

TRACTOPAR S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G2 MONTO MÁXIMO: G. 10.000 Millones CORTE DE CALIFICACIÓN: JUNIO DEL 2014

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN	Analista: José M. Aquino S. jaquino@solventa.com.py Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	NOVIEMBRE/2014	
P.E.G. G2	pyBBB	"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"
TENDENCIA	ESTABLE	

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	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
EMISOR	TRACTOPAR S.A.E.
APROBADO POR DIRECTORIO	Acta de Directorio N° A005/2014 de fecha 23/09/2014
DENOMINACIÓN DE PROGRAMAS	G2
MONTO Y MONEDA DEL PROGRAMA G1	G. 10.000.000.000
SERIES	Podrán ser emitidas en una o más series.
TASA DE INTERES	A ser definida en los Prospectos complementarios de c/Serie.
FORMA DE PAGO DE CAPITAL E INTERES	A ser definida en los Prospectos complementarios de c/Serie.
PLAZO DE VENCIMIENTO	Entre 365 días (1 año) y 1.825 días (5 años).
DESTINO DE LOS FONDOS	Capital Operativo para compra de mercaderías y posterior venta.
RESCATE ANTICIPADO	No se prevé rescate anticipado.
GARANTÍA	Común, a sola firma.
REPRESENTA DE OBLIGACIONISTAS	Valores Casa de Bolsa S.A.
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Valores Casa de Bolsa S.A.

Fuente: Prospectos de los Programas de Emisión Global G2 de Tractopar S.A.E.

FUNDAMENTOS

La calificación otorgada a Tractopar S.A.E. para su Programa de Emisión Global G2 responde al importante crecimiento de negocios registrado en los últimos años en el sector de repuestos para maquinarias agrícolas y automóviles, a partir de su presencia en los principales puntos de expansión agrícola, obteniendo adecuados indicadores de rentabilidad. En este sentido, el crecimiento de su foco de negocios se ha traducido en una alta demanda de sus productos, comercializados por la empresa en forma preferencial. Asimismo, se considera la diversificación y atomización de su cartera de créditos, caracterizada por bajos plazos de financiamiento, lo que supone una alta disponibilidad de efectivo a corto plazo.

En contrapartida, sus ingresos se encuentran condicionados al desempeño del sector agropecuario, expuesto a su vez a los efectos de las variaciones adversas de los precios internacionales de los commodities, de factores climáticos y tipo de cambio. Igualmente, los importantes compromisos comerciales y financieros contraídos pueden limitar su flexibilidad financiera lo que, sumado a lo anterior, podría ajustar eventualmente el flujo de caja de la compañía. Por otra parte, se tiene en cuenta la ausencia de políticas y procedimientos formalizados de crédito, cobranzas y control interno, así como de planes estratégicos, de recursos humanos, contingencias y de abastecimiento que acompañen adecuadamente el ritmo de crecimiento de la empresa.

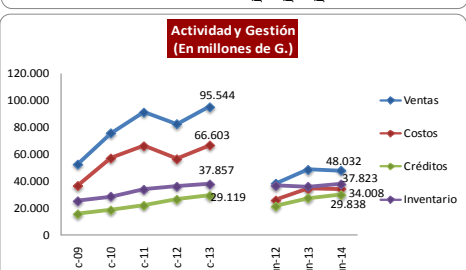
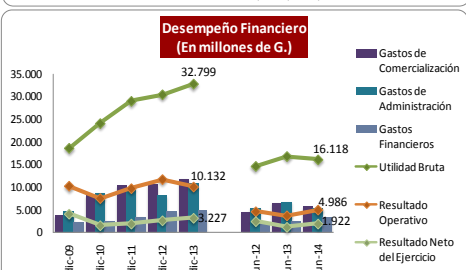
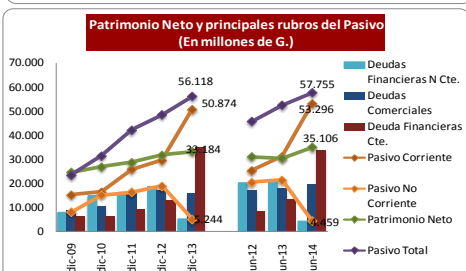
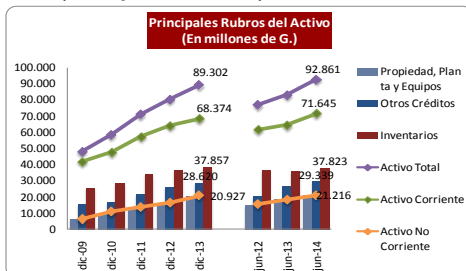
Tractopar S.A.E., desde el año 1996, se dedica a la importación y comercialización de mercaderías y repuestos para el sector Agrícola, Industrial, Ganadero y Forestal, incorporando posteriormente la línea de repuestos para automóviles. Cuenta con una red de sucursales ubicadas estratégicamente en la principal zona agrícola del país, y posee una cartera de clientes conformada por empresas mayoristas de implementos agrícolas, cooperativas de producción, talleres, etc.

En relación a sus políticas de comercialización, efectúa ventas de muy corto plazo, desde 30, 60, 90 hasta 120 días, lo que obliga a mantener un elevado stock de mercaderías y mecanismos de abastecimiento para atender las necesidades de sus clientes de manera inmediata. Lo anterior, ha llevado a la empresa a financiar su capital de trabajo fundamentalmente a través de entidades financieras. Sus proveedores establecen requerimientos anuales mínimos de ventas como objetivo para mantener la representación preferente de sus productos, lo cual al mismo tiempo obliga a la empresa a contar con importantes niveles de inventarios, con la consecuente necesidad de capital que ello implica.

Desarrolla sus actividades dentro de un segmento muy competitivo, con presencia en importantes localidades dentro del Departamento de Alto Paraná, donde predomina la plantación de soja. Por lo tanto, sus niveles de ventas se encuentran fuertemente ligadas a las épocas de siembra y cosecha, factores climáticos, precios internacionales, variaciones del tipo de cambio, etc., aspectos que afectan la capacidad de compra de sus clientes, generalmente en guaraníes.

La propiedad de la compañía se encuentra dividida en sus dos principales accionistas, con activa participación en la conducción estratégica y cumplimiento de los objetivos, controlando las áreas comercial y financiera.

En cuanto al desempeño de sus indicadores financieros, la empresa presenta unos indicadores de rentabilidad adecuados, con un ROE y ROA de 11,59% y 4,14% respectivamente.



