

SALLUSTRO & CIA. S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G1 MONTO MÁXIMO: G. 20.000.000.000 CORTE DE CALIFICACIÓN: 30 DE JUNIO DE 2019

CALIFICACIÓN	FECHA DE 4ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 5ª ACTUALIZACIÓN	Analista: Econ. María Inés Álvarez malvarez@solventa.com.py Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	JUNIO/2019	SETIEMBRE/2019	
P.E.G. G1	pyBB+	pyBB+	"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	FUERTE (+)	FUERTE (+)	

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.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1	Detalle
Emisor	Sallustro & Cía. S.A.
Acta de Aprobación del Directorio	Nº 47, de fecha 22 de mayo de 2015
Denominación del PEG	G1
Moneda y Monto Emitido	G. 20.000.000.000
Moneda y Monto Colocado	G. 20.000.000.000
Emisiones	Monto Vencimiento
Serie 1	G. 3.500.000.000 09/09/2019
Serie 2	G. 3.500.000.000 09/03/2020
Serie 3	G. 3.000.000.000 07/09/2020
Serie 4	G. 3.500.000.000 18/12/2019
Serie 5	G. 3.500.000.000 17/06/2020
Serie 6	G. 3.000.000.000 17/12/2020
Plazo de vencimiento	Se podrán emitir con plazos de 1460 días a 2555 días (entre 4 y 7 años).
Destino de Fondos	Para la expansión de la empresa, incluyendo pero no limitando, apertura de tiendas, ampliación de tiendas o depósitos existentes y compra de mercaderías.
Rescate Anticipado	No se ha previsto rescate anticipado
Agente Organizador y Colocador	Investor Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	Investor Casa de Bolsa S.A.

FUNDAMENTOS

La ratificación de la calificación del Programa de Emisión Global G1 de Sallustro & Cía. S.A. responde a la moderada evolución de sus ingresos a partir de la consolidación de sus dos unidades de negocios, mayorista y retail, luego de la fusión por absorción de Innovare S.A.E.C.A. a finales del ejercicio 2018. Esto ha contemplado la depuración de sus operaciones vinculadas y la conciliación patrimonial y financiera, además de un periodo de adecuación operacional, que aún se encuentra en proceso. Asimismo, refleja su importante posicionamiento en los principales centros de comercialización, a través de la representación de reconocidas y exclusivas marcas internacionales, así como el aprovechamiento del Know How comercial, de organización e innovación obtenida del relacionamiento con sus principales proveedores.

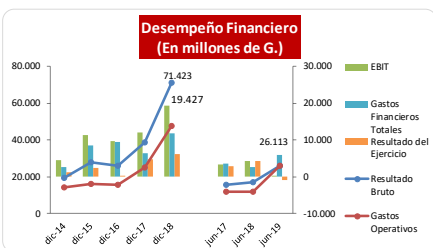
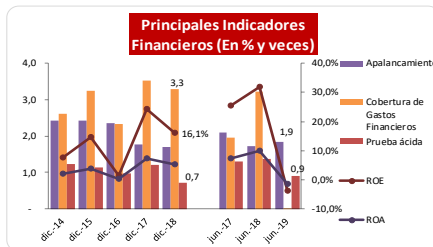
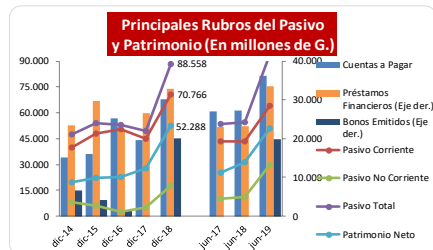
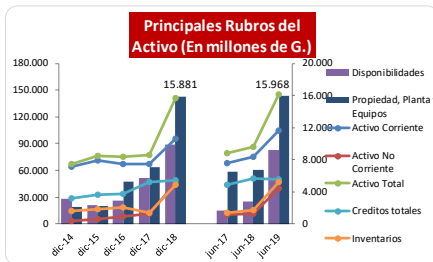
Adicionalmente, considera la realización de sus inversiones en el extranjero, mediante la reciente venta de Toraler S.A., cuyos recursos se encuentran garantizando préstamos bancarios. A su vez, incorpora la experiencia de sus socios fundadores en el rubro y la activa participación de la segunda generación en la conducción estratégica de la empresa, conforme a un esquema de sucesión y a una continua asesoría externa.

En contrapartida, recoge el nivel de apalancamiento mantenido y la menor performance comercial en términos consolidados, así como la elevada competencia formal e informal en los segmentos donde opera, el efecto de la reducción de sus operaciones vinculadas y la actual coyuntura económica, caracterizada por un menor escenario de consumo y fluctuaciones del tipo de cambio. Asimismo, valora la importante incidencia de su estructura de gastos operativos y de gastos financieros sobre sus ingresos directos y en la cobertura de sus gastos financieros, limitando aún la obtención de resultados netos al corte analizado.

Además, toma en cuenta la continua necesidad de financiamiento y la concentración de la estructura de fondeo en el corto plazo, principalmente en proveedores y deudas bancarias, así como el importante inventario de mercaderías, las importaciones en curso y anticipos realizados a proveedores, los cuales mantienen acotada su posición de liquidez. A estos factores, se suman el importante desafío existente para la adecuada gestión y recuperación de créditos incobrables, específicamente relacionados a sus operaciones en el exterior.

