

RECTORA S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G1

MONTO MÁXIMO: G. 10.000 Millones

CORTE DE CALIFICACIÓN: 31 DE MARZO DE 2018

CALIFICACIÓN	FECHA DE 2ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 3ª ACTUALIZACIÓN
		JUNIO/2017
P.E.G. G1	pyBB	pyBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE

Analista: César F. 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 INTERES	A ser definida en cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente Programa.
ENCIMIENTO	Entre 365 días (1 año) a 3.650 días (10 años)
PDAS	Monto emitido 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 80% 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.
REBASCANTE 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.

Fuente: Prospecto de Emisión Global G1 de la Rectora S.A.E.

FUNDAMENTOS

La ratificación de la calificación del Programa de Emisión Global G1 (PEG G1) de Rectora S.A.E. responde a la gradual maduración y evolución de los ingresos, principalmente por la comercialización de terrenos y construcción de viviendas del barrio cerrado Arapoty, con una financiación de más largo plazo, así como por los alquileres mensuales provenientes del arrendamiento y la administración de los locales comerciales del Shopping La Rural (Bloque B).

Adicionalmente, recoge la reciente revalorización de su centro comercial y su consecuente efecto patrimonial, tanto en reservas como de capital, al igual que los proyectos estratégicos asociados en curso. Asimismo, incorpora las acciones implementadas por su conducción estratégica en términos comerciales, de administración y organización interna.

En contrapartida, considera aún el mantenimiento de elevados ciclos operacionales de negocios, asociados a las bajas cuotas y extensos periodos de cobranzas, además de los importantes recursos conservados en mercaderías y activos fijos. Igualmente, contempla la continua necesidad de financiamiento y de perfilamiento de su pasivo a más largo plazo para calzar su flujo de caja operativo y de inversiones, así como para acompañar la maduración de sus proyectos inmobiliarios.

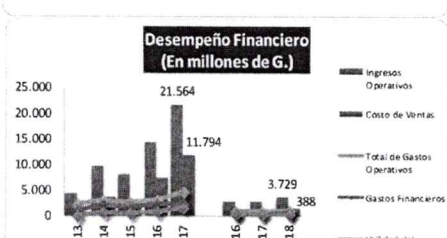
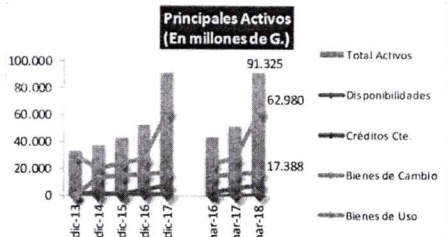
Otro aspecto importante se refiere a los acotados márgenes de rentabilidad sumada a la estructura de costos y gastos, los cuales a su vez inciden en una baja cobertura de gastos financieros y de reinversión de recursos propios.

Rectora S.A.E. opera en el mercado inmobiliario desde el año 1981, y se encarga de la administración de lotes propios y de terceros, arrendamientos de locales comerciales del Shopping la Rural (Bloque B), así como construcción de viviendas y comercialización de terrenos dentro del barrio Arapoty. Asimismo, fracciona y vende lotes dentro del Departamento Central y Cordillera, además de desarrollar otros proyectos edilicios a través de la asociación y financiación de terceros, como la construcción de los edificios de los Héroes y Zuba. La administración y propiedad de la firma se mantiene a cargo de sus accionistas, uno de ellos con directa participación en su supervisión y gerenciamiento.

En cuanto a la comercialización de sus inmuebles, cuenta con la modalidad al contado y/o planes de financiación propia de lotes hasta 10 años de plazo, y 5 años para los terrenos del barrio Arapoty. Asimismo, posee alianzas estratégicas con entidades bancarias para su financiación, ya sean para construcciones de viviendas dentro del barrio o compra de lotes. Respecto a los alquileres de locales del centro comercial, se realizan contratos en donde se estipulan las condiciones de pago, la duración, tipo de moneda y servicios incluidos.

Cabe señalar que Rectora ha comercializado hasta el corte analizado 98 lotes de los 192 terrenos fraccionados dentro del barrio cerrado Arapoty, mientras que por el otro mantiene un porcentaje elevado de locales alquilados, excepto aquellos en vías de modificación. Actualmente, se encarga de la construcción y posterior administración de nuevos locales en construcción, adyacentes al Shopping La Rural, cuya financiación proviene de un tercero.

La venta de lotes a créditos contempla contratos con cláusulas de recuperación de los bienes en caso de incumplimiento continuo de los pagos acordados, con todas





las remodelaciones realizadas al inmueble. Por otra parte, cuenta con políticas de provisiones para malos créditos, aplicando el 100% de las mismas a la cartera judicializada.

Con respecto al desempeño financiero, la compañía ha registrado mayores ingresos operativos a partir del crecimiento en ventas de terrenos en Arapoty, fracciones loteadas y construcción de viviendas, así como por la administración de loteamientos y edificios de terceros. Sin embargo, esto ha sido acompañado por el incremento de los costos y gastos, que han crecido de manera importante durante el periodo analizado y han ajustado sus márgenes. En tal sentido, los ingresos totales han cerrado en G. 5.755 millones al cierre de marzo 2018, superior interanualmente en 54,33%, mientras que los costos y gastos totales han alcanzado G. 4.461 millones, versus G. 2.669 millones de este corte del periodo anterior.

Esto último, ha acotado la generación de mayores resultados, cerrando con un EBITDA de G. 1.321 millones, levemente inferior a los G. 1.743 millones de marzo 2017. Cabe señalar que, si bien los gastos financieros absorben una proporción importante de los resultados operativos, estos han disminuido entre los cortes interanuales, lo que ha incidido favorablemente en la obtención de una utilidad de G. 585 millones, superior en 50,84% a lo observado en el corte de 2017. Los indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE han sido de 2,9% y 4,1%, respectivamente, ambos ajustados con relación al corte anterior por la revalorización de sus bienes de uso y crecimiento patrimonial, a través del revalúo técnico.

En cuanto a la estructura de sus pasivos, se ha observado que, durante el último periodo, la compañía ha crecido en préstamos financieros a corto plazo y deudas con proveedores, por lo que sus obligaciones corrientes han aumentado interanualmente en 39,91%. No obstante, si bien sus deudas a largo plazo han sufrido un ligero recorte del 4,48%, sus pasivos totales se han incrementado hasta G. 26.774 millones, superior en 6,10% a lo observado a marzo 2017.

TENDENCIA

La tendencia de la calificación es "Estable" tomando en cuenta la evolución de su base de negocios y el grado maduración de su barrio cerrado, juntamente con el desarrollo asociado de nuevos proyectos, así como el fraccionamiento y financiamiento de los lotes comercializados, sobre todo al considerar que ya no estiman importantes inversiones propias en los próximos años. Cabe señalar también que la última tasación realizada del shopping y por ende del crecimiento patrimonial, favorecen su cobertura de garantía real ante a sus acreedores.

Solventa seguirá monitoreando su desempeño comercial, en términos de ingresos y flujo de caja, así como del perfilamiento esperado de su estructura de fondeo a más largo plazo, en virtud a las acciones encaminadas durante el presente ejercicio. Asimismo, se encuentra a la expectativa de la evolución de los márgenes y la obtención de mayores niveles de eficiencia en su operatividad.