Por su parte, los compromisos asumidos con sus proveedores y entidades financieras se han traducido en un apalancamiento de 1,65 veces su patrimonio neto, mientras que mantienen una buena cobertura de gastos financieros.

TENDENCIA

La tendencia asignada a Tractopar S.A.E. es "Estable", considerando el nivel de crecimiento registrado de sus operaciones, así como de los niveles de ventas alcanzados en los últimos años, acompañados de una adecuada política de créditos, permitiéndole un acceso constante a flujos de efectivo. Sin embargo, se tiene en cuenta el menor desempeño observado en el sector agropecuario y el vencimiento de los compromisos asumidos, lo que podría presionar el flujo de caja de la empresa en ciertos periodos.

Igualmente, Solventa espera que la empresa pueda mantener sus niveles de endeudamiento y cobertura de gastos financieros en niveles razonables en relación su giro comercial, así como el desarrollo e implementación de políticas de procedimientos y manuales de organización que garanticen la consecución de los objetivos trazados por sus directivos.

FORTALEZAS

- La empresa ha registrado un marcado aumento en sus niveles de facturación, lo que se ha traducido en razonables indicadores de rentabilidad.
- Sus sucursales se encuentran ubicadas estratégicamente en los principales puntos de expansión agropecuaria.
- El avance de la agricultura y la proliferación de casas de repuestos para automóviles supone una mayor demanda de sus productos para la reventa, comercializados en forma preferencial por Tractopar.
- La diversificación y atomización de su cartera de clientes le permite mitigar su exposición al riesgo de crédito.
- Los bajos plazos de sus créditos comerciales le permiten tener acceso constante a flujos de efectivo.

RIESGOS

- Las ventas y cobranzas se encuentran condicionadas al desempeño del sector agropecuario, principal segmento de negocios, expuesto a las variaciones de los precios internacionales, factores climáticos y fitosanitarios, tipo de cambio, etc.
- Los importantes compromisos asumidos con proveedores y entidades financieras así como la proximidad de sus vencimientos podrían presionar el flujo de caja en ciertos periodos.
- El ritmo de crecimiento no ha sido acompañado de un fortalecimiento organizacional a través de políticas y procedimientos, reportes gerenciales, así como de planes estratégicos y controles internos.
- Elevado nivel de competencia dentro del sector de repuestos agrícolas y para automóviles, considerando el tamaño y crecimiento de algunos de sus competidores.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Dedicada a la importación y comercialización de repuestos para maquinarias agrícolas y
automóviles

Tractopar S.A.E. opera desde el año 1996 en el país y se dedica a la importación y representación de repuestos e implementos para distribuidores mayoristas y minoristas del sector agrícola, ganadero y forestal, además de las líneas de repuestos para vehículos.

Los productos comercializados, que alcanzan aproximadamente unos 30.000 artículos, son vendidos a través de sus sucursales en los puntos de mayor actividad comercial y agroindustrial del Departamento de Alto Paraná, como Santa Rita, San Alberto, así como en Asunción, mientras que la Casa Central se encuentra en Ciudad del Este.

Las principales generadoras de ingresos se encuentran ubicadas en las sucursales de Alto Paraná, las cuales presentan oscilaciones en su desempeño por los factores mencionados precedentemente. Por su parte, la sucursal de Asunción, con una cartera que atiende a otro segmento -repuestos para automóviles-, muestra niveles de ventas más estables.

La empresa comercializa en forma preferencial productos de reconocida trayectoria, como LUK, INA y FAG (los tres del grupo Schaeffler), MWM International, Gates, LUBRAX Petrobras, ZF, Rexroth BOSCH, Rexnord, entre otros, los cuales representan el 80% de sus niveles de ventas. Gran parte de sus productos son de procedencia alemana y americana, aunque son fabricados y ensamblados en Brasil. La representación de algunos productos está supeditada al cumplimiento de objetivos de ventas anuales, que los fabricantes establecen a la empresa.

Sus principales líneas de productos se dividen en:

- **División Cosechadoras:** cigüeñales y mandos de válvulas, baterías, radiadores, repuestos de maquinarias agrícolas, cadenas, bombas hidráulicas, embragues, correas, repuestos para cosechadoras John Deere, Massey Ferguson, Valtra, New Holland y sustitutos.
- **División Implementos Agrícolas:** láminas, discos de arado y accesorios agrícolas de procedencia brasileña.
- **División Lubricantes:** toda la línea de lubricantes LUBRAX.

- **División Picos para Fumigadoras:** picos pulverizadores Teejet (de procedencia americana).
- **División Tractores:** motores MVM, sistemas de transmisión para vehículos todo terreno ZF e implementos para camiones y maquinarias agrícolas KL Rayton.

Actualmente, se encuentra incorporando la línea de filtros de aire de la empresa alemana Mahle. De las citadas anteriormente, aquellos productos que poseen una mayor rotación dentro sus ventas son: lubricantes, embragues, rulemanes y correas agrícolas y para automóviles, etc.

Su principal cartera de clientes está conformada en un 83% por empresas mayoristas de implementos agrícolas, auto repuestos, cooperativas de producción, ventas de lubricantes, transporte, estaciones de servicio, etc. Su modalidad de negocios consiste en la venta en efectivo y a crédito, normalmente de muy corto plazo -30, 60, 90 y hasta 120 días- lo que podría considerarse como efectivo.

Tractopar cuenta con un plantel de 89 vendedores distribuidos entre sucursales y su casa central, capacitados exclusivamente para cada área de modo a brindar una mayor y mejor atención a los clientes. Los mismos son iniciados en un largo proceso de inducción para un profundo conocimiento de los productos que están vendiendo. Asimismo, posee un equipo de telemarketing y vendedores que visitan constantemente antiguos y potenciales clientes.

Dispone de unidades transportadoras para el envío de las mercaderías o a través de servicios de courier. Las sucursales de Santa Rita y San Alberto cuentan con el respaldo de la casa central para la rápida reposición de mercaderías en casos excepcionales.

Paralelamente, ha incursionado desde el 2012 en el desarrollo de un vivero forestal en un inmueble de 43 hectáreas que posee en el distrito de Vaquería, Departamento de Caaguazú, aprovechando las ventajas que ofrecen estas tierras para la inversión a largo plazo en reforestación.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Importante participación dentro de la industria, con una fuerte competencia en precios y estacionalidad de las ventas

La expansión y producción de la soja en el Paraguay a partir del año 2006/07 se ha traducido en una importación masiva de maquinarias, implementos y repuestos para el sector agrícola, teniendo en cuenta la necesidad del avance de la agricultura mecanizada. Los principales productos ingresados al país provienen de Brasil, China, Estados Unidos y, en menor medida, de Argentina.