Por su parte, considera las acciones administrativas de la empresa con miras al crecimiento comercial y de su eficiencia operativa, así como mediante alianzas estratégicas y el mayor posicionamiento de sus marcas en otras zonas del país. Igualmente, tiene en cuenta el plan financiero elaborado con el objetivo de disminuir la dependencia de deuda financiera corriente, con recursos por la emisión de bonos de largo plazo.

Sallustro & Cía. S.A., fundada en el año 1974, tiene por objeto la importación, exportación, representación, distribución y comercialización, a nivel local e internacional, de indumentarias, calzados y accesorios de importantes marcas nacionales y de procedencia extranjera, orientando sus negocios a los segmentos minorista, mayorista y de franquicias. Desde el año 2013, su foco se ha centrado principalmente en distribuidores mayoristas a través de ventas a crédito, incorporando recientemente a su operativa el canal retail (ventas al contado) mediante la absorción de Innovare S.A.E.C.A. Cuenta con la representación de renombradas marcas como Aldo, Converse, Hush Puppies, Hering y Under Armour, así como también, con una amplia cobertura geográfica de negocios mediante una red de



tiendas monomarcas y multimarcas, ubicadas en los principales centros comerciales de alta concurrencia y consumo del país.

Respecto a la evolución de sus ingresos, si bien las ventas de Sallustro han alcanzado un importe de G. 69.805 millones al cierre de junio de 2019, ha contemplado una significativa reducción en términos consolidados luego de la fusión, además del menor desempeño comercial en la industria donde opera, en línea con una baja de la actividad económica a nivel país, lo cual ha incidido en un menor nivel de márgenes brutos y resultados en el segundo trimestre de 2019. Por su parte, la estructura de gastos operativos y financieros continúa absorbiendo de manera importante sus resultados (Ebitda y Ebit), incluso con el gradual proceso de racionalización de gastos evidenciados, considerando que en este periodo ya no se contó con la participación de otros ingresos operativos.

Con esto, al cierre del ejercicio 2018, ha alcanzado una utilidad neta de G. 6.262 millones, mientras que a marzo ha presentado una pérdida de G. 1.366 millones, y al corte analizado la pérdida fue de G. 953 millones con indicadores de rentabilidad anualizados de ROA y ROE negativos (-1% y -4%, respectivamente).

Por otro lado, luego de la fusión concretada, Sallustro ha alcanzado un patrimonio de G. 50.801 millones a junio de 2019, debido al aumento de otras reservas, producto del destino del resultado correspondiente al ejercicio 2018. Por su lado, su pasivo total ha aumentado, por lo que el indicador de apalancamiento paso de 1,7 veces del trimestre anterior hasta 1,9 veces. Cabe mencionar, que la compañía mantiene aún una concentración en el corto plazo del 68% de su pasivo total. Asimismo, como consecuencia de sus menores resultados y gastos operativos que absorben casi la totalidad de estos, existe un margen inferior para cubrir los gastos financieros registrados, por lo que su índice de cobertura de gastos financieros ha disminuido de 1,5 veces (mar/2019) a 0,0 veces (jun/2019).

Adicionalmente, ha presentado un elevado nivel de inventario al corte analizado, con mercaderías por valor de G. 47.271 millones e importaciones en curso por G. 9.904 millones, lo cual ha elevado su periodo de rotación de inventario y su ciclo operacional, contemplando un mayor tiempo de realización de sus operaciones y reflejando una importante inmovilización de activos debido al stock de mercaderías correspondientes a otras temporadas que ya se encuentran en el depósito.

TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación es "Fuerte (+)", teniendo en cuenta las medidas estratégicas aplicadas para alcanzar una mayor eficiencia en sus operaciones y las expectativas de recuperación de sus niveles de facturación en los próximos trimestres, además de contemplar el proceso de racionalización de gastos, las perspectivas de mayor rotación de inventario y la contención de los niveles de endeudamiento. Asimismo, considera el retorno de las inversiones en el exterior y los nuevos planes comerciales a futuro, así como también las inversiones en tecnología, que permitirán recoger una buena cantidad de información para mejorar la inteligencia de negocios y así poder incrementar los resultados operativos en base al comportamiento de los consumidores.

Solventa seguirá monitoreando la evolución de sus negocios, de la eficiencia operativa, reducción de las deudas y del importante nivel de inventario, que permitan calzar sus requerimientos de capital y alcanzar mayores márgenes netos y resultados para un mayor fortalecimiento de cobertura de gastos financieros y posición patrimonial.

FORTALEZAS

- Amplia trayectoria y experiencia de sus accionistas en el segmento de negocios donde operan.
- Representación, distribución y comercialización exclusiva de renombradas marcas internacionales, así como otras que se encuentran en proceso de incorporación.
- Apertura de nuevas tiendas en el canal retail por absorción del canal de franquicias.
- Importante cobertura geográfica a través de su red de sucursales monomarcas y multimarcas, situadas en los principales shoppings y zonas comerciales del país.
- Know How operativo y comercial de importantes marcas a nivel internacional.
- Adopción de innovaciones tecnológicas apuntado a un mayor conocimiento del comportamiento y necesidades de los clientes

