2.774	1.362	1.327	4.587	5.922	8.810	12.287	15.410	20.055

FUENTE: Flujo de Caja proporcionado por Rectora SAE



RECTORA S.A.E.

RESUMEN ESTADÍSTICO - SITUACIÓN PATRIMONIAL, ECONÓMICO-FINANCIERO

(En millones de guaraníes, números de veces y porcentajes)

PRINCIPALES CUENTAS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-16	mar-17	Variación
Disponibilidades	470	155	424	155	1.356	97	400	310,9%
Créditos Cte.	402	1.667	2.430	1.053	5.142	3.005	5.371	78,7%
Bienes de Cambio	0	0	13.307	15.399	16.023	14.783	16.865	14,1%
Activo Corriente	3.223	2.073	16.526	18.320	25.012	19.210	24.432	27,2%
Activos Intangibles	500	500	500	575	0	575	0	-100,0%
Bienes de Uso	29.714	30.707	20.402	24.378	27.941	24.382	28.127	15,4%
Activo No Corriente	30.214	31.207	20.902	24.953	27.941	24.958	28.127	12,7%
Total Activos	33.437	33.280	37.428	43.273	52.953	44.168	52.559	19,0%
Préstamos Comerciales	130	249	580	357	520	276	728	164,1%
Préstamos Financieros	2.057	2.897	11.625	5.923	5.912	5.669	5.124	-9,6%
Deudas Diversas	9	5	685	308	87	353	163	-53,9%
Pasivo Corriente	2.987	3.677	13.153	6.589	6.519	7.157	6.016	-15,9%
Préstamos Financieros	8.070	6.604	0	11.246	18.386	11.246	18.386	63,5%
Deudas Diversas	214	228	226	331	1.111	347	832	139,7%
Pasivo No Corriente	8.284	6.832	226	11.577	19.497	11.593	19.218	65,8%
Total Pasivos	11.271	10.510	13.379	18.166	26.016	18.750	25.234	34,6%
Capital	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	0,0%
Reservas	1.932	2.455	3.062	3.751	4.652	3.751	4.652	24,0%
Resultados	233	315	987	1.356	2.285	1.666	2.672	60,4%
Patrimonio Neto	22.166	22.770	24.049	25.107	26.937	25.417	27.325	7,5%
Patrimonio Neto + Pasivo	33.437	33.280	37.428	43.273	52.953	44.167	52.559	19,0%
ESTADO DE RESULTADOS								
Ingresos Operativos	3.062	4.414	9.819	8.221	14.475	2.876	3.729	29,7%
Costos	0	815	3.742	2.610	7.360	1.273	1.578	24,0%
Utilidad Bruta	3.062	3.599	6.076	5.611	7.115	1.603	2.150	34,2%
Gastos de Administración	935	2.211	2.836	3.253	3.693	845	1.051	24,5%
Resultado Operativo	1.364	1.153	3.032	2.285	3.381	743	1.060	42,6%
Gastos Financieros	1.061	1.062	2.286	1.712	2.294	432	630	45,6%
Resultado Neto antes de Impuestos	304	91	746	491	1.087	311	431	38,5%
Resultado del Ejercicio	299	82	672	419	929	276	388	40,2%
INDICADORES								
SOLVENCIA Y LEVERAGE								Diferencia
Nivel de Endeudamiento	0,34	0,32	0,36	0,42	0,49	0,42	0,48	0,06
Recurso Propios	0,66	0,68	0,64	0,58	0,51	0,58	0,52	-0,06
Apalancamiento	0,51	0,46	0,56	0,72	0,97	0,74	0,92	0,19
Cobertura de Gastos Financieros	1,29	1,09	1,33	1,33	1,47	1,72	1,68	-0,04
GESTIÓN								
Rotación de Inventario	n/a	n/a	0,3	0,2	0,5	0,1	0,1	0,01
Rotación de Cartera	7,6	2,6	4,0	7,8	3	1	1	-0,26
Ciclo Operacional (en días)	n/a	n/a	1.369	2.170	912	1139	1091	-48
Tasa de Morosidad	0,00%	0,00%	24,95%	61,16%	9,04%	20,77%	8,65%	-12,12%
RENTABILIDAD								
Rentabilidad sobre los Activos (ROA)	0,9%	0,3%	2,0%	1,1%	2,1%	2,8%	3,3%	0,5%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	1,4%	0,4%	3,1%	2,0%	4,2%	5,0%	6,4%	1,4%
LIQUIDEZ								
Liquidez General	1,08	0,56	1,26	2,78	3,84	2,68	4,06	1,38
Liquidez de Prueba Ácida	1,08	0,56	0,24	0,44	1,38	0,62	1,26	0,64
Capital de Trabajo	236	-1.605	3.372	11.731	18.493	12.054	18.416	6362

Fuente: EE.CC. de Rectora Periodo 2012/16, y cortes de Marzo 2016 y 2017.



CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

Rectora S.A.E. luego de la modificación de sus estatutos y de la adecuación a los requerimientos normativos del mercado de valores ha realizado su primera emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global G1, que contempla un monto y plazo de vencimiento máximo de G. 10.000 millones y 3.650 días (10 años), respectivamente, según Acta de Directorio N° 127 del 10/06/2015. La empresa ha realizado en agosto de 2016 la emisión de las series 1 y 2 de G. 2.500 millones cada una, quedando un saldo de G. 5.000 millones, y cuyas condiciones de emisión serán definidas en cada serie complementaria.

Cabe señalar que el referido programa prevé la posibilidad del rescate anticipado de los títulos emitidos a acuerdo a lo establecido en la BVPASA, mientras que no contempla resguardos ni garantías especiales para el mismo.

RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL

CARACTERÍSTICAS	DETALLES			
EMISOR	Rectora S.A.E.			
APROBADO POR DIRECTORIO	Acta de Directorio N° 127 y N° 138, de fechas 10/06/2015 y 28/03/2016, respectivamente.			
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	G1			
MONEDA MÁXIMO DEL PROGRAMA	G. 10.000.000.000			
MONTO EMITIDO Y COLOCADO	G. 5.000.000.000			
SALDO PENDIENTE DE EMISIÓN	G. 5.000.000.000			
SERIES EMITIDAS	MONTO	TASA	PAGO DE INTERES	VENCIMIENTO
SERIE 1	G. 2.500.000.000	15%	Trimestral	04/08/2020
SERIE 2	G. 2.500.000.000	14%	Trimestral	23/08/2019
PLAZO DE VENCIMIENTO	Entre 365 (1 año) y 3.650 días (10 años).			
DESTINO DE FONDOS	Los recursos obtenidos mediante esta emisión, serán destinados a 1) El Proyecto del Barrio Cerrado Arapoty (Construcción de casas, muro perimetral, plazas, asfaltado de caminos internos, etc.), hasta el 60% del monto del programa. (2) La ampliación del Shopping La Rural hasta el 10% del monto del programa, y (3) Emprendimientos de loteamiento, hasta el 50% del monto del programa.			
FORMA DE PAGO DE CAPITAL E INTERESES	A ser definidos en cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente Programa.			
GARANTÍA	Común, a sola firma.			
RESCATE ANTICIPADO	Conforme a lo establecido en la Ley 1.284/98, en la Res. BVPASA 1013/11 y lo dispuesto en el por el emisor, que tiene la facultad de realizar rescates parciales o totales de los títulos de deuda emitidos en las Series afectadas.			
PROCEDIMIENTO DE INCUMPLIMIENTO	Se dispondrá lo establecido en el Capítulo VII del Reglamento del SEN.			
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Valores Casa de bolsa S.A.			
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Valores Casa de bolsa S.A.			

Fuente: Prospecto de Emisión Global G1 y Series Complementarias de la Serie 1 y 2

RESUMEN DE SERIES COLOCADAS

Rectora S.A.E. se encuentra registrada como emisora de títulos de deuda en la Comisión Nacional de Valores. A la fecha la compañía ha emitido su primer Programa de Emisión Global, denominado G1, con el objetivo de realizar proyectos de inversión inmobiliaria.

De esta forma, la empresa mantiene series vigentes del PEG G1, las cuales han sido colocadas mediante las denominaciones N°1 y N°2 en el mercado de valores, quedando un saldo remanente del programa inicial de G. 5.000 millones.

RESUMEN DE SERIES EMITIDAS DEL PEG G1

Serie	Resolución	Emision	Moneda	Monto Emitido	Monto colocado	Vencimiento
1	CNV N° 43E/15	05/08/2016	Gs	2.500.000.000	2.500.000.000	04/08/2020
2	CNV N° 43E/16	31/08/2016	Gs	2.500.000.000	2.500.000.000	23/08/2019

Fuente: Programas Complementarios de la Emisión Global G1



ANEXO I

Nota: El Informe fue preparado en base a los Estados Financieros anuales correspondientes al periodo 2012/2016 y trimestrales de marzo 2016 y 2017, así como el flujo de caja proyectado suministrado por la empresa. Con ello, se ha realizado el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos como de antecedentes. Adicionalmente, se ha evaluado otras informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la empresa, los cuales han representado información representativa y suficiente para el proceso de calificación.

La calificación del Programa de Emisión Global G1 de Rectora S.A.E. se ha sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud a lo establecido en la Ley N° 3899/09 y la Resolución CNV N° 1241/09 de la Comisión Nacional de Valores, así como de los procedimientos normales de calificación de Solventa.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados Contables anuales de los periodos 2012/2016 y trimestrales de marzo de 2016 y 2017.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política Comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos.
5. Estructura de Financiamiento, detalles de sus pasivos.
6. Composición y participación accionaria, así como la vinculación con otras empresas.
7. Composición de Directorio y análisis de la Propiedad.
8. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
9. Flujo de Caja proyectado del periodo May-2017/ Dic-2026, con su respectivo escenario y supuestos.
10. Programa de Emisión Global G1, y complementarios de las series emitidas.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados financieros históricos para evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. La cartera de créditos y calidad de activos para medir la gestión crediticia (morosidad y siniestralidad de cartera).
3. Estructura del pasivo para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad en su desempeño, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
6. Desempeño histórico de la empresa respecto a temas comerciales y financieros.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Características del Programa de Emisión Global G1 y el resumen de las series realizadas.



La calificación de riesgos del Programa de Emisión Global G1 de **RECTORA S.A.E.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN SEPTIEMBRE/2015	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN MAYO/2016
P.E.G. G1	pyBB	pyBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE

Fecha de 2ª actualización: 26 de junio de 2017

Fecha de publicación: 26 de junio de 2017

Corte de calificación: 31 de marzo de 2017.

Resolución de aprobación CNV N°: 43E/16 de fecha 22 de julio de 2016.

Calificadora: Solventa S.A. Calificadora de Riesgo
Edificio San Bernardo 2º Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |
Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@solventa.com.py

RECTORA S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1	pyBB	ESTABLE

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.

Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

NOTA: “La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones”.


El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa Calificadora de Riesgo, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución 1241/09 y 1260/10 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Mayor información sobre esta calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por: 
César Candia
Analista de Riesgo