El Departamento de Alto Paraná, por condiciones climáticas y de suelo, es el principal productor de soja del país, con un crecimiento constante en el área de siembra, reflejándose en el posicionamiento de muchas empresas en este nicho, principalmente por el potencial económico que ofrece.

Al respecto, la oficina central de Tractopar opera en Ciudad del Este (Alto Paraná), mientras que sus sucursales se encuentran establecidas estratégicamente en localidades dentro del mismo departamento (Santa Rita y San Alberto) donde el cultivo de soja se efectúa de forma intensiva, y en Asunción, desde el año 2010, con el propósito de diversificar sus áreas de negocios y atender la demanda existente desde la capital y en la región occidental, principalmente de Cooperativas de producción en el Chaco. En ese sentido, la empresa ha previsto su relocalización a un local propio y de mayor capacidad, de modo a marcar mayor presencia ante las buenas perspectivas de crecimiento que se observan para el Chaco.

Por el rubro en que opera y las características de sus clientes, sus ingresos se concentran en los periodos de siembra y cosecha de soja, los cuales son estacionales entre el segundo y cuarto trimestre, mientras que los periodos de mayor facturación se dan a partir de la entrada de divisas por la exportación de los cultivos en los primeros meses del año, periodo en el que los deudores de la empresa cancelan sus compromisos con la misma, así como entre junio y septiembre, época en donde el agricultor pone a punto sus maquinarias para el inicio de la nueva cosecha.

En tal sentido, su capacidad de generación de ingresos se encuentra igualmente afectada por las propias condiciones fuertemente vinculadas al sector donde opera, como la variación en los precios internacionales de los commodities, tipo de cambio, factores climáticos y fitosanitarios, etc.

Con el objetivo de aumentar su market share, Tractopar S.A.E. ha previsto un crecimiento a través de la ampliación de sucursales y desarrollo de nuevas líneas de productos, para lo cual ha recurrido permanentemente al endeudamiento a través del sistema financiero. Estos recursos han sido destinados al incremento de su stock de mercaderías, con el deseo de atender las necesidades inmediatas de sus clientes y sus planes de crecimiento.

Las marcas de mayor comercialización dentro del rubro son John Deere, Massey Ferguson, New Holland y Case IH, entre otras, las cuales cuentan con la asistencia técnica de las compañías que las representan. Por su parte, entre las empresas que se dedican a la venta de repuestos agrícolas -conjuntamente con Tractopar- se encuentran Centro Agrícola Implementos S.A. (CAISA), Tracto Repuestos S.A., Distrimotor, Yhaguy Repuestos S.A., entre otras.

Cabe señalar que debido a que si bien estas empresas comercializan productos importados, los cuales son adquiridos principalmente en dólares, igualmente la capacidad de compra de mercaderías en moneda local de parte de sus clientes se reduciría ante una eventual depreciación, y consecuentemente los ingresos de la empresa.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

Elevada dependencia de sus accionistas para la conducción estratégica, mientras su estructura organizativa no presenta políticas y manuales de procedimientos

El directorio de Tractopar se encuentra conformado por sus dos accionistas y un Director Titular, luego de la última Asamblea General de Accionistas celebrada en abril del corriente año. Los mismos se encargan de llevar a cabo la conducción estratégica de la empresa, a través de la división en gerencias establecidas, donde sus accionistas mantienen una activa participación en el control y supervisión de cada una de ellas.

Su plana directiva ha diseñado un esquema organizacional basado en tres gerencias (General – Administrativa – de Balcón). Si bien el diseño contempla la figura de un Gerente General, la coordinación y supervisión de las actividades del negocio es llevada a cabo en forma conjunta por el Presidente (área financiera) y el Vicepresidente (área comercial), lo que evidencia una marcada concentración de funciones sobre sus principales accionistas.

El ritmo de crecimiento obtenido por la empresa no ha sido acompañado por la implementación y desarrollo de políticas de procedimiento de cobranzas, contingencias, recursos humanos y control interno que pudieran direccionar ese crecimiento hacia el logro de mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

Sin embargo, de modo a dar cobertura a dichas necesidades, se ha contratado a un grupo consultor con el propósito de identificar las oportunidades de mejora en áreas claves para continuar el creciente desarrollo de sus actividades comerciales en un ambiente de control interno y objetivos generales.

En relación a sus políticas de créditos, Tractopar otorga líneas a sus clientes luego de un proceso de análisis y aprobación de los mismos, examinando sus compromisos con entidades financieras y comerciales, revisando al mismo tiempo su estado a través de Inforcomf. Una vez chequeadas estas informaciones, los montos a ser otorgados están supeditados a la aprobación del gerente de balcón o sucursal.

El área comercial responde directa y permanentemente a su vicepresidente, quien mantiene un monitoreo y control diario sobre sus vendedores mediante un sistema informático para la consecución de los objetivos de ventas.

Por otra parte, la expansión de la empresa en los últimos años se ha dado a través del financiamiento con entidades financieras, las cuales han sido el soporte tanto para la compra de inmuebles como para el incremento de mercaderías y el desarrollo de nuevas líneas de productos. A partir de lo mencionado, y con el objetivo de aumentar su capacidad de generación de ingresos, la empresa mantiene importantes niveles de capital operativo.