RIESGOS

- Exposición a un menor desempeño económico, caracterizado por una baja del consumo, y ante una elevada competencia, sumado al comercio informal y a los niveles de contrabando existentes.
- Cartera de créditos con altos niveles de montos incobrables como son partidas de antigua data, documentos a cobrar y cheques rechazados en gestión judicial.
- Elevado nivel de endeudamiento respecto a su capacidad de generación de resultados operativos, acompañado de una baja cobertura de gastos financieros.
- Importante estructura de gastos operativos y financieros, con incidencia en la rentabilidad.
- Limitados niveles de capitalización y fortalecimiento patrimonial debido a los escasos resultados netos obtenidos.
- Importante nivel de inmovilización de recursos e inventarios, lo cual ajusta su posición de liquidez.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Representación, distribución y comercialización de prendas de reconocidas marcas internacionales de ropas, calzados y accesorios dentro del segmento retail, mayoristas y franquicias

Sallustro y Cía. ha sido constituida inicialmente como una entidad jurídica de Sociedad de Responsabilidad Limitada, en el año 1977. A partir de ello, sus estatutos sociales se modificaron sucesivamente, hasta que en el año 2012 se transforma en Sociedad Anónima, concentrándose principalmente en la representación, distribución y comercialización de reconocidas marcas internacionales a través del canal mayorista, así como en la administración de franquicias. Cabe destacar que, mientras tanto, Innovare S.A.E.C.A. se encargaba del canal minorista y retail. Esta escisión de las empresas del grupo generó gastos y costos adicionales, y en fecha 16/05/2018 se aprobó la fusión por absorción de la firma Sallustro y Cía. S.A. a Innovare S.A.E.C.A. Dicha fusión, se ha concretado a finales del año 2018, a partir de la cual ha consolidado la operación de ambas empresas y se han conciliado operaciones vinculadas.

La empresa se dedica a la comercialización de diferentes prendas de vestir, calzados y accesorios, deportivos y casuales, para niños, damas y caballeros, donde ha alcanzado una importante participación en el mercado gracias a su amplia red de distribución, en donde ésta le permite mantener una elevada cobertura de operaciones a nivel nacional. Esto ha sido posible gracias a la experiencia en el rubro de sus principales accionistas y a las marcas reconocidas a nivel local e internacional que componen su portafolio de negocios. Los productos comercializados son importados mayormente de Estados Unidos, Canadá y Brasil. En este sentido, se evidencia actualmente una revisión integral de todos los procesos, relacionados a la compra, cantidad, modelos, esquema de abastecimiento, periodos, hasta el canal de distribución y venta de los productos.

Actualmente, las marcas más representativas y reconocidas que comercializa la empresa de manera exclusiva son Under Armour, Aldo, Hush Puppies, Topper, Hering y Converse, las cuales representan las principales fuentes de ventas y generan mayor rendimiento, otorgando bases de comportamiento estables que permiten establecer proyecciones seguras.

Sus actividades comerciales son desarrolladas en diferentes tiendas, divididas en las multimarcas con diferentes opciones de marcas de Sallustro y Cía. S.A., y las monomarcas exclusivas de cada una de las que representa. Para el efecto, cuenta con una red de tiendas a nivel nacional que se encuentran estratégicamente ubicadas en los principales shoppings y zonas comerciales del departamento Central, así como también la red de mayoristas que le permiten llegar a grandes ciudades como Ciudad del Este y Encarnación. Actualmente, Sallustro y Cía. S.A. cuenta con 27 tiendas activas mas 1 con fecha de apertura en el segundo semestre del año. Es importante destacar que la compañía ya no cuenta con presencia en el exterior, debido a la venta de las inversiones en Uruguay, lo que permite también una mayor concentración en el país.

Por otra parte, se hace referencia al know how comercial implementado en el desempeño operacional de la empresa, ajustado a los requerimientos de las grandes marcas a las que representan, lo cual demanda un elevado nivel de exigencia, organización, planeación de ventas y cumplimiento de todos los estándares exigidos. De esta forma, la metodología, planes y procesos internos de la compañía han sido actualizados, los cuales son trasladados e implementados en todas sus marcas representadas y franquicias otorgadas, unificando así la funcionalidad y calidad de información procesada por todas sus divisiones.

En lo que respecta a las modalidades de venta y plazo, tenemos primeramente el canal retail (ventas minoristas), en donde la peculiaridad es básicamente la de cualquier comercio en general, con ventas en un 100% al contado, pudiendo pagarse con cualquier forma de pago (efectivo, tarjetas de débito, tarjetas de crédito).

Por su parte, también se encuentra el canal whosale (ventas mayoristas), en donde todas las ventas a crédito se someten a un análisis de cada cliente según la política de créditos de la compañía. En esta modalidad los plazos otorgados pueden ir de 30 hasta inclusive 120 días, dependiendo del volumen de compra, no obstante, ningún cliente podrá acceder a compras por encima de su línea de crédito.

Seguidamente, se encuentra el canal franquicias, donde el mismo es uso exclusivo para la marca Hering, con la presencia de tres franquiciadas autorizadas. Un nuevo canal sería las ventas online, en donde a la fecha se encuentran realizando los trabajos de desarrollo e implementación de la plataforma virtual para ventas de productos online (e-commerce).

La alta gerencia tiene como objetivo principal en los próximos años la búsqueda constante de la eficiencia, para ello se tiene decidida inversiones tecnológicas, específicamente en el sistema de inventario y logística denominado RFID, aplicado por primera vez en Sudamérica por Sallustro y Cía. S.A. Este sistema tiene como finalidad el control y conocimiento de todo lo que tenga que ver con sus productos, dará información para crear un negocio inteligente, como también ayudará a una mejor gestión de inventarios. Asimismo, se encuentra permanentemente en la exploración de nuevas oportunidades de negocios, consistentes en la incorporación de nuevas marcas y alianzas estratégicas, que permitan continuamente impulsar y posicionarla en el mercado local.