FORTALEZAS

- Conducción estratégica de sus accionistas en las operaciones de la compañía.
- Grupo económico familiar propietario de otras empresas dentro del país.
- Compromiso de sus accionistas con el desarrollo organizacional dentro de la compañía a través de la reestructuración interna realizada y cambios en la plana ejecutiva.
- Incrementada posición patrimonial, con el revalúo técnico de sus inmuebles y la posterior capitalización de estos.
- Posicionamiento estratégico de sus desarrollos inmobiliarios, en zonas de auge comercial y demográfico.
- Continuo crecimiento de sus ingresos, coherentes con la maduración de sus negocios.

RIESGOS

- Alta sensibilidad a los ciclos económicos de mercado y de la demanda de viviendas en el sector donde opere
- Industria de elevado requerimiento de capital operativo y cortos periodos de financiación.
- Ajustada posición de liquidez respecto al flujo de caja operativo y al grado de realización de su ciclo operacional.
- Oportunidades de mejora en cuanto al desarrollo de sistemas de información y control interno.
- Importante nivel de inmovilización de recursos, luego de las inversiones realizadas en sus principales desarrollos inmobiliarios, además de la compra de inmuebles para su posterior comercialización.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Comercialización de lotes, construcción de viviendas, desarrollador de proyectos y arrendamiento inmobiliarios como el Barrio Cerrado Arapoty y Bloque B del Shopping La Rural, además del fraccionamiento y venta de terrenos en los departamentos Central y Cordillera

Inicialmente constituida como Beckmann Paraguay S.A. en el año 1981 y luego modificada bajo escritura pública N.º 520 como Rectora S.A.C., la firma ha iniciado sus actividades comerciales mediante la administración de inmuebles y arrendamientos de sus propiedades ubicadas en el Gran Asunción, específicamente en las ciudades de Ypane, Itá, Limpio y Mariano Roque Alonso.



En el año 2012, juntamente con el Grupo Pueblo, han inaugurado Shopping La Rural que se encuentra dividida en dos bloques, siendo el bloque "B" propiedad de Rectora. La infraestructura del inmueble está compuesta actualmente 45 locales comerciales distribuidos en dos plantas, con estacionamiento frontal, bajo la administración de la empresa. Cabe destacar que la firma ha realizado una remodelación y mejoras del shopping durante el último periodo interanual.

Por otro lado, se encuentra a cargo de la construcción y desarrollo comercial de un inmueble adyacente al Shopping, perteneciente a un inversionista asociado. Por su parte, ha realizado cambios en la administración y gerenciamiento del centro comercial, buscando mejorar la rentabilidad del alquiler por metros cuadrados.

Rectora cuenta con oficinas administrativas y atención al cliente dentro del predio comercial, manteniendo una variada cartera de locatarios entre los que se destacan multi tiendas, financieras, aseguradoras, tiendas de ropa, bazar, imprentas, entre otras. El alquiler de los locales se realiza mediante contratos, con duraciones entre 2 o más años, en donde se detallan las formas de pago, tipo de moneda y condiciones generales. La ubicación estratégica del shopping ofrece un flujo constante de personas visitantes y clientes, con una ocupación del 85% de los locales disponibles al corte analizado.

Por su parte, el barrio cerrado Arapoty es un proyecto iniciado en el año 2013, cuya inauguración se realizará en el presente periodo, luego de las diversas inversiones y mejoras realizadas dentro del predio. El mismo, que se ubica sobre la Ruta N°3 Gral. Aquino Km 18,5, ofrece a los interesados un barrio de 10 hectáreas de extensión, con todos los servicios básicos, como tendido eléctrico, agua potable, alcantarillado sanitario, calles internas 100% asfaltadas, muro perimetral, espacios recreativos, cerco eléctrico y porteros de seguridad las 24 hs. del día.

Dentro del predio, Rectora cuenta con oficinas comerciales y administrativas, así como un staff de arquitectos quienes se encargan del asesoramiento a los clientes en cuanto a las construcciones que deseen realizar. Las negociaciones de los terrenos y edificaciones se realizan al contado o a crédito con financiación propia de hasta 60 meses para los lotes y 15 meses para la construcción de viviendas. Asimismo, cuenta con planes de financiación bancaria en donde el cliente recibe mayores plazos de crédito. Actualmente, de un total 90 disponibles, Rectora ofrece 40 lotes de 360 m² dentro del barrio cerrado para su comercialización, a un precio promedio de USD 90.000 conforme a la valorización registrada año tras año, además de las que se encuentra en reservas para la venta.

En cuanto a su organización comercial, la empresa posee 4 unidades de negocios, divididas en inmobiliaria, loteamientos, construcciones y emprendimientos.

La primera es la dedicada a la administración de inmuebles propios y de terceros, ventas, alquileres de salones comerciales y del Shopping La Rural. La división loteamientos se encarga de las ofertas de terrenos a potenciales clientes de las propiedades que posee en los departamentos Central y Cordillera.

En ese sentido, actualmente cuenta con dos fracciones disponibles Loma Linda I y Paraíso, por su parte, se encuentra en proceso, el loteamiento de un inmueble administrado en la ciudad de Arroyos y Esteros. Igualmente, se ha registrado el fraccionamiento de 20 hectáreas adquiridas alrededor de Loma Linda I, con lo que ha iniciado la comercialización de la fracción Loma Linda II durante el periodo 2017. Asimismo, se prevé el lanzamiento de las fracciones Villa Mariana y Loma Linda III para el segundo semestre del presente año, generando en conjunto una disponibilidad de 517 lotes a la venta.

Respecto a la unidad de Construcciones, se encuentra enfocada a los proyectos de viviendas familiares dentro del barrio cerrado, conformado por un equipo de arquitectos, contratistas y evaluadores. Igualmente, se encarga de la ejecución de obras edilicias, como el edificio de Los Héroes y Zuba, ambas inversiones realizadas por empresas tercerizadas de la cual Rectora es la responsable de la construcción, administración y comercialización de la primera, mientras que es encargada de las obras edilicias en la segunda.

Con relación a las edificaciones dentro del barrio cerrado, la empresa ha construido más de 18 viviendas entre casas y dúplex durante los periodos 2016 y 2017, pretendiendo alcanzar durante el periodo actual 35 viviendas en construcción y construidas. Durante el ejercicio analizado han negociado un total de 4 dúplex y actualmente se encuentran en obras 3 residencias.

Por último, la compañía posee una unidad dedicada a los Emprendimientos, apuntando al desarrollo de futuros proyectos, sean estos de construcciones, loteamientos o inmobiliarios, añadiendo un valor agregado a los productos ofrecidos por la firma. En ese sentido, el Shopping La Rural y el Barrio Cerrado han sido los mayores emprendimientos realizados por Rectora.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Adecuado posicionamiento a partir del desarrollo y la maduración de sus dos principales proyectos inmobiliarios, dentro de una industria marcada por una amplia oferta y elevados costos de financiamiento

Rectora S.A.E. desde sus inicios ha contemplado el desarrollo de proyectos inmobiliarios, a través del loteamiento de sus propiedades en las ciudades del departamento Central y Cordillera, así como arrendamientos de locales comerciales propios en lugares de auge económico, como lo es la ciudad de Mariano Roque Alonso.



En ese sentido, conforme a la evolución de las zonas de negocios en su área de influencia, han construido el Shopping La Rural, lo que le ha permitido un constante flujo de ingresos como retorno a las inversiones realizadas, además de permitir el desarrollo de nuevos proyectos, como el barrio cerrado Arapoty, de manera a expandir sus unidades de negocios.

De este modo, han incursionado en el área de construcciones de viviendas dentro del barrio, y edificios con inversiones de terceros, a través de la formación de un equipo de arquitectos y profesionales del rubro quienes brindan un asesoramiento a los compradores de lotes que deseen edificar en el predio.