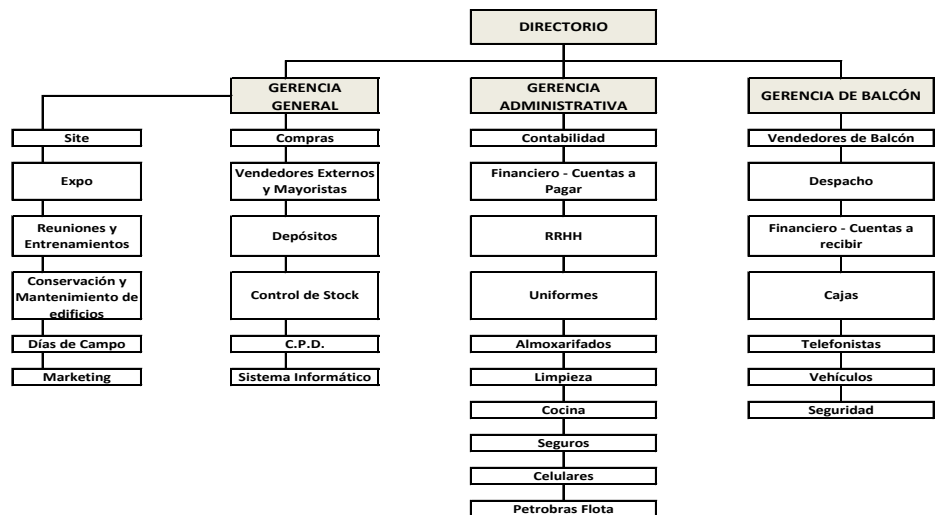
PROPIEDAD

El control de la propiedad se encuentra concentrado en sus dos accionistas, quienes participan activamente en la toma de decisiones

Tractopar, constituida inicialmente como SRL el 15 de febrero de 1996, se ha transformado a Sociedad Anónima Emisora en el 2012, luego de la modificación de sus estatutos. El capital de la sociedad se halla concentrado en dos accionistas, cada uno con una participación del 50% y una activa intervención en la toma de decisiones. En este sentido, el capital integrado de la empresa alcanza unos G. 22.000 millones, luego de la última integración de resultados acumulados durante el 2010 por G. 12.000 millones.

Se encuentra distribuido equitativamente en acciones ordinarias entre los señores Rudimar Knop y Sergio Paulo Broetto (11.000 acciones cada uno), los cuales se desempeñan como presidente y vicepresidente de la entidad, respectivamente.

MIEMBROS DEL DIRECTORIO Y DIRECCIÓN DE ÁREAS			junio-14
NOMBRE	CARGO EN EL DIRECTORIO	GERENCIA	ANTIGÜEDAD
Rudimar Knop	Presidente		17 años
Sergio Paulo Broetto	Vice - Presidente		17 años
Kassima Tatiani Colpo de Torres	Director Titular	Gerente Administrativo	17 años
Delmar Knop Ilgo	Director Suplente	Gerente General	17 años
Cesar Carlos Broetto	Director Suplente	Gerente de Balcón	17 años
Victor Fernando Stasiak	Director Suplente		1 año
Nelson D. Pereira Fernández	Síndico		Actual



Al corte analizado, la empresa no posee vinculaciones en valores ni en deudas con otras entidades. Por su parte, sus accionistas poseen vinculaciones por participación accionaria con otras empresas como DIPESU Ltda., Marangatu Ltda. (comercialización de implementos agrícolas) y MRS S.A. (empresa ganadera). En el caso de ésta última, ambos ocupan el cargo de Presidente y Director Titular.

En otro sentido, la empresa no cuenta con políticas de distribución de utilidades así como planes para el fortalecimiento de su capital.

Composición Accionaria de Tractopar S.A.E.			
Accionistas	Cantidad de Acciones	Valor	Porcentaje
Rudimar Knop	11.000	11.000.000.000	50%
Sergio Paulo Broetto	11.000	11.000.000.000	50%
Total	22.000	22.000.000.000	100%

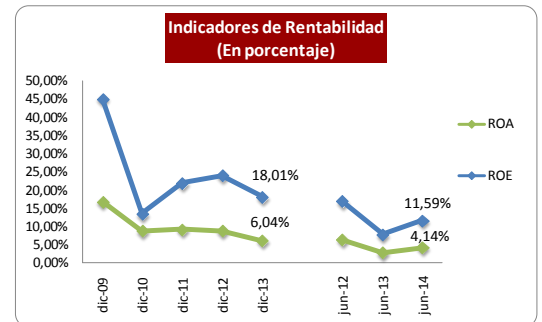
SITUACIÓN FINANCIERA

RENTABILIDAD Y EFICIENCIA OPERATIVA

Una mejor eficiencia operativa ha mantenido en niveles adecuados sus indicadores de rentabilidad

Tractopar ha evidenciado un crecimiento continuo en sus negocios, lo que se ha traducido en mayores resultados netos. No obstante, si bien los niveles de ventas alcanzados a junio del 2014 han presentado un leve descenso a partir de una menor actividad comercial en comparación a lo alcanzado un año antes, una mejor eficiencia operativa habría elevado sus resultados netos. Por su parte, los indicadores de rentabilidad poseen una tendencia decreciente en los últimos periodos ante el sostenido avance de su patrimonio, mismo comportamiento demostrado por su estructura de gastos.

Las ventas registradas han llegado a G. 48.032 millones, lo que se traduce en una disminución de 1,51% en relación a lo obtenido en junio del 2013, explicado por la baja en el comercio nacional –fundamentalmente en el segundo trimestre, producto de las bajas lluvias que afectan a las cosechas de los productores– mientras que los costos de ventas también han bajado, con lo que se ha alcanzado, luego de ingresos operativos por G. 2.095 millones, una utilidad bruta de G. 16.118 millones. Por su parte, los menores niveles de gastos operacionales han fortalecido sus resultados operativos, mostrando un crecimiento del 106,79%, hasta alcanzar G. 3.177 millones. En este sentido, y luego de mayores egresos financieros por intereses pagados ante el importante endeudamiento con entidades bancarias, se ha traducido en una utilidad neta del ejercicio de G. 1.922 millones, superando lo obtenido un año antes y alcanzando un 59,58% lo facturado en el 2013.



Por otra parte, las mayores disponibilidades y créditos a clientes, así como un mayor stock de mercaderías y en menor medida sus bienes de uso, ha provocado el crecimiento de sus activos hasta G. 92.681 millones, unos G. 9.790 millones más que en junio del 2013.

El mismo comportamiento ha registrado su patrimonio, el cual ha aumentado hasta G. 35.106 millones luego de mayores reservas acumuladas y resultados obtenidos durante el 2013 y 2014.

A partir de lo mencionado, la empresa ha obtenido al primer semestre unos indicadores de rentabilidad sobre sus fondos propios (ROE) y los activos (ROA) de 11,59% y 4,14%, respectivamente. Estos adecuados porcentajes son superiores a los alcanzados en junio del 2013, y se encuentran en torno a la media en los últimos años.

SOLVENCIA Y CAPITALIZACIÓN

Elevado fortalecimiento patrimonial en los últimos años a partir del alcance de mayores resultados netos

El capital integrado de Tractopar S.A.E. se ha mantenido en G. 22.000 millones al cierre de junio del 2014, luego de la última integración de resultados acumulados realizada durante el 2010, por un monto de G. 12.000 millones. El capital se halla dividido en partes iguales entre sus dos accionistas, cada uno con el 50% de las acciones ordinarias.