Por último, la actividad comercial emprendida por Sallustro y Cía. S.A. tiene como resultado y valor agregado la creación permanente de nuevas oportunidades de trabajo para los compatriotas. En este sentido, cabe destacar el nivel de compromiso social de la empresa con la comunidad, siguiendo su misión organizacional "misión de servir", en donde la

misma apoya acciones sociales de la Fundación Dequeni y Fundación Alianza que tienen por objetivo el desarrollo de las personas con el fin de dar mejores oportunidades de vida a los paraguayos.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Elevado posicionamiento alcanzado en el segmento retail y mayorista, con la representación de reconocidas marcas a nivel local e internacional, considerando una disminución en el consumo

Sallustro y Cía. S.A. sigue operando dentro del mercado como uno de los principales referentes en los segmentos donde opera, mediante la representación de marcas internacionales y búsqueda constante para sumar nuevas marcas de renombre a su portafolio. En tal sentido, cuenta con tres canales de venta, que son las tiendas retail, ventas mayoristas y ventas por franquicia, detallados en el apartado anterior, que le permiten alcanzar una importante cobertura a nivel país y en los principales centros comerciales.

No obstante, si bien las marcas representadas se encuentran posicionadas en el mercado, en donde los consumidores valoran la buena calidad de los productos, Sallustro y Cía. S.A. ha presentado menores niveles de ventas y rentabilidad durante el periodo analizado, debido a diversos factores exógenos, locales y regionales. Entre ellos se encuentran la caída de la demanda en la frontera, el bajo consumo del turismo, la elevada competencia formal e informal dentro de la industria, y la actual coyuntura económica que presenta un menor escenario de consumo. Todos estos factores han contribuido y explican la recesión actual. Otro factor que incidió en el nivel facturaciones de la empresa ha sido la reducción de sus operaciones vinculadas, producto de la absorción de Innovare S.A.E.C.A.

Actualmente, la industria del comercio se encuentra a la expectativa de acciones concretas de parte del Gobierno, que permitan despejar el clima de incertidumbre con el objetivo de dinamizar el sector, de forma a revertir el recesivo ritmo económico y regularizar la operativa de la compañía. Adicionalmente, considera la importante competencia existente en su mercado, en cuanto a productos y precios se refiere, los que a su vez se suma la exposición a un ciclo irregular de demanda ligada a fechas especiales, días festivos y temporadas de renovación de mercaderías, traducándose en un ritmo de negocios de mucha variabilidad en ciertos periodos del año. Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio y el contrabando, son otros factores que influyen sobre la operatividad de la empresa.

Con la finalidad de lograr los objetivos planteados en términos de crecimiento de ventas, expansión de los negocios y mayor eficiencia operativa, Sallustro y Cia S.A. mantiene tres conceptos bien definidos en sus productos: innovación, diferenciación y atención especializada y personalizada hacia el cliente de acuerdo con los diferentes productos ofrecidos. Además, realizan una continua actualización de su stock de mercaderías con el objeto de dotarse con lo más nuevo en cuanto a moda a nivel internacional y calidad de productos se refiere, lo que contribuye a fortalecer y consolidar la posición alcanzada dentro de la industria.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

La administración se encuentra a cargo de sus principales accionistas, quienes han reorientando recientemente su estrategia comercial y se han apegado a un plan de sucesión familiar, con el acompañamiento de una asesoría externa

Para una mejor administración y supervisión de la empresa, en el año 2015 Sallustro y Cía. S.A. contrató los servicios internacionales de la Escuela de Negocios "Fundación Dom Cabral", cuyo apoyo ha sido importante para las mejoras realizadas en la gestión operativa y en el desarrollo de la sucesión familiar, lo cual ha dado a los directivos una visión más amplia y estratégica del sector. En este sentido, cabe mencionar que, con la gestión de la segunda generación al mando de la empresa, se ha logrado representaciones de importantes marcas internacionales, las cuales a la fecha siguen vigentes. Por lo mismo, la compañía se encuentra conformada por personas con vasta experiencia y trayectoria en la industria en donde operan, así como también, por colaboradores jóvenes con una visión renovada, con mayor dinamismo para inyectar al negocio y con conocimiento de las nuevas demandas del mercado.

En cuanto a la composición de su plana directiva, y según el Acta de Asamblea General Ordinaria de Accionistas N° 11 celebrada el 10/04/2019, el directorio se encuentra conformado por cinco miembros titulares (Presidente, Vice-Presidente y tres Directores Titulares). Con relación a lo anterior, es importante señalar que casi la totalidad del directorio se encuentra ocupado por integrantes de la familia Sallustro, exceptuando a un Director Titular suplente que había sido incorporado en el 2016 para encargarse exclusivamente de la organización financiera de la firma, como también, en la plana gerencial, más específicamente en el área de Administración y Finanzas.

Con relación a este cargo, y considerando la estructura organizacional de la compañía, la plana ejecutiva se encuentra liderada por un Gerente General que informa directamente al directorio sobre la operatividad de la empresa, además de encargarse del control y supervisión de las gerencias Comercial, de Administración y Finanzas, de Recursos Humanos e Informática. Adicionalmente, cuenta con un área de control interno operacional que reporta directamente a dicho gerente. En este sentido, cabe destacar que la organización carece aún de un auditor interno de gestión y proceso, que reporte al directorio de la empresa. Además, los directores de la empresa cumplen funciones ejecutivas en las gerencias general y comercial, denotando un acompañamiento constante en las áreas operacionales claves.