Igualmente, cuenta con su división de loteamientos que presenta un continuo desarrollo dentro de su esquema de negocios, atendiendo la creciente demanda de terrenos en nuevas zonas de desarrollo demográfico y habitacional, convirtiéndose además en una manera de inversión para sus clientes.

Cabe señalar que, en el país existe un elevado déficit habitacional, particularmente para los sectores de menores ingresos, sector altamente informal que, en su mayoría, no cuenta con acceso a financiaciones bancarias de bajo costo y a largo plazo para la compra de terrenos y viviendas. Por ello, el desarrollo de nuevas urbanizaciones a precios atractivos y financiación propia son ventajas comparativas para las inmobiliarias, frente a los créditos ofrecidos por el Estado a través de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD).

Por otra parte, la economía local aún se encuentra en periodos de recuperación, por lo que las perspectivas de crecimiento del sector se ven atenuadas, además de tener en cuenta que la industria presenta una competencia elevada, sobre todo en los arrendamientos de locales comerciales y loteamientos, situaciones que no permiten un reajuste permanente de precios y así obtener mayores niveles de rentabilidad, si bien Rectora ha registrado un importante crecimiento en el sector de construcciones durante los últimos dos ejercicios, convirtiéndose en la principal fuente de ingresos y costos.

Históricamente, la industria inmobiliaria ha presentado dificultades en la realización de sus negocios, teniendo en cuenta que su segmento objetivo no cuenta generalmente con los recursos necesarios para la adquisición de lotes. Asimismo, los altos requerimientos de capital, extensos plazos de retorno de sus inversiones y cortos periodos de financiación bancaria presionan constantemente sus flujos de caja, incidiendo en sus niveles de liquidez, y en el mantenimiento de un adecuado calce financiero.

En ese sentido, los tiempos de cobranzas juegan un papel de suma importancia en la continuidad de sus unidades de negocios, considerando las elevadas inversiones realizadas en construcción de locales comerciales, viviendas y explotación de loteamientos, contemplando una cartera de clientes morosos en alquileres y lotes. No obstante, Rectora cuenta con garantías de recuperación de los inmuebles con todas las mejores realizadas, establecidos en las cláusulas de los contratos en caso de importantes atrasos en los pagos, además de contar con asesoría jurídica para el recupero efectivo de sus propiedades.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

La administración recae principalmente en uno de sus accionistas, que durante el último periodo ha iniciado una reestructuración interna de la organización, con nuevos proyectos asociados

Rectora S.A.E., cuenta con el respaldo de sus accionistas en la administración y conducción estratégica, siendo los jóvenes de la Familia Fernández Acevedo los que se encuentran al frente de la compañía desde hace 9 años. Los mismos han aportado una nueva visión comercial, así como una expansión de las unidades de negocios, apostando fuertemente al barrio cerrado y al sector de construcciones durante los últimos años.

En ese sentido, los cargos de presidencia y vicepresidencia son ocupados por los hijos del matrimonio, quedando el Socio fundador como miembro del directorio de manera a supervisar las operaciones y acompañar al proceso de transformación de la compañía.

Para su adecuación como emisora, Rectora ha realizado modificaciones a sus estatutos sociales pasando de Sociedad Anónima Comercial (S.A.C) a Sociedad Anónima Emisora (S.A.E.), incursionando en el mercado de valores en el año 2015 con una emisión de bonos. Al respecto, mantienen dos series vigentes a la fecha, no previéndose nuevas emisiones para los próximos periodos.

En cuanto a la plana directiva, la misma ha permanecido sin variaciones con respecto al periodo

PLANA DIRECTIVA				
Directores	Cargo	Profesion	Edad	Antigüedad
Domingo Atilio Fernández Acevedo	Presidente	Empresario	27 años	9 años
Helena Athina Fernández Acevedo	Vicepresidente	Socióloga	26 años	1 año
Domingo Atilio Fernández Sanabria	Director	Empresario	71 años	37 años
Helena Carolina Acevedo Jara	Director	Empresaria	51 años	37 años
Andrés Helena Arapoty Fernández Acevedo	Director	Médica Cirujana	31 años	9 años
PLANA EJECUTIVA				
Domingo Atilio Fernández Acevedo	Gerente General	Empresario	27 años	9 años
Marcelo Laconich	Gerente Comercial	Estudiante	31 años	5 meses
José Kleiner	Gerente de Obras	Arquitecto	39 años	3 meses
Carlos Mujica	Asesor Financiero	Economista	50 años	3 meses
Silvia Benítez	Auditora Interna	Contadora Pública	30 años	2 años
Patricia González	Gerente de Alquileres	Uc. En Contabilidad	27 años	3 meses
Mabel Fernández	Contadora	Uc. En Contabilidad	33 años	4 meses

Directorio de Rectora S.A.E fue conformado en Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 06/04/2018

anterior, conformada por un Presidente, Vicepresidente, y tres



directores, todos accionistas de la empresa. Cabe señalar que el Sr. Atilio Fernández Acevedo ejerce las funciones de Presidente y Gerente General de Rectora hace 9 años.

Por su parte, conforme a la nueva visión estratégica implementada durante el periodo anterior y con el asesoramiento de una consultora de empresas del mercado, Rectora ha iniciado una etapa de reestructuración de su plana ejecutiva y del organigrama interno.

En ese sentido, durante el presente año se han contratado a 5 personas para ocupar los cargos de Gerencia Comercial, Gerencia de Obras, Gerencia de Alquileres, Contadora Interna y un Asesor Financiero, todos ellos profesionales con experiencia en el sector. De esta manera, Rectora ha iniciado un periodo con importantes cambios en cuanto a recursos humanos, de manera elevar las facturaciones y rentabilidad de la empresa, además de fortalecer su esquema organizacional para la implementación de nuevos proyectos, así como un mayor control de las operaciones. Por otra parte, se ha suprimido la gerencia de marketing, por lo que los trabajos de publicidad y eventos de la compañía se realizan con una empresa tercerizada, luego de los cambios efectuados.

La empresa opera actualmente con un plantel de 60 funcionarios de forma directa, abarcando los sectores administrativos del shopping y del barrio cerrado, Staff de Arquitectura, Staff de ventas de lotes y terrenos del barrio, así como de seguridad y mantenimiento de las instalaciones.

PROPIEDAD

La propiedad se encuentra a cargo de un grupo familiar, con vinculación a otras empresas, a través de uno de sus accionistas con activa participación en la supervisión y control de las operaciones

La empresa Rectora S.A.E. pertenece a la familia Fernández Acevedo, desde el cambio de denominación realizado en el año 1981, ejerciendo la totalidad del control sobre las acciones de la firma. El mismo está compuesto por 490 acciones ordinarias de G. 100 millones cada una. Cabe señalar que luego del revalúo técnico de los inmuebles, realizado en el mes de diciembre de 2017, mediante una Asamblea Extraordinaria de Accionistas, el capital integrado de la empresa ha pasado de G. 20.000 millones a G. 49.000 millones, a través de los valores expresados en las cuentas de reserva de revalúo.