En junio del 2013, la empresa habría distribuido utilidades por G. 2.610 millones, lo que habría hecho disminuir, junto a menores resultados del ejercicio, el patrimonio neto de hasta G. 30.408 millones. A partir de ese momento, Tractopar ha expuesto un crecimiento patrimonial continuado a partir de los resultados acumulados durante el periodo 2013. En este sentido, los recursos propios alcanzan G. 35.106 millones, lo que representa un aumento del 15,45% en comparación a lo obtenido un año antes.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

El crecimiento de sus negocios se ha financiado a través del endeudamiento con entidades financieras

Las obligaciones de Tractopar se han mantenido en niveles crecientes en los últimos periodos, luego de los elevados compromisos con sus deudores comerciales por nuevas líneas de productos así como con entidades financieras para la expansión del negocio.

Al respecto, al cierre del ejercicio 2013 la empresa ha tomado préstamos hipotecarios con tres entidades bancarias para la cancelación parcial de sus obligaciones financieras y la adquisición de un terreno para la relocalización de la sucursal en Asunción. En este sentido, y luego de los menores plazos de sus vencimientos, a junio del 2014 los pasivos corrientes han aumentado en un 70,29%, alcanzando los G. 53.296 millones, explicado por los referidos préstamos financieros e hipotecarios tomados y en menor medida por descuentos de documentos y obligaciones comerciales. Por otra parte, los pasivos no corrientes han disminuido hasta G. 16.906 millones. Con todo esto, el pasivo total de Tractopar S.A.E. ha alcanzado los G. 57.755 millones, unos G. 5.092 millones más al cierre de junio del 2014 en comparación a lo alcanzado un año antes.

A partir de lo expuesto, el indicador de endeudamiento de la empresa se mantiene en niveles similares en comparación a junio del 2013, alcanzando 0,62 veces sus activos totales. Por su parte, su apalancamiento se ha retraído hasta 1,65 veces su patrimonio neto, luego de un aumento más que proporcional de éste último en comparación a sus pasivos.

Los elevados intereses pagados por los préstamos financieros han ido disminuyendo su cobertura de gastos financieros. Igualmente, la entidad ha registrado una mejor performance en el mismo al corte analizado a partir de los mejores resultados netos obtenidos, lo que le ha permitido alcanzar una cobertura contra egresos financieros de 1,63 veces. Por su parte, el crecimiento de sus activos fijos -fundamentalmente a partir de la inversión en inmuebles en los últimos años- ha ido reduciendo su posición de cobertura del activo permanente en los últimos periodos, mientras que se mantiene estable al corte de junio del 2014, en 1,69 veces sus bienes de uso.

LIQUIDEZ Y FONDEO

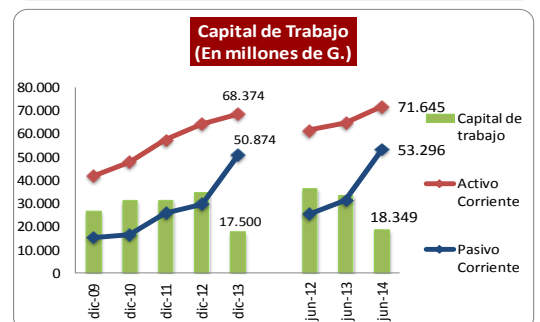
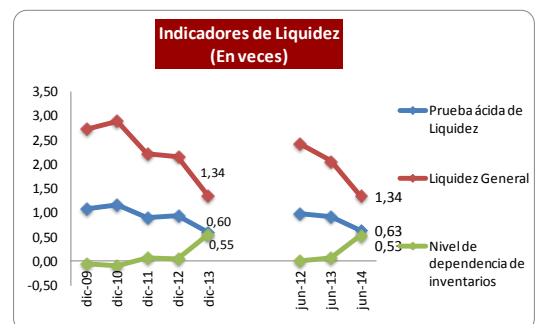
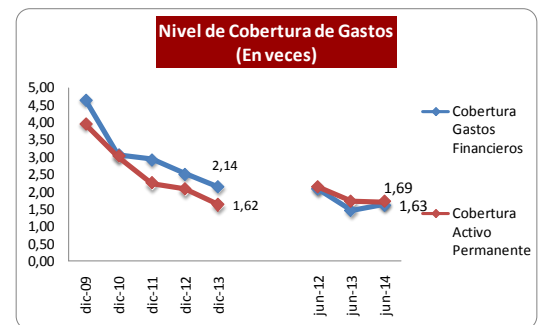
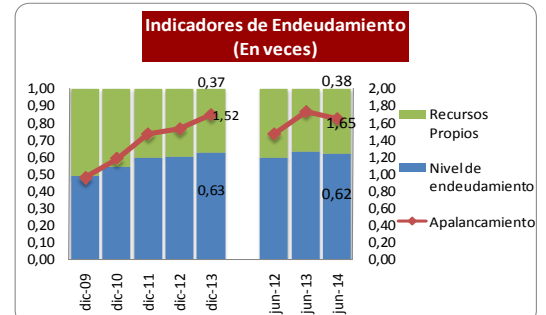
La proximidad de los vencimientos de sus compromisos ha reducido sus indicadores de liquidez y capital de trabajo

El incremento de sus pasivos corrientes ha propiciado que, al corte analizado, sus niveles de liquidez hayan decrecido en comparación a años anteriores, disminuyendo al mismo el capital de trabajo de la empresa y aumentando la dependencia de su stock de mercaderías para la cancelación de sus obligaciones.

En este sentido, si bien los activos corrientes han crecido en un 10,72% hasta llegar a los G. 71.645 millones, el importante aumento de sus compromisos corrientes ha reducido su nivel general de liquidez hasta 1,34 veces, aunque permanece en niveles adecuados. Igualmente, las menores ventas han aumentado su stock de inventarios lo que, sumado a lo anterior, se ha traducido en un nivel de prueba ácida de 0,63 veces sus pasivos corrientes. Esta tendencia decreciente se ha mantenido en los últimos años.

Asimismo, un crecimiento más que proporcional de sus pasivos corrientes por sobre los activos (70,29% vs 10,72%) se ha traducido en una caída importante del capital de trabajo hasta G. 18.349 millones, unos G. 15.059 millones menos que en junio del 2013, no obstante la empresa mantiene un elevado stock de mercaderías, como parte de la expansión de sus negocios.