Por otra parte, analizando el método de comercialización de productos y cobranza de clientes a crédito, Sallustro y Cía. S.A. trabaja principalmente mediante ventas al contado, en efectivo y con tarjetas de crédito y débito, exceptuando a los negocios con ciertos mayoristas y empresas relacionadas a los que otorga créditos de 60 días, y hasta 90 o 120 días en ciertos casos que cuenten con la autorización del área encargada del análisis de los clientes, así como también de la gerencia comercial y la administrativa financiera, teniendo en cuenta, que la línea a otorgar no exceda el límite de créditos establecido.

En lo que respecta al proceso de fusión por absorción de la empresa Innovare S.A.E.C.A. por parte de Sallustro y Cía S.A., la misma ha empezado a operar desde el 01/11/2018. Durante este proceso, se ha evidenciado una reducción de gastos y costos adicionales que había ocasionado la escisión de las empresas. No obstante, se encuentra muy comprometido en cuanto a una mayor generación de ingresos operativos para diluir en mejor manera su estructura de gastos, que, si bien se ha reducido, continúa manteniendo elevados niveles para esos ingresos.

En cuanto a la estrategia planteada para continuar las operaciones luego de la fusión, para este año 2019 Sallustro y Cía S.A. viene trabajando en un protocolo que reenfoca su operatividad y que apunta con mayor énfasis a la racionalización de la estructura de gastos, la optimización de los procesos operativos y del inventario de recursos, así como la implementación de un gobierno corporativo que mantiene la cultura familiar característica de la firma y la combina con una mayor profesionalización de toda su estructura organizativa. A más largo plazo, la compañía posee una visión de crecimiento que incluye el desarrollo de nuevos negocios, nuevas marcas internacionales entre otros proyectos de buena rentabilidad.

PROPIEDAD

La propiedad se encuentra bajo el control de la familia Sallustro, quienes toman las decisiones estratégicas y se encargan de la supervisión de la gestión

Por escritura pública N° 32 de fecha 16/05/2018, se ha formalizado la fusión por absorción de Sallustro y Cía. S.A. a Innovare S.A.E.C.A., y con esto, al cierre de junio 2019 el capital social de la firma quedo fijado en G. 40.000 millones, mientras que el efectivamente integrado se mantiene en G. 31.998 millones. El mismo está representada por G. 18.375 millones con acciones ordinarias de voto múltiple, G. 9.399 millones con acciones ordinarias simple y G. 4.224 millones con acciones preferidas.

Los principales accionistas de la empresa son también los que ocupan cargos directivos, reflejando una importante concentración del control de la compañía en dos personas. Ellos son: Alberto Cayetano Sallustro (50,13% del capital integrado) y Laura Ivonne Callizo de Sallustro (28,17% del capital integrado). Por otro lado, si bien Sallustro y Cía. S.A. no mantiene participación accionaria como empresa en otras, la misma posee vinculación a través de sus accionistas en forma individual, con las siguientes empresas: Grupo 3S S.A., Malecon S.A., Global Tracking S.A., Busa S.R.L., Seven S.A., 7S S.A. y Punto a Punto S.R.L., así como también, participación minoritaria en otra empresa.

Liderado por los accionistas, Sallustro y Cía. S.A. es una empresa con 42 años de experiencia en el mercado de comercialización de calzados, indumentarias y accesorios deportivos y casuales para niños, damas y caballeros. Durante el transcurso de estos años, la compañía ha ido trabajando en las relaciones con sus proveedores, tanto del exterior como locales y gracias a esta confianza y buena relación desarrollada, los mismos han accedido a otorgar un plan de pago proyectado, que tiene que ver con la situación económica del país reflejado en un menor consumo.

Composición Accionaria de SALLUSTRO & CIA. S.A.					
Accionista	Cantidad de Acciones	Clase	Cantidad de Votos	Capital Integrado	%
Alberto Sallustro	160.414	OVM, OS y P	11	16.041.400.000	50,13%
Ivonne Callizo	90.133	OVM, OS y P	11	9.013.300.000	28,17%
Valentina Sallustro	13.887	OS	3	1.388.700.000	4,34%
Laura Sallustro	13.887	OS	3	1.388.700.000	4,34%
Alejandro Sallustro	13.887	OS	3	1.388.700.000	4,34%
Octavio Sallustro	13.887	OS	3	1.388.700.000	4,34%
Juan Pablo Sallustro	13.887	OS	3	1.388.700.000	4,34%
TOTAL GENERAL	319.982		37	31.998.200.000	100,00%

En cuanto a la política de distribución y capitalización de utilidades, la firma ha establecido en sus estatutos sociales, salvo acuerdo diferente adoptado por la asamblea de accionistas, que de existir acciones preferidas se deberá distribuir anualmente al menos el 10% de las utilidades líquidas y no más del 30% de los resultados hasta el año 2019. Sumado a que solo se podrán distribuir en efectivo hasta el mismo periodo. Lo anterior ha sido ajustado y aprobado con la intención de preservar la capacidad financiera, mantener niveles apropiados de capitalización para sostener la evolución del negocio, y solventar nuevas inversiones en ciertos activos necesarios para el crecimiento continuo y desarrollo de nuevas marcas.