Con relación a esto, el Sr. Domingo Fernández ha quedado como el accionista mayoritario de la empresa, con una participación del 28,57%. No obstante, el involucramiento en las operaciones de Rectora recae en uno de los hijos, quien cuenta con una experiencia de más de 9 años dentro de la firma, con una participación equitativa del 14,29% de las acciones.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA		
Accionista	Monto	% de Partic.
Domingo Atilio Fernández Sanabria	14.000.000.000	28,57%
Helena Carolina Acevedo Jara	7.000.000.000	14,29%
Andrés Mauricio Fernández Acevedo	7.000.000.000	14,29%
Domingo Atilio Fernández Acevedo	7.000.000.000	14,29%
Andrea Helena Arapoty Fernández Acevedo	7.000.000.000	14,29%
Helena Athina Fernández Acevedo	7.000.000.000	14,29%
Total de acciones integradas	49.000.000.000	100,00%

Asimismo, los cargos de presidencia, vicepresidencia y miembros del directorio lo ocupan los integrantes de la familia, ejerciendo una supervisión y dirección en la conducción estratégica de la empresa, del mismo modo, dos accionistas ocupan además cargos ejecutivos dentro de la compañía.

Por otra parte, los accionistas se encuentran vinculados a otras empresas por cargos y por participación, que son Eterna Ganadera S.A., Quatro A. S.A. y Macro Comercial S.A., dedicadas a actividades agropecuarias, de servicios y comerciales, respectivamente.

SITUACIÓN FINANCIERA

RENTABILIDAD Y EFICIENCIA OPERATIVA

Mantenimiento de acotados niveles de rentabilidad a partir de los niveles de eficiencia y la carga financiera de sus operaciones.

Conforme a lo observado, Rectora ha registrado una favorable performance en cuanto al desarrollo de sus negocios durante los últimos periodos, producto de la maduración de su barrio cerrado, y reflejados en un continuo ascenso en sus niveles de facturaciones. En ese sentido, el sector de construcciones ha permanecido como la principal generadora de ingresos a lo largo del periodo analizado, producto de las construcciones de viviendas realizadas dentro del barrio cerrado y las obras edilicias administradas. Con ello, el 30,82% de los ingresos (G. 1.774 millones) ha sido generado a través del sector, presentando un comportamiento estable en comparación a los G. 1.744 millones del corte de marzo de 2017.

Al respecto, el comercio de lotes del barrio cerrado ha registrado una evolución positiva, explicados por la valorización de los terrenos disponibles y la puesta a punto del predio, factores determinantes en las ventas, por ello, las recaudaciones por los terrenos han pasado entre un año y otro desde G. 681 millones a G. 1.485 millones, con lo cual ha alcanzado una participación del 25,8% de los ingresos totales.



Igualmente, el sector inmobiliario, encargado de la administración del shopping, loteamientos y edificios han obtenido mayores ingresos, explicados por las facturaciones generadas en la administración de inmuebles y comisiones por venta de departamentos del edificio Los Héroes, así como las fracciones inauguradas durante el periodo 2017. En tal sentido, los ingresos han pasado de G. 1.324 millones a G. 2.462 millones, superior en 85,98% interanual. Con todo, el valor de sus ingresos operativos ha cerrado en G. 5.755 millones, un crecimiento interanual del 54,33%.

Sin embargo, cabe señalar que su estructura de costos ha acompañado la tendencia, presentando un incremento del 105,47% entre un periodo y otro, pasando de G. 1.578 millones a G. 3.243 millones, explicados por los mayores gastos en construcciones y lotes del barrio Arapoty. No obstante, se ha registrado una variación positiva en la obtención de resultados brutos, con un incremento del 16,8% interanual, cerrando en G. 2.512 millones.

Por otro lado, la estructura de gastos operativos ha crecido en 11,71% entre marzo 2017 y 2018, totalizando G. 1.218 millones, los cuales han sido producto de mayores gastos en salarios y honorarios profesionales. Lo anterior representa una carga del 51,5% con respecto a sus márgenes brutos, cerrando con un EBITDA de G. 1.294 millones al corte analizado, mientras que los cargos por depreciaciones y amortizaciones han incidido en sus resultados operativos netos, arrojando G. 1.052 millones, un rendimiento similar a los G. 1.060 millones registrados en marzo 2017.

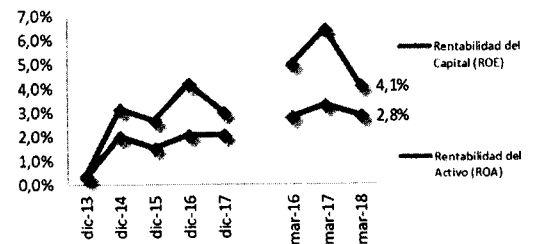
Cabe destacar que, durante el periodo analizado, los gastos financieros se han acotado en un 43,41%, cerrando en G. 356 millones, lo que ha permitido la generación de mayores utilidades. En tal sentido, los resultados han sido de G. 585 millones versus G. 388 millones, superior en 50,84% interanual.

En cuanto a los márgenes obtenidos, si bien se mantienen elevados, se ha registrado un menor rendimiento en comparación a lo obtenido en el periodo anterior, bajando del 58% al 44% entre un periodo y otro, así como sus márgenes operacionales pasando del 28% al 22% entre marzo 2017 y 2018, explicados por el incremento de sus costos operativos, principalmente en las construcciones de viviendas realizadas en el barrio cerrado Arapoty.

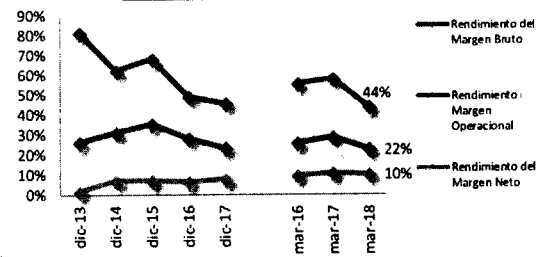
Si bien se han generado mayores utilidades, se ha destacado una disminución en sus indicadores de rentabilidad anualizados, producto del importante incremento en su patrimonio neto a través del revalúo técnico de sus inmuebles, lo que ha permitido una capitalización de estos, así como un considerable incremento en sus bienes de uso. En ese sentido, sus indicadores de rentabilidad anualizados de ROA y ROE han sido del 2,8% y 4,1%, respectivamente, en comparación a los 3,3% y 6,4% reflejados a marzo 2017.

Por otra parte, se prevé un crecimiento de los ingresos y márgenes financieros para el presente ejercicio, a través de la gestión de la nueva plana ejecutiva y la inauguración del barrio cerrado para el segundo semestre.

Indicadores de Rentabilidad
(En porcentaje)



Rendimiento de Márgenes
(En % de los Ingresos Operativos)



SOLVENCIA Y CAPITALIZACIÓN

Crecimiento del nivel patrimonial producto de la última revalorización del inmueble de su centro comercial, con incidencia las reservas técnicas y capital integrado.

Durante el último año, Rectora ha realizado una retasación de sus bienes de uso, de manera a actualizarlos a valores de mercado para luego incluirlos al capital de la firma, de esta manera, han fortalecido su posición patrimonial. En ese sentido, el revalúo técnico de sus inmuebles registrado en el mes de diciembre de 2017 ha permitido elevar su capital social de G. 20.000 millones a diciembre 2016, a G. 49.000 millones para fines del ejercicio.

Al cierre de marzo 2018, Rectora ha aumentado sus reservas mediante el revalúo registrado, con ello, han pasado de G. 4.652 millones a G. 11.458 millones entre un periodo y otro, así como las reservas constituidas durante el periodo 2017, con un valor total de G. 11.458 millones. Cabe destacar que lo acontecido no refleja un ingreso de capital líquido a la empresa, por lo que el flujo de caja, así como sus deudas bancarias y con el mercado de valores han permanecido sin mayores variaciones.

Por otra parte, en la Asamblea General realizada en el presente año, se ha observado el compromiso de los accionistas en mantener un constante flujo operativo dentro de la firma, al establecer una política de dividendos en pagos mensuales hasta un total anual de G. 1.000 millones, no distribuyendo el valor restante. En tal sentido, han mantenido un saldo



acumulado de G. 3.324 millones al corte analizado para giro de sus negocios, teniendo en cuenta su ciclo operacional y de cobranzas, con largos periodos de realización.