A partir de lo expuesto anteriormente, la empresa ha presentado un nivel de dependencia de sus inventarios en torno a 0,53 veces sus bienes uso, indicador muy por encima de su evolución histórica, lo que se traduce



como una mayor necesidad de realización de sus inventarios para la cancelación de sus compromisos corrientes. No obstante, el propio giro del negocio obliga a la empresa a mantener un elevado stock de mercaderías.

GESTIÓN Y ACTIVIDAD

El menor desempeño comercial y el aumento de los créditos han presionado a un mayor ciclo operacional

Los indicadores de gestión y actividad presentados al corte analizado evidencian un crecimiento en el ciclo operacional de la empresa, coincidente con los periodos de menor actividad económica registrados anteriormente, situación que se ha dado en el primer semestre del corriente año.

Por un lado, las ventas alcanzadas por la empresa se han reducido en un 1,51% llegando a los G. 48.032 millones, mientras que los créditos otorgados suponen un crecimiento hasta G. 29.838 millones. Lo anterior ha provocado un aumento en el periodo de rotación de cartera, pasando de 100 a 112 días entre junio del 2013 y 2014, respectivamente.

Igualmente, el menor movimiento comercial registrado durante el primer semestre del año así como la ampliación de las líneas de productos comercializadas se han traducido en una acumulación de mayores niveles de mercaderías, lo que ha presionado al mismo tiempo a un incremento en el periodo de rotación de inventarios hasta 200 días, unos 13 días más que lo obtenido un año antes.

La menor rotación de su cartera y del nivel de inventarios ha determinado el incremento del ciclo operativo de la empresa, aumentando finalmente hasta 312 los días necesarios para efectivizar operaciones comerciales.

FLUJO DE CAJA PERIODO 2014-2019.

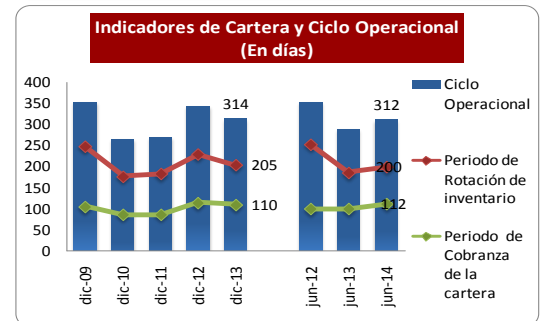
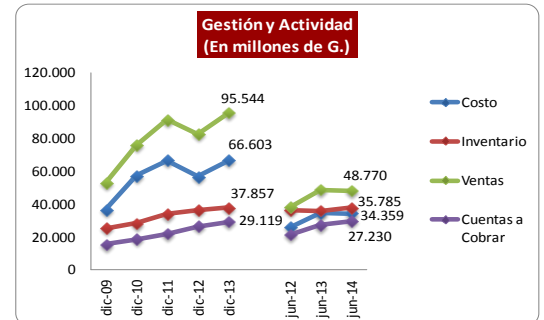
Tractopar S.A.E. ha elaborado un flujo de caja con una proyección de cinco años, coincidente con la vigencia del Programa de Emisión Global G1, bajo un escenario de crecimiento previsto como moderado, hasta el vencimiento de los bonos en el año 2019. Al respecto, la empresa ha previsto una evolución conservadora en sus niveles de sus ingresos operativos en torno al 5% y razonable con su comportamiento histórico, acompañados de la disminución de sus niveles de endeudamiento con entidades financieras y la obtención de recursos de más largo plazo desde el mercado de valores, por un valor máximo estimado de G. 14.000 millones, correspondientes al PEG G1, ya colocado, y al PEG G2, previsto dentro del año 2014.

Por otro lado, con el ingreso del flujo efectivo proveniente de las referidas emisiones, la empresa utilizaría estos fondos para la adquisición de mercaderías al contado, aprovechando de esta forma las ventajas en precios que supondría esta operación, previendo compras para esta modalidad a una tasa del 5% para los siguientes años, lo que haría al mismo tiempo disminuir sus obligaciones con proveedores (proyectado en unos G. 11.000 millones para el 2015). Refleja además unos niveles superiores de gastos operativos, mientras que la compra de activos fijos responde a los pagos anuales que honraría la empresa por la adquisición de un inmueble y puesta a punto de la nueva sucursal de Asunción. Igualmente, aprovechando los descuentos obtenidos con la compra al contado de mercaderías, esto sería utilizado para la disminución gradual en torno al 10% del capital de sus obligaciones con entidades financieras, y en un 5% de sus intereses.

Otro aspecto importante, ha sido los desembolsos importantes previstos en concepto de pagos de intereses y capital por las emisiones realizadas y las que se encuentran en proceso de emisión. Cabe señalar que, los vencimientos de las series del PEG G1 y G2 se dan en concordancia con los trimestres de mayor facturación. Por su parte, el pago de capital para el PEG G2 se efectuará durante el cuarto trimestre del 2019, periodo de menor movimiento comercial.

Al corte analizado, la empresa ha alcanzado un nivel de ventas de G. 48.032 millones, sobre un objetivo trazado de G. 99.488 millones para el periodo 2014, lo que representa un nivel de cumplimiento de 48,27% con lo que podría no cumplirse la meta establecida, esto último a partir de una menor actividad económica registrada durante el trimestre analizado, periodo en el que las ventas se reducen, acorde a lo señalado por sus responsables y observado en sus balances.

Considerando los resultados netos obtenidos en los trimestres analizados, la empresa podría hacer frente al pago de sus compromisos con el mercado de valores. Del análisis de la estructura de ingresos y egresos, el crecimiento menos que proporcional de los gastos operativos contra los ingresos por ventas evidencian unos resultados operativos positivos para el periodo considerado, los cuales sumados a préstamos de corto plazo podrían hacer frente al pago de capital e intereses correspondientes a la emisiones realizadas.