SITUACIÓN FINANCIERA

Para la elaboración del presente informe, se ha considerado y sensibilizado la evolución de la empresa Sallustro & Cía. S.A., así como el desempeño consolidado en términos cuantitativos antes y luego de la fusión por absorción a Innovare S.A.E.C.A.

RENTABILIDAD Y MÁRGENES

Ajustados indicadores de rentabilidad, explicado por los bajos niveles de generación de ingresos y de eficiencia, unida a la importante estructura de gastos operativos y financieros

En los últimos periodos, Sallustro y Cía. S.A. ha registrado una evolución favorable de sus resultados brutos, inclusive luego del proceso de fusión por absorción a Innovare S.A.E.C.A., producto del crecimiento de sus ingresos. Sin embargo, dicho crecimiento y niveles de facturaciones en los últimos trimestres ha sido menor de lo esperado, debido a las condiciones de bajo consumo existentes en el país y la ausencia de las operaciones vinculadas registradas anteriormente, entre otros factores externos, no permitiéndole aún diluir la importante estructura mantenida y heredada de gastos operativas y financieros.

Al respecto, las ventas totales registradas por la empresa a junio 2019 han sido de G. 69.805 millones, luego de un aumento del 20% con relación a junio de 2018. Esto ha estado ligado, en gran parte, a los efectos de la fusión y al mismo tiempo a la actual coyuntura económica, que presenta un menor escenario de consumo. Por su parte, los costos de mercaderías vendidas han reflejado un incremento de sólo el 6%. Con esto, la utilidad bruta ha alcanzado un importe de G. 26.113 millones, que ha aumentado interanualmente en 56%. Es importante mencionar que el margen bruto ha aumentado desde 29% a 37% respecto a los ingresos.

Sin embargo, en cuanto a su estructura de gastos propia y adquirida luego de la fusión, se ha observado un aumento interanual de 102% los valores, hasta G. 24.246 millones al corte de junio 2019, siendo muy superiores a la generación de ingresos. Al respecto, los gastos comerciales han representado los de mayor participación, con el 75% de los gastos operativos, y ha reflejado el mayor crecimiento en términos interanuales, donde aún se destacan las importantes erogaciones por alquiler, marketing, sueldos y honorarios. No obstante, cabe mencionar que estos mismos se generan por ajustes y conciliación de saldos, de tal manera que no se presentarían en ejercicios siguientes.

Los factores mencionados anteriormente, han contribuido a la disminución del EBITDA, desde G. 4.972 millones a G. 1.866 millones, que luego de absorber las amortizaciones y depreciaciones disminuye a un nivel de EBIT de G. 60 millones, muy inferior a G. 4.260 millones. Con esto, su capacidad de absorción de los gastos financieros se ha visto afectada y reducida, traduciéndose en pérdidas durante el primer semestre de 2019, que han mejorado levemente al cierre de junio, debido a los otros ingresos operativos y extraordinarios, como también, a los efectos netos favorables de la diferencia cambiaria.

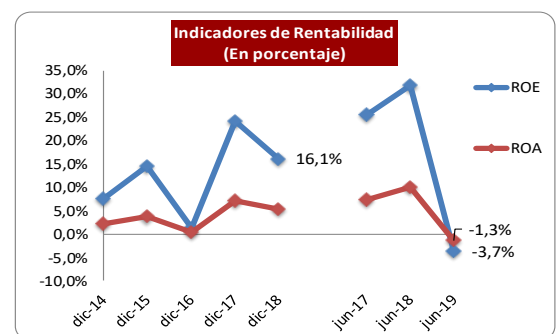
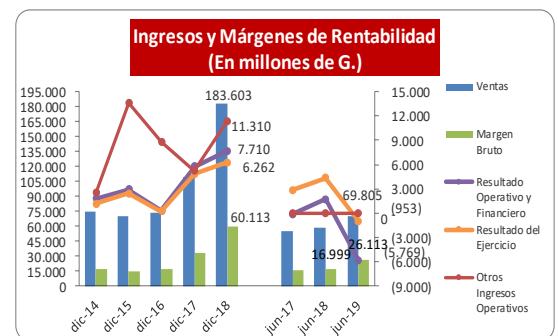
Por otra parte, los gastos financieros de la empresa al corte analizado han aumentado hasta 3.026 millones (equivalente a +95%), principalmente por el aumento de las deudas bancarias y de los servicios de deuda heredados de Innovare S.A.E.C.A. Con esto, ha registrado pérdidas operativas y financieras (antes de los otros ingresos netos y diferencia cambiaria) de G. 2.965 millones, diferente a los resultados positivos de G. 2.711 millones de junio de 2018.

Al corte analizado, ha registrado una diferencia positiva por valuación cambiaria de G. 241 millones, mientras que otros ingresos netos de G. 1.771 millones, los cuales han contribuido a disminuir las pérdidas registradas. Con todo, la empresa ha obtenido una pérdida neta por valor de G. 953 millones, menores a lo registrado en marzo del presente ejercicio. Así también, sus indicadores anualizados negativos de rentabilidad ROA y ROE fueron -1,3% y -3,7%, respectivamente.