Con todo, el patrimonio neto a marzo 2018 ha cerrado en G. 64.366 millones vs. G. 27.325 millones, un crecimiento de 1,36 veces interanual en comparación a lo observado a marzo 2017, con ello, el patrimonio representa el 70,62% de los activos totales de Rectora.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Aumento del endeudamiento, aunque con niveles de apalancamiento acotados durante el último periodo por la última retasación de inmuebles y mejora de la cobertura financiera

Durante los últimos 5 periodos, Rectora ha presentado un crecimiento gradual en sus niveles de endeudamiento, explicados por las inversiones realizadas en el Shopping la Rural y el barrio cerrado. Los mismos han sido financiados con créditos bancarios y las emisiones realizadas en el mercado de valores.

Por su parte, durante el último periodo se ha registrado cambios en sus indicadores de endeudamiento, producto del revalúo técnico de sus bienes de uso realizado durante el mes de diciembre del 2017. De esta manera, la compañía ha aumentado su posición patrimonial ante los recursos de terceros, elevando el mismo en un 145% entre un periodo y otro.

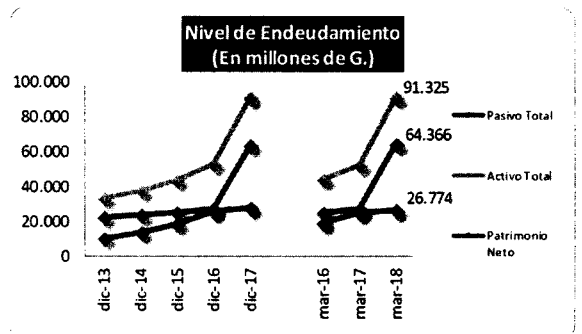
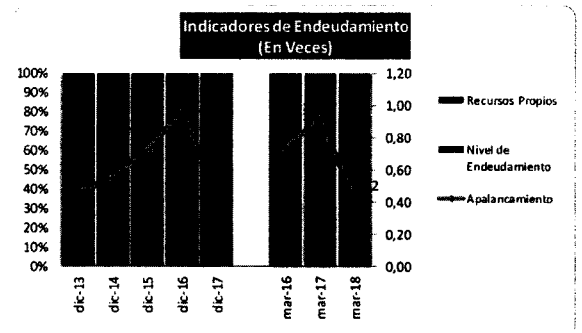
Si bien se ha observado un leve crecimiento en sus obligaciones, el incremento más que proporcional de su capital social ha permitido una sustancial mejora en sus ratios. En ese sentido, sus niveles de endeudamiento han pasado de 0,48 veces con recursos de terceros y 0,52 veces con recursos propios a 0,29 veces y 0,71 veces, respectivamente. Cabe señalar que sus pasivos totales han crecido solo en un 6,10% de forma interanual mientras que el patrimonio en 135,6% entre marzo 2017 y 2018.

Con respecto a los activos totales, se ha registrado un importante crecimiento, cerrando con una variación del 73,76% interanual, de los cuales en mayor proporción corresponden a los inmuebles revaluados, luego de un incremento desde G. 24.704 millones a G. 60.653 millones entre un periodo y otro, mientras que por otra parte se ha observado el aumento de su cartera de clientes del barrio cerrado Arapoty, así como los edificios y lotes administrados, pasando de G. 5.371 millones a G. 8.395 millones entre marzo del 2017 y 2018.

Cabe señalar que con esto ha crecido el grado de inmovilización de activos, pasando del 53,5% al 69% la relación bienes de uso/activos totales entre un año y otro. Asimismo, el ratio de cobertura de activo permanente ha aumentado levemente, pasando de 0,97 veces a 1,02 veces, presentando un comportamiento estable durante los años analizados.

Por otra parte, los niveles de apalancamiento de Rectora han mostrado un marcado descenso, cerrando en 0,42 veces versus 0,92 veces registrados en marzo 2017, conforme a la capitalización realizada durante el ejercicio anterior, si bien dicho indicador no refleja una disminución real de sus obligaciones, que han aumentado levemente durante el ejercicio analizado.

En tal sentido, para la realización de sus negocios la firma ha registrado nuevos créditos financieros con entidades de plaza, teniendo en cuenta su exposición de liquidez, propias de la industria inmobiliaria con lentos ciclos operacionales, cobranzas de muy largo plazo y una estructura de financiación mayormente de corto plazo, lo que ejerce una presión a su flujo operativo. No obstante, conforme a lo observado al cierre del periodo analizado, la cobertura de sus gastos financieros ha presentado una variación positiva, pasando de 1,68 veces a 3,63 veces interanualmente.





CALIDAD DE ACTIVOS

Mantenimiento de una saludable cartera crediticia, con razonables índices de morosidad, acompañado de un continuo crecimiento en clientes de loteamientos del barrio y administración de inmuebles

Conforme a lo analizado, Rectora ha mantenido un ritmo creciente de su cartera de clientes, en concordancia con el avance de inversiones en el barrio cerrado Arapoty, que se ha convertido en los últimos años en el principal motor de sus negocios, con construcciones de viviendas y duplex, así como las ventas de terrenos dentro del predio.

En tal sentido, se ha registrado un importante incremento de sus créditos en los últimos dos periodos, con crecimientos del 78,71% entre marzo 2016/17 y 52,86% entre marzo 2017/18, con un saldo al cierre de G. 8.210 millones, superior en G. 2.839 millones a lo observado un año antes.

Lo anterior, se encuentra explicado principalmente por el crecimiento de las ventas de lotes del barrio, que han aumentado en 1,6 veces con respecto al periodo 2017, arrojando un saldo de G. 3.769 millones, el mismo representa el 44,89% de los créditos totales, siendo el rubro de mayor tamaño dentro de su cartera de clientes. A esto, lo acompaña los clientes de loteamientos sobre las fracciones realizadas durante los últimos años, con un saldo a marzo de G. 1.254 millones.

Igualmente, mantiene una cartera de créditos a través del loteamiento de inmuebles de terceros y administración edificios, con saldos de G. 1.012 millones y G. 670 millones respectivamente. Por su parte, la compañía cuenta con una política de provisiones sobre malos créditos, aplicando el 100% de provisiones a la cartera judicializada.

Al respecto, el saldo de clientes en gestión judicial ha cerrado en G. 465 millones, los cuales se encuentran a cargo del estudio jurídico, quienes reportan mensualmente acerca de la situación de los litigios. Igualmente, mantiene G. 310 millones de cartera en gestión de cobro, los cuales podrían derivarse a juicios en un futuro. No obstante, la compañía ha mantenido razonables niveles de morosidad, cerrando en 9,44% a marzo 2018, en comparación al 8,65% registrado en marzo 2017.

LIQUIDEZ Y FONDEO

Mantenimiento de ajustados niveles de liquidez, en concordancia a los extensos periodos de realización de sus negocios, con relación a su estructura de fondeo mayormente de corto plazo

Históricamente, Rectora ha mantenido ajustados indicadores de liquidez, conforme al esquema de negocios implementado en la industria inmobiliaria y de construcción, caracterizados por extensos periodos de recuperación de las inversiones realizadas, frente a los cortos plazos de financiaciones obtenidos, por lo que se ha observado una continua presión al mantenimiento de un adecuado flujo de caja para la realización de sus operaciones y el cumplimiento de sus compromisos.