FLUJO DE CAJA PROYECTADO DE TRACTOPAR S.A.E. - PERIODO 2014/2019							
Concepto	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Saldo Inicial	7.533.952.324	19.288.836.854	22.603.788.346	31.718.312.210	45.681.399.836	65.609.880.955	
Ventas y Cobranzas	106.731.206.221	112.067.766.533	117.671.154.859	123.554.712.602	129.732.448.232	136.219.070.644	
Otros Ingresos Operativos	4.092.175.806	4.296.784.596	4.511.623.826	4.737.205.017	4.974.065.268	5.222.768.531	
Préstamos a Corto Plazo	32.182.431.242	28.964.188.117	26.067.769.306	23.460.992.375	21.114.893.138	19.003.403.824	
Ventas de Activo Fijo	42.477.272	46.724.999	51.397.499	56.537.249	62.190.974	68.410.072	
Ingresos PEG G1	4.000.000.000	0	0	0	0	0	
Ingresos PEG G2	10.000.000.000	0	0	0	0	0	
Total Ingresos	157.048.290.541	145.375.464.245	148.301.945.490	151.809.447.243	155.883.597.612	160.513.653.070	
Compras al Contado	27.557.683.542	38.935.567.719	40.882.346.105	42.926.463.410	45.072.786.581	47.326.425.910	
Pago a Proveedores	38.890.793.140	25.946.253.483	24.648.940.808	23.416.493.768	22.245.669.080	21.133.385.626	
Gastos Operativos	38.772.238.257	38.036.963.046	38.782.217.962	39.392.642.096	39.518.713.487	40.261.635.819	
Recargos y Multas	16.569.520	14.959.520	12.245.210	11.225.136	9.545.110	6.545.110	
Compra Activo Fijo	1.115.000.000	1.410.000.000	705.000.000	705.000.000	705.000.000	705.000.000	
Préstamos Financieros e Int.	38.773.457.169	34.896.111.452	31.406.500.307	28.265.850.276	25.439.265.249	22.895.338.724	
Pago Intereses Bonos G1	167.664.384	670.657.534	600.171.233	478.684.932	314.136.986	134.630.137	
Pago Intereses Bonos G2	0	1.650.000.000	1.650.000.000	1.650.000.000	1.650.000.000	1.650.000.000	
Pago Capital Bonos G1	0	500.000.000	500.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	
Pago Capital Bonos G2	0	0	0	0	0	10.000.000.000	
Total Egresos	145.293.406.011	142.060.512.753	139.187.421.625	137.846.359.618	135.955.116.492	145.112.961.325	
Flujo de Caja Anual	11.754.884.530	3.314.951.492	9.114.523.864	13.963.087.626	19.928.481.120	15.400.691.745	
Saldo Acumulado al cierre de c/año	19.288.836.854	22.603.788.346	31.718.312.210	45.681.399.836	65.609.880.955	81.010.572.700	

Fuente: Prospecto del PEG G2 de Tractopar S.A.E.

TRACTOPAR S.A.E.
RESUMEN ESTADÍSTICO - SITUACIÓN PATRIMONIAL, ECONÓMICO-FINANCIERO

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

PRINCIPALES CUENTAS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-12	jun-13	jun-14	Crec. %
Disponibilidades	1.168	2.471	2.248	2.216	1.570	4.611	1.896	4.045	113,4%
Otros Créditos	15.461	16.526	21.132	25.579	28.620	20.339	26.731	29.339	9,8%
Inventarios	25.262	28.363	33.872	36.240	37.857	36.464	35.785	37.823	5,7%
Activo Corriente	41.899	47.660	57.256	64.154	68.374	61.581	64.706	71.645	10,7%
Créditos	0	1.910	828	828	499	828	499	499	0,0%
Propiedad, Planta y Equipos	6.233	8.964	12.921	15.496	20.429	14.606	17.866	20.718	16,0%
Activo No Corriente	6.233	10.874	13.749	16.323	20.927	15.434	18.365	21.216	15,5%
Activo Total	48.132	58.534	71.005	80.478	89.302	77.015	83.071	92.861	11,8%
Deudas Comerciales	8.801	10.308	16.853	17.074	16.000	17.164	17.891	19.509	9,0%
Deuda Financieras Cte.	6.329	6.388	9.085	12.711	34.778	8.554	13.261	33.667	N/A
Pasivo Corriente	15.372	16.511	25.879	29.736	50.874	25.471	31.298	53.296	70,3%
Deudas Financieras N Cte.	8.150	15.092	16.326	18.858	5.244	20.321	21.365	4.459	-79,1%
Pasivo No Corriente	8.150	15.092	16.326	18.858	5.244	20.321	21.365	4.459	-79,1%
Pasivo Total	23.522	31.604	42.205	48.593	56.118	45.792	52.663	57.755	9,7%
Capital	10.000	10.000	22.000	22.000	22.000	22.000	22.000	22.000	0,0%
Patrimonio Neto	24.610	26.930	28.801	31.885	33.184	31.223	30.408	35.106	15,4%

ESTADO DE RESULTADOS

Ventas	52.758	75.927	91.417	82.574	95.544	38.219	48.770	48.032	-1,5%
Costo de Mercaderías Vendidas	36.611	57.347	66.473	56.698	66.603	25.939	34.359	34.008	-1,0%
Utilidad Bruta	18.612	24.150	29.099	30.418	32.799	14.548	16.785	16.118	-4,0%
Gastos de Comercialización	3.759	8.081	10.178	10.677	11.792	4.491	6.493	5.759	-11,3%
Gastos de Administración	4.603	8.525	9.139	8.081	10.875	5.384	6.674	5.373	-19,5%
Resultado Operativo	10.251	7.543	9.782	11.659	10.132	4.672	3.617	4.986	37,8%
Gastos Financieros	2.202	2.461	3.347	4.635	4.737	2.250	2.484	3.064	23,3%
Resultado Operativo y Financiero	8.049	5.083	6.435	7.024	5.395	2.422	1.134	1.922	69,6%
Resultado Neto del Ejercicio	4.078	1.528	1.935	2.529	3.227	2.422	1.134	1.922	69,6%