CAPITALIZACIÓN

Escasos niveles de capitalización y fortalecimiento patrimonial, ante una acotada capacidad de generación de resultados netos

Si bien Sallustro y Cía. S.A. ha evidenciado un bajo nivel de capitalización con recursos propios a lo largo del periodo analizado, ha logrado al cierre de diciembre de 2018 un incremento importante en su posición patrimonial luego de la fusión por absorción de Innovare S.A.E.C.A., reflejado en el aumento de su capital integrado y sus niveles de reserva. Sin embargo,



ha mantenido aún una acotada relación de solvencia debido a las obligaciones heredadas y por el incremento de las deudas financieras registradas durante el segundo trimestre de 2019. Con esto, la empresa refleja todavía una continua dependencia de recursos de terceros para el crecimiento y maduración de sus operaciones, así como para transitar una menor coyuntura económica y de consumo.

En tal sentido, al cierre de junio de 2019, el Patrimonio Neto de la empresa ha totalizado G. 50.801 millones, equivalente a 0,4 veces el activo total de empresa y superior en 61,2% con respecto al mismo corte de año anterior. Lo mencionado, se encuentra en línea con el crecimiento del capital integrado de Sallustro & Cía., que ha aumentado con la fusión desde G. 19.274 millones hasta G. 31.998 millones, y se ha mantenido invariable durante el primer semestre del corriente año. Este aumento de G. 12.274 millones corresponde al capital integrado anterior de la empresa absorbida (Innovare S.A.E.C.A.). Asimismo, se ha observado un aumento de las reservas hasta un saldo de G. 14.721 millones, principalmente por el incremento de otras reservas (G. 6.872 millones) y revalúo (G. 2.673 millones).

Al respecto, cabe señalar que Sallustro y Cía. S.A. ha registrado un resultado consolidado de G. 6.262 millones al cierre de diciembre de 2018, luego de la fusión, de los cuales G. 1.000 millones han sido destinados a distribución de utilidades y G. 5.262 millones a Otras Reservas, según Acta de Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 10/04/2019.

El capital social de la empresa asciende a G. 40.000 millones, por lo que todavía cuenta con un margen permitido respecto al crecimiento de su capital. Respecto a esto, la política de capitalización de utilidades ajustada por la empresa dispone, salvo acuerdo diferente adoptado por su asamblea de accionistas, la distribución de no más del 30% de los resultados hasta el año 2019, y solo hasta esta fecha los mismos podrán ser en efectivo, criterio aprobado con la intención de preservar la capacidad financiera, mantener niveles apropiados de capitalización que acompañen el crecimiento del negocio, y solventar nuevas y futuras inversiones para el desarrollo de la firma.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Mantenimiento aún de un importante nivel de endeudamiento y apalancamiento con recursos de terceros, luego de la fusión de Innovare, acompañado de una baja cobertura de gastos financieros

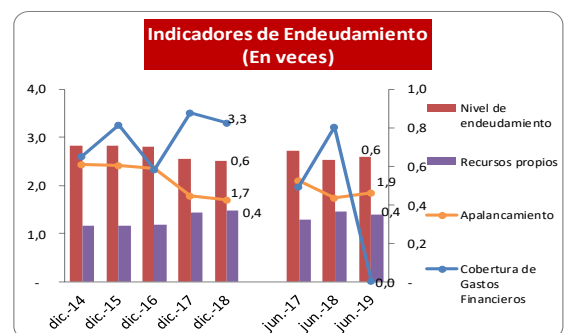
Al igual que los recursos propios de la empresa, las obligaciones financieras han evidenciado un salto de nivel luego de la fusión por absorción de Innovare S.A.E.C.A. al cierre de diciembre de 2018, tanto con proveedores y entidades financieras como por emisiones de bonos, además por el incremento de las deudas durante el primer semestre de 2019. Es así como Sallustro y Cía. S.A. ha demostrado aun una importante dependencia de recursos de terceros para el acompañamiento y desarrollo de sus operaciones, y para dar cobertura al exigente esquema anticipado de abastecimiento de mercaderías de parte de sus proveedores. Asimismo, los niveles de endeudamiento y apalancamiento se han visto afectados por el aumento de las deudas y el menor desempeño comercial, así como los niveles de cobertura de la deuda y de gastos financieros.

Al respecto, al cierre de junio de 2019, los activos totales han sumado G. 144.828 millones, luego de un aumento interanual del 68,2%, los cuales han sido financiado en un 65% con recursos de terceros, es decir, con un nivel de pasivos totales de G. 94.026 millones, que también se ha registrado un incremento desde junio/2018 a junio/2019 en 39.415 millones. Dicho nivel de obligaciones ha alcanzado una relación o indicador de endeudamiento de 0,65 veces, así como apalancamiento de 1,9 veces, con relación a su patrimonio neto de G. 50.801 millones, que ha contemplado durante el primer semestre de 2019 resultados negativos, en donde los mismos han ido disminuyendo gradualmente. Ambos indicadores continúan siendo elevados respecto a la capacidad de generación de recursos propios de la empresa, sobre todo durante el primer semestre del 2019, lo que ha reflejado la utilización de mayores recursos de terceros frente a los propios.

En cuanto a la composición de los pasivos, Sallustro & Cía. S.A. mantiene una concentración de sus obligaciones en el corto plazo del 68% (G. 64.098 millones), los cuales han contemplado durante el primer semestre una disminución del 40% de los préstamos financieros respecto a diciembre 2018 y un aumento del 20% de las deudas con proveedores.