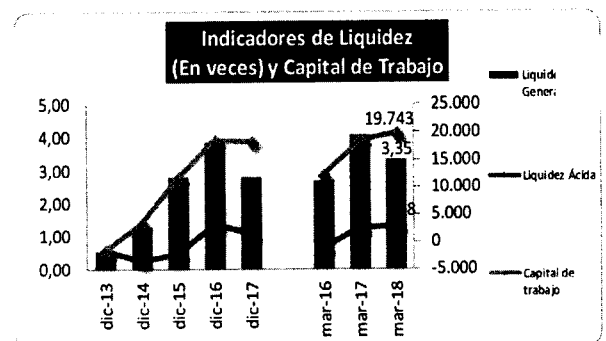
En ese sentido, se ha observado que, durante los periodos analizados, la compañía ha recurrido a diversas fuentes de financiación externas, como emisión en el mercado de valores y préstamos bancarios, lo que ha permitido un razonable calce financiero a lo largo de los últimos cinco años.

Con relación a los indicadores de liquidez, se han registrado variaciones de menor relevancia, cerrando al corte analizado en 1,28 veces para la prueba ácida y 3,35 veces liquidez general, en comparación a 1,26 veces y 4,06 veces observados a marzo 2017, permaneciendo a razonables niveles.

Asimismo, cabe destacar la evolución de sus activos disponibles y sus créditos corrientes, que han crecido en 67,23% y 52,86% entre marzo 2017 y 2018, cerrando en G. 669 millones y G. 8.210 millones respectivamente. No obstante, se ha observado aún un alto grado de inmovilización de recursos, teniendo en cuenta que el 68,47% (G. 19.281 millones) de sus activos corrientes, responden a bienes de cambio y otros créditos y el 31,53% (G. 8.800 millones) a recursos más líquidos, además de señalar que el 69,1% de sus activos totales obedecen a bienes de uso, por lo que el pago de sus compromisos depende de la generación de nuevos ingresos por la venta de bienes.

Por su parte, sus pasivos de corto plazo se han incrementado en 39,91% (G. 1.758 millones) interanual, explicados por nuevos créditos contraídos con instituciones bancarias, así como deudas con proveedores comerciales, cerrando con un total de G. 8.417 millones. Sin embargo, el mismo ha sido compensado en parte, con una disminución del 4,48% (G. 862 millones) en sus obligaciones de largo plazo.

Con respecto a su ratio de existencias, se ha observado que la dependencia de inventarios ha disminuido continuamente durante los últimos periodos, con el crecimiento más que proporcional de sus créditos obtenidos (52,86% interanual) versus





los pasivos corrientes (39,91%), logrando un indicador de -0.03 en comparación al 0.01 del periodo anterior. No obstante, se ha observado que la compañía no realiza una discriminación entre sus créditos de corto y largo plazo, por lo que el ratio podría sufrir variaciones conforme a la actualización de su balance.

GESTIÓN Y ACTIVIDAD

El crecimiento de los ingresos ha incidido positivamente en sus niveles de rotación de inventario, así como el ciclo operacional de sus gestiones

La compañía ha registrado un continuo aumento en sus facturaciones a lo largo de los periodos analizados, en concordancia con la maduración de su proyecto más importante, como lo es el barrio cerrado Arapoty, con mayores ingresos en venta de terrenos y construcciones de viviendas, asimismo, la comercialización de sus lotes en las fracciones ha acompañado el crecimiento observado.

En tal sentido, los ingresos operativos han subido en 54,33% interanual, totalizando G. 5.755 millones, de los cuales el 30,82% (G. 1.774 millones) responden a construcciones de viviendas, igualmente, se ha registrado un considerable aumento en la venta de lotes del barrio cerrado, pasando de G. 681 millones a G. 1.485 millones entre un periodo y otro, mientras que los cobros por alquileres del shopping y locales comerciales han presentado una variación positiva del 4,94% interanual, cerrando en G. 1.142 millones.

Por su parte, la estructura de costos ha acompañado la tendencia de crecimiento, pasando de G. 1.578 millones a G. 3.243 millones entre un periodo y otro, caracterizados por los gastos en las construcciones realizadas y terrenos del barrio cerrado, coherentes con los ingresos obtenidos.

Con relación a los ratios de cartera de créditos y cobranzas, no se ha observado variaciones significativas durante el periodo analizado, explicados por el crecimiento proporcional de sus ingresos y créditos, lo que ha permitido cerrar con la misma performance en el ratio de rotación de cartera, siendo esta de 0,7 veces. Asimismo, el periodo de cobranza de cartera ha presentado un comportamiento similar al corte anterior, pasando de 130 a 128 días entre marzo 2017 y 2018.

Con todo, su índice de rotación de inventarios ha aumentado ligeramente, pasando de 0,1 veces a 0,2 veces, manteniéndose aún a bajos niveles y coherentes con la industria inmobiliaria.

No obstante, se ha observado una mejora en la performance del ciclo operacional y rotación de inventarios, con valores por debajo de sus niveles históricos, cerrando en 611 días y 483 días, respectivamente, en comparación a los 1.091 días y 1.092 días registrados en marzo 2017, en concordancia a los mayores ingresos obtenidos. Cabe señalar además que los plazos de pago a proveedores se han reducido, pasando de 42 días a 32 días entre un periodo y otro.

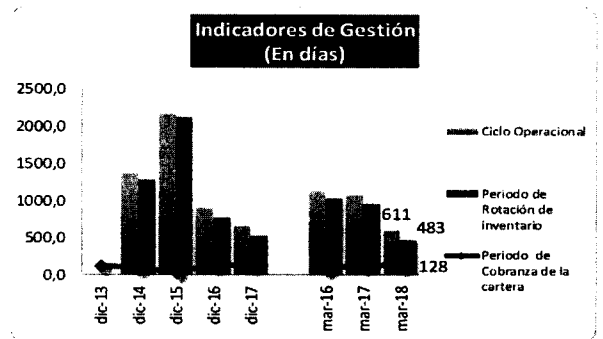
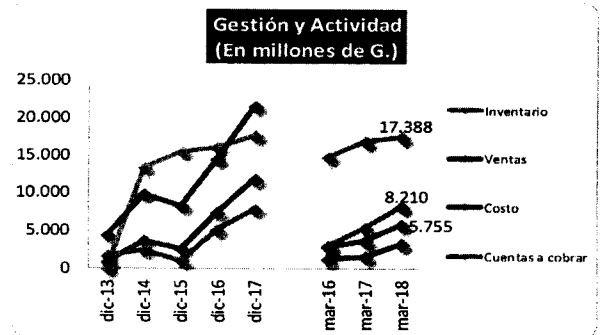
FLUJO DE CAJA. PERIODO MAYO-2018/DIC-2017

Rectora ha actualizado sus proyecciones de flujo de caja para los próximos periodos, en donde a partir de su situación actual considera una consolidación de sus deudas financieras y el posterior pago de estas. Igualmente, se tiene en cuenta la evolución de sus ingresos y egresos operativos, así como el pago del Programa de Emisión Global G1, vigente hasta el año 2020.

En cuanto a la estructura de ingresos, se ha estimado la maduración de los proyectos iniciados, tales como los cobros por las ventas de loteamientos propios, comisiones por la administración de inmuebles de terceros y terrenos del barrio Arapoty. Cabe señalar que este último ha registrado valorizaciones en los precios ofertados, además de considerarse las ventas con una entrega inicial y el restante con financiación a 60 meses de plazo.

Igualmente, se ha contemplado los ingresos por la culminación de las obras de los edificios de los Héroes y Zuba, así como las viviendas y dúplex realizados. Se ha destacado que estos proyectos edilicios han sido realizados con recursos de terceros, en donde Rectora recibe pagos contra presentación de certificación de obras.