INDICADORES

SOLVENCIA Y LEVERAGE									
Nivel de Endeudamiento	0,49	0,54	0,59	0,60	0,63	0,59	0,63	0,62	-0,01
Recurso Propios	0,51	0,46	0,41	0,40	0,37	0,41	0,37	0,38	0,01
Apalancamiento	0,96	1,17	1,47	1,52	1,69	1,47	1,73	1,65	-0,09
Cobertura de Gastos Financieros	4,66	3,07	2,92	2,52	2,14	2,08	1,46	1,63	0,17
GESTIÓN									
Rotación de Inventario	1,4	2,0	2,0	1,6	1,8	0,7	1,0	0,9	-0,06
Rotación de Cartera	3,4	4,1	4,2	3,1	3,3	1,8	1,8	1,6	-0,18
Ciclo Operacional (días)	354	265	270	345	314	353	288	312	24
RENTABILIDAD									
ROA Anualizado (%)	16,7%	8,7%	9,1%	8,7%	6,0%	6,3%	2,7%	4,1%	0,01
ROE Anualizado (%)	45,0%	13,3%	21,8%	23,9%	18,0%	16,8%	7,7%	11,6%	0,04
LIQUIDEZ									
Liquidez General	2,73	2,89	2,21	2,16	1,34	2,42	2,07	1,34	-0,72
Liquidez de 1er Grado	1,08	1,17	0,90	0,94	0,60	0,99	0,92	0,63	-0,29
Nivel de Dependencia de Inventario	-0,05	-0,09	0,07	0,05	0,55	0,01	0,07	0,53	0,45
Capital de Trabajo (En millones de G.)	26.527	31.148	31.378	34.419	17.500	36.110	33.408	18.349	-15.059

Fuente: Estados Contables de Tractopar S.A.E., Periodo Dic. 2009/2013 y comparativo Junio 2012-2013-2014.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2

Tractopar S.A.E. ha aprobado la emisión de bonos bajo el esquema de Programa de Emisión Global denominado G2 por un monto máximo de G. 10.000 millones, estructurado para un plazo de vencimiento de cinco años, conforme a lo establecido en el Acta de Directorio de N° A005/2014 del 23 de septiembre del 2014. La misma será emitida en dos Series de G. 5.000 millones con plazos e intereses a ser definidos en cada una, cuyo vencimiento de capital se ha fijado para el año 2019. Esto con el propósito de captar fondos del mercado de valores y destinarlos al capital operativo para la adquisición de mercaderías para su posterior venta.

Por su parte, las emisiones de bonos bajo este esquema no contemplan rescates anticipados ni resguardos y ni garantías especiales, quedando los procedimientos de incumplimientos sujetos a lo establecido en el Reglamento del Sistema Electrónico de Negociación.

RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN G2	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
EMISOR	TRACTOPAR S.A.E.
APROBADO POR DIRECTORIO	Acta de Directorio N° A005/2014 de fecha 23 de Setiembre de 2014
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	G2
MONTO Y MONEDA DEL PROGRAMA	G. 10.000.000.000
SERIES	Los Títulos de Deuda podrán ser emitidas en una o más series, donde se establecerán los términos y condiciones especificados de cada una.
TASA DE INTERES	A ser definida en cada Serie o Prospecto complementario.
FORMA DE PAGO DE CAPITAL E INTERESES	A ser definida en cada Serie o Prospecto complementario.
PLAZO DE VENCIMIENTO	Entre 365 días (1 año) y 1.825 días (5 años).
DESTINO DE LOS FONDOS	Capital Operativo para compra de mercaderías y posterior venta.
RESCATE ANTICIPADO	No se prevé rescate anticipado
PROCEDIMIENTO DE INCUMPLIMIENTO	Se dispondrá de lo establecido en el Capítulo VII del Reglamento del SEN.
GARANTÍA	Común, a sola firma.
REPRESENTA DE OBLGACIONISTAS	Valores Casa de Bolsa S.A.
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Valores Casa de Bolsa S.A.

Fuente: Prospectos de los Programas de Emisión Global G2 de Tractopar S.A.E.

RESUMEN DE EMISIONES EMITIDAS Y COLOCADAS

Desde su inscripción en los registros de la Comisión Nacional de Valores, según Resolución CNV N| 73 E/13 de fecha 19 de diciembre de 2013, Tractopar S.A.E. ha efectuado su primera emisión de bonos bajo el P.E.G. G1 por un monto máximo de G. 4.000 millones, los cuales han sido colocados en su totalidad en cuatro Series: dos series de G. 500 millones a vencer en el 2016, una serie de G. 1.000 millones con vencimiento en el año 2017, y la última con vencimientos parciales de 50% en los años 2018 y 2019.

RESUMEN DE EMISIONES VIGENTES							
Bonos	P.E.G.	Colocación	Emisión	Colocado	Garantía	Vencimiento	Tasa
Serie 1	G1	07/11/2014	500.000.000	500.000.000	Común	02/01/2016	15,00%
Serie 2	G1	07/11/2014	500.000.000	500.000.000	Común	07/08/2016	15,50%
Serie 3	G1	07/11/2014	1.000.000.000	1.000.000.000	Común	07/07/2017	16,00%
Serie 4	G1	07/11/2014	2.000.000.000	2.000.000.000	Común	50% - 6/7/2018 50% - 5/7/2019	18,00%
Totales			4.000.000.000	4.000.000.000			

Fuente: Prospecto de Emisión Global del G1 de Tractopar S.A.E. y sus respectivas Series.

ANEXO I

NOTA: El Informe fue preparado en base a los Estados Financieros Anuales y Auditados correspondientes al periodo 2009/2013 y cortes trimestrales correspondientes a Junio de 2012, 2013 y 2014, que permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos y además los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la empresa, las cuales representan información representativa y suficiente para la calificación de riesgo.

La emisión de Bonos bajo el Programa de Emisión Global G2 de Tractopar S.A.E. se ha sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud a lo que establece la Ley N° 3899/09 y el artículo 15 de 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 y Financieros anuales de los periodos 2009/13, y comparativos de junio de 2012, 2013 y 2014.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Estructura de Financiamiento, detalles de sus pasivos.
4. Composición y participación accionaria de la Emisora, vinculación con otras empresas.
5. Composición del Directorio y análisis de la Propiedad.
6. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
7. Programa de Emisión Global G2 y complementarios de las series emitidas.
8. Flujo de Caja proyectado actualizado. Periodo 2014-2019.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados financieros históricos, con el propósito de 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 de sus desempeños, 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 emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Análisis de las características de la emisión de bonos, y valoración de los eventuales resguardos y garantías.

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente al Programa de Emisión Global G2 de **TRACTOPAR S.A.E.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV N° 1241/09.

Fecha de 1ª calificación: 12 de noviembre de 2014.

Fecha de publicación: 04 de diciembre de 2014.

Corte de calificación: 30 de junio de 2014.

Resolución de Aprobación CNV N°: 80 E/14, Acta de Directorio N° 083/14 de fecha 02 de diciembre de 2014 .

Calificadora: **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**

Edificio San Bernardo 2° Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |

Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@solventa.com.py

TRACTOPAR S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2	<i>py</i> BBB	ESTABLE
<p>Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.</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 a 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 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