Por otra parte, los ingresos por alquileres de los locales comerciales presentan un continuo crecimiento del 3% anual, con el promedio actual de locales ocupados y sin contemplar los flujos futuros por las obras en curso (por administración del bloque ampliado) por el cual percibiría de forma mensual una parte de los ingresos por alquiler. Igualmente, se ha considerado los





futuros ingresos por los loteamientos Villa Mariana y Loma Linda 3, fracciones a lanzarse en el segundo trimestre del año, además de las ventas de los lotes restantes dentro del barrio cerrado con financiación propia, a razón de uno por mes.

Esto último permitiría un crecimiento del 20% anual de los ingresos en concepto de loteamientos propios hasta el año 2022, para luego decrecer gradualmente conforme a la finalización de sus inversiones, convirtiéndose en el rubro con mayores facturaciones para la compañía, en donde anteriormente, el sector de construcciones ha sido la principal fuente de ingresos como de egresos.

Por su parte, de acuerdo con las conversaciones en curso con una entidad financiera, se prevé la consolidación de las deudas financieras hasta la fecha, que contemplaría un crédito bancario de G. 15.000 millones a 8 años de plazo, a una tasa atractiva de mercado de manera a relajar la estructura de gastos financieros soportada hasta la actualidad y calzar la maduración de sus obligaciones con sus ingresos.

En ese sentido, la estructura de egresos para el 2018 recae principalmente en los pagos de obligaciones bancarias consolidadas en el presente período, además de los pagos por la finalización de las construcciones edilicias. Asimismo, se ha tenido en cuenta la evolución de los gastos fijos en 3% anual, coherentes con su estructura de negocios, así como la aplicación de una política de pago de dividendos de G. 924 millones anuales. Al respecto, se considera la adopción de una política de retiro de utilidades, hasta un máximo de G. 1.000 millones anuales

Por su parte, la compañía ha decidido no emitir nuevas series del PEG G1, con un saldo de G. 5.000 millones, por lo que han quedado vigentes las 2 series emitidas en el año 2016, a cancelarse durante los años 2019 y 2020.

Cabe destacar que, en caso de no concretarse la consolidación de la deuda financiera durante el presente ejercicio Rectora cuenta con líneas crediticias disponibles, así como la posibilidad de contratar nuevos préstamos, si bien mismos han sido contemplados en la presente proyección.

Por otra parte, el desarrollo del flujo no contempla nuevos ingresos por proyectos inmobiliarios o construcciones edilicias, así como los ingresos a partir de la compra de un terreno previsto para el año 2018 por G. 1.300 millones.

Igualmente, la compañía ha considerado diversos escenarios de acuerdo con las coyunturas económicas posibles, en uno optimista, se aceleran las ventas de lotes, duplicando el ritmo observado bajo el flujo analizado, conservando los mismos precios señalados, en cambio, bajo un escenario pesimista, la compañía procederá a un ajuste en sus precios de venta de lotes y alquileres de los locales comerciales en un 5%, manteniendo invariable el ritmo de ingresos presentados en el flujo analizado.

Con todo, el flujo de caja proyectado demuestra la necesidad de la consolidación de sus deudas para calzar el período de sus obligaciones con sus ingresos previsto, además de la aún la dependencia financiera de Rectora de recursos externos para el acompañamiento de la maduración de sus negocios y sus proyectos, sobre todo al considerar la estructura de cobranzas mantenida, enfocada en financiaciones de largo plazo, frente a sus compromisos bancarios y bursátiles de corto y mediano plazo.



PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA ANUALES EXPRESADO EN MILLONES DE GUARANIES										
DETALLES	may-dic 2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Saldo Inicial	-100	1.761	1.467	1.405	4.818	8.325	11.084	12.892	13.690	14.696
INGRESOS										
Ingresos Loteamientos Propios Vendidos	3.935	1.454	1.083	925	860	770	759	759	759	697
Ingresos Loteamientos Propios a Vender	1.120	4.448	5.296	6.295	6.656	6.056	5.129	4.130	3.131	2.278
Ingresos Com. Loteam. De Terceros Vendidos	116	122	108	108	108	108	108	108	108	108
Ingresos Com. Loteam. De Terceros a Vender	16	55	56	56	56	56	56	56	56	56
Ingresos Alquileres	3.007	4.511	4.646	4.785	4.929	5.077	5.229	5.386	5.548	5.714
Ingresos Servicios de Construcción	4.347	194	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Construcciones a Cobrar - Arapoty	1.298	390	379	238	49	0	0	0	0	0
Ingresos Ventas de Duplex Propios	458	783	0	0	0	0	0	0	0	0
INGRESOS OPERATIVOS	14.296	11.955	11.568	12.408	12.658	12.067	11.281	10.439	9.602	8.853
Préstamo Consolidación de Pasivo	15.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
INGRESOS FINANCIEROS	15.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL INGRESOS	29.296	11.955	11.568	12.408	12.658	12.067	11.281	10.439	9.602	8.853
EGRESOS										
Gastos de Administración - Gastos Comunes	865	1.265	1.303	1.342	1.382	1.424	1.466	1.510	1.556	1.602
Gastos de Administración - Sueldos Propios	2.025	2.925	3.013	3.103	3.196	3.292	3.391	3.493	3.597	3.705
Gastos Varios - Impuestos - Otros Propios	408	421	433	446	460	473	488	502	517	533
Gastos Directos p/ Ventas - Loteamientos	160	240	247	255	262	270	278	287	295	304
Pago Proveedores	843	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones - Terrenos	1.300	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones - Construcciones Propias	657	273	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones - Servicios Construcciones Tercero:	3.320	140	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos	616	924	924	924	924	924	924	924	924	924
EGRESOS OPERATIVOS	10.194	6.188	5.920	6.070	6.224	6.383	6.547	6.716	6.890	7.069
Gastos Financieros - Bonos	542	636	285	0	0	0	0	0	0	0
Pago Capital - Bonos	0	2.500	2.500	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros - Consolidación General	741	1.675	1.517	1.338	1.137	910	654	366	66	0
Pago Capital - Consolidación General	478	1.250	1.409	1.587	1.789	2.016	2.271	2.559	1.640	0
Gastos Financieros - Cancelación Pasivos Banc	555	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago Capital - Cancelación Pasivos Banc.	14.924	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EGRESOS FINANCIEROS	17.240	6.061	5.710	2.926	2.926	2.926	2.926	2.926	1.707	0
TOTAL EGRESOS	27.434	12.249	11.630	8.996	9.150	9.309	9.473	9.641	8.596	7.069
CALCE OPERATIVO POR AÑO	4.102	5.767	5.648	6.338	6.433	5.684	4.734	3.723	2.712	1.784
CALCE FINANCIERO POR AÑO	-2.240	-6.061	-5.710	-2.926	-2.926	-2.926	-2.926	-2.926	-1.707	0
SALDO DE CAJA	1.761	1.467	1.405	4.818	8.325	11.084	12.892	13.690	14.696	16.480

Fuente: Rectora SAE



RECTORA S.A.E.

RESUMEN ESTADÍSTICO - SITUACIÓN PATRIMONIAL, ECONÓMICO-FINANCIERO

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

PRINCIPALES CUENTAS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-16	mar-17	mar-18	Variación
Disponibilidades	155	424	155	1.356	595	97	400	669	67,2%
Créditos Cte.	1.667	2.430	1.053	5.142	7.830	3.005	5.371	8.210	52,9%
Bienes de Cambio	0	13.307	15.399	16.023	17.565	14.783	16.865	17.388	3,1%
Activo Corriente	2.073	16.526	18.320	25.012	28.280	19.210	24.432	28.160	15,3%
Activos Intangibles	500	500	575	0	0	575	0	0	n/a
Bienes de Uso	30.707	20.402	24.378	27.941	63.082	24.382	28.127	62.980	123,9%
Activo No Corriente	31.207	20.902	24.953	27.941	63.082	24.958	28.127	62.980	123,9%
Total Activos	33.280	37.428	43.273	52.953	91.362	44.168	52.559	91.140	73,4%
Préstamos Comerciales	249	580	357	520	2.201	276	728	1.178	61,7%
Préstamos Financieros	2.897	11.625	5.923	5.912	7.529	5.669	5.124	6.882	34,3%
Deudas Diversas	5	685	308	87	381	353	163	357	118,7%
Pasivo Corriente	3.677	13.153	6.589	6.519	10.111	7.157	6.016	8.417	39,9%
Préstamos Financieros	6.604	0	11.246	18.386	16.610	11.246	18.386	17.487	-4,9%
Deudas Diversas	228	226	331	1.111	785	347	832	795	-4,5%
Pasivo No Corriente	6.832	226	11.577	19.497	17.469	11.593	19.218	18.357	-4,5%
Total Pasivos	10.510	13.379	18.166	26.016	27.580	18.750	25.234	26.774	6,1%
Capital	20.000	20.000	20.000	20.000	49.000	20.000	20.000	49.000	145,0%
Reservas	2.455	3.062	3.751	4.652	11.458	3.751	4.652	11.458	146,3%
Resultados	315	987	1.356	2.285	3.324	1.666	2.672	3.909	46,3%
Patrimonio Neto	22.770	24.049	25.107	26.937	63.782	25.417	27.325	64.366	135,6%
Patrimonio Neto + Pasivo	33.280	37.428	43.273	52.953	91.362	44.167	52.559	91.140	73,4%
ESTADO DE RESULTADOS									
Ingresos Operativos	4.414	9.819	8.221	14.475	21.564	2.876	3.729	5.755	54,3%
Costos	815	3.742	2.610	7.360	11.794	1.273	1.578	3.243	105,5%
Utilidad Bruta	3.599	6.076	5.611	7.115	9.770	1.603	2.150	2.512	16,8%
Gastos de Administración	2.211	2.836	2.664	3.054	4.586	845	1.051	1.151	9,4%
Resultado Operativo	1.153	3.032	2.874	4.020	4.983	743	1.060	1.294	22,0%
Gastos Financieros	1.062	2.286	1.712	2.294	2.369	432	630	356	-43,5%
Resultado Neto antes de Impuestos	91	746	654	1.087	1.863	311	431	649	50,8%
Resultado del Ejercicio	82	672	582	929	1.619	276	388	585	50,8%
ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDEO									
Efectivo Neto por Actividades Operativas	s/d	s/d	-80	-3.889	2.414	s/d	-770	1.000	1770
Efectivo Neto por Actividades Inversión	s/d	s/d	-1.884	-2.558	-621	s/d	-186	-729	-543
Efectivo Neto por Actividades Financieras	s/d	s/d	1.695	7.648	-2.554	s/d	0	902	902
Aumento (disminución) Neto de Efectivo	s/d	s/d	-269	1.201	-761	s/d	-956	1.174	2129
Efectivo al inicio del periodo	s/d	s/d	424	155	1.356	s/d	1.356	595	-761
Efectivo al final del periodo	s/d	s/d	155	1.356	595	s/d	400	1.769	1369
INDICADORES									
SOLVENCIA Y LEVERAGE									Diferencia
Nivel de Endeudamiento	0,32	0,36	0,42	0,49	0,30	0,42	0,48	0,29	-0,19
Recurso Propios	0,68	0,64	0,58	0,51	0,70	0,58	0,52	0,71	0,19
Apalancamiento	0,46	0,56	0,72	0,97	0,43	0,74	0,92	0,42	-0,51
Cobertura de Gastos Financieros	1,09	1,33	1,68	1,75	2,10	1,72	1,68	3,63	1,95
GESTIÓN									
Rotación de Inventario	n/a	0,3	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,2	0,09
Rotación de Cartera	2,6	4,0	7,8	2,8	2,8	0,96	0,69	0,70	0,01
Ciclo Operacional (en días)	n/a	1.369	2.170	912	667	1139	1091	611	-480
Tasa de Morosidad	0,00%	24,95%	61,16%	9,04%	5,93%	20,77%	8,65%	9,44%	0,79%
RENTABILIDAD									
Rentabilidad sobre los Activos (ROA)	0,3%	2,0%	1,5%	2,1%	2,0%	2,8%	3,3%	2,9%	-0,43%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	0,4%	3,1%	2,7%	4,2%	3,0%	5,0%	6,4%	4,1%	-2,32%
LIQUIDEZ									
Liquidez General	0,56	1,26	2,78	3,84	2,80	2,68	4,06	3,35	-0,72
Liquidez de Prueba Ácida	0,56	0,24	0,44	1,38	1,06	0,62	1,26	1,28	0,02
Capital de Trabajo	-1.605	3.372	11.731	18.493	18.169	12.054	18.416	19.743	1327

Fuente: EE.CC. anuales auditados de Rectora Periodo 2013/17 y trimestrales de marzo 2016/17/18



CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

Rectora S.A.E. se ha adecuado a los requerimientos normativos del mercado de valores para realizar su primera emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global G1, que contempla un monto y plazo máximo de G. 10.000 millones y 3.650 días (10 años), respectivamente, conforme al Acta de Directorio N.º 127 del 10/06/2015. En ese sentido, la firma ha realizado la emisión de las series 1 y 2 en agosto del año 2016, de G. 2.500 millones cada una, con un remanente de G. 5.000 millones.

El programa prevé la posibilidad del rescate anticipado de los títulos emitidos de acuerdo con lo establecido en la BVPASA, así como no contempla resguardos ni garantías especiales.

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			
DO 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., registrada como emisora de títulos de deuda en la Comisión Nacional de Valores, ha emitido un Programa de Emisión Global denominado G1, de manera a obtener capital operativo para sus proyectos de inversión inmobiliaria de corto plazo.

A la fecha, la firma mantiene las 2 series emitidas del PEG G1, las cuales han sido colocadas en su totalidad en el mercado de valores bajo las denominaciones N°1 y N°2 por un total de G. 5.000 millones. Por su parte, ha quedado un saldo de G. 5.000 millones del referido programa, que no se emitirán al mercado por decisión del directorio.

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 2013/2017 y trimestrales de marzo 2017 y 2018, 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 de lo establecido en la Ley N.º 3899/09 y la Resolución CNV N.º 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 2013/2017 y trimestrales de marzo de 2016, 2017 y 2018.
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-2018/ Dic-2027, 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.º 3.899/09 y Resolución CNV N.º 1.241/09.

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN SEPTIEMBRE/2015	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN MAYO/2016	FECHA DE 2ª ACTUALIZACIÓN JUNIO/2017
RENTA FIJA	pyBB	pyBB	pyBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE	ESTABLE

Fecha de 3ª actualización: 07 de agosto de 2018.

Fecha de publicación: 07 de agosto de 2018.

Corte de calificación: 31 de marzo de 2018.

Resolución de aprobación CNV N.º: 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
<p>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.</p> <p>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 de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

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 exactitud 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.

Más información sobre esta calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por: *César Candía*
Econ. César Candía
Analista de Riesgo