Además, ha sumado la emisión de deudas bursátiles desde la fusión, asumidas en su momento por Innovare S.A.E.C.A., correspondientes al saldo vigente de títulos emitidos de G. 20.000 millones bajo el Programa de Emisión G1, que cuenta con un calendario de vencimiento trimestral de capital desde setiembre de 2019 hasta diciembre de 2020. Asimismo, cabe señalar que, con la fusión por absorción a finales del ejercicio 2018, ha quedado sin efecto la co-deudoría de la empresa Sallustro y Cía S.A., es decir, a la fecha la misma ya no cuenta con ningún tipo de garantías especiales diferentes a la común.

Otro aspecto por considerar es el nivel de cobertura de gastos financieros, donde su indicador ha experimentado una marcada reducción durante el presente ejercicio, debido a la disminución de los niveles de Ebitda hasta junio de 2019, pasando de 3,2 veces a 0,6 veces, y por otro lado la relación de la deuda anualizada y Ebitda se ha incrementado desde 5,5 veces a 12,6 veces, lo que refleja una baja de su capacidad en términos de amortización de capital e intereses.



Con relación al indicador de cobertura de activo fijo que ha registrado la empresa, se puede mencionar que, si bien ha continuado ajustándose hacia la baja con relación a los valores históricos, ha registrado un valor de 3,2 veces, siendo aún muy importante respecto al nivel de activos mantenidos.

CALIDAD DE ACTIVOS

Ajustes en la composición y calidad de sus activos, luego de la fusión por absorción de Innovare SAECA, reflejado en el incremento del stock de mercaderías y conciliación interna de créditos

Luego de la fusión por absorción de Innovare S.A.E.C.A., Sallustro y Cía. ha contemplado cambios y ajustes en términos de su estructura y la calidad de activos, considerando el nivel de inventario heredado y la conciliación de operaciones crediticias entre ambas empresas, lo que se ha visto reflejado en el aumento de la participación de mercaderías en la composición de los activos, así como la reducción del saldo de créditos y la exposición de sus operaciones en el exterior en el largo plazo. En tal sentido, la calidad de activos de Sallustro y Cía. S.A. se encuentra muy concentrada en el nivel de créditos e inventarios durante los últimos tres trimestres, lo que refleja la necesidad de dinamización de estos rubros por parte de la empresa para mejorar su eficiencia en la administración de sus activos.

En cuanto a los créditos, Sallustro ha realizado una conciliación y simplificación de sus operaciones con Innovare, mediante el cual ha reducido su saldo de créditos en el corto plazo y ha heredado un saldo importante de créditos vencidos de largo plazo de la empresa absorbida, relacionadas a sus operaciones en el exterior, que se encuentran incobrables a la fecha. Cabe señalar que Sallustro, al operar con mayoristas otorga un financiamiento importante a sus clientes mayoristas, mientras que en lo que se refiere al canal de retail las ventas son al contado. Por otra parte, a la fecha, se ha finiquitado sus inversiones en el exterior, mediante la venta de las acciones de la empresa Toraler S.A. de Uruguay, mediante el cual ha recibido recursos que han sido colocados en inversiones y se encuentran garantizando préstamos con una entidad financiera local.

Al corte de junio de 2019, los créditos representan uno de los componentes con mayor peso del activo de la sociedad, compuesto por saldos de deudas de clientes a corto y largo plazo por la venta de productos, los cuales han alcanzado la suma total de G. 35.142 millones, que representa el 24,3% del total de los activos, con un nivel de morosidad de 20,11%, a primer día de atraso mientras que de 3,19%, desde los 60 días de atrasos, acompañado de un bajo de provisionamiento de G. 10 millones desde hace más de 5 años. Al respecto, mantiene una cartera en mora normal de G. 4.084 millones (desde el primer día hasta 90 días y en gestión de cobro y cobro judicial de G. 2.983 millones, desde 91 días en adelante. No obstante, cabe señalar que lo anterior no contempla los recursos destinados en el exterior y registrados en concepto de créditos a favor de la empresa Toraler S.A., anteriormente vinculada, que se encuentran vencidos en su totalidad y que son de antigua data, cuyo importante total asciende a G. 11.510 millones.

Al respecto, en lo que concierne a inventario, desde su constitución los niveles operativos de la empresa han exigido un continuo abastecimiento y renovación del stock de mercaderías por parte de los proveedores, para acompañar su demanda en las próximas temporadas, lo cual ha generado una considerable acumulación de inventario. Esta acumulación tiene que ver con la importante compra de productos realizados en los últimos años, que no habían sido canalizado en su totalidad ni liquidados, a diferencia de las políticas actuales en donde se han establecido outlets, en diferentes tiendas Sallustro, en el interior del país, entre otros.

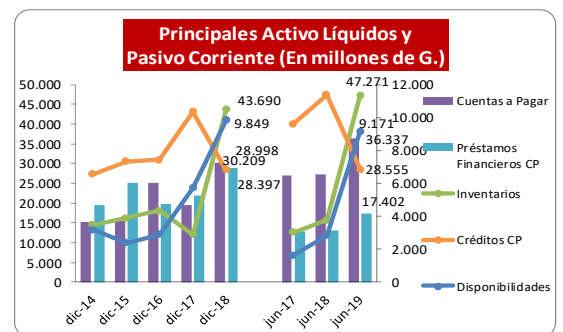
Al cierre del segundo trimestre del ejercicio actual, se ha registrado un stock de mercaderías existente para la venta por valor de G. 47.271 millones, correspondiente a un 33% del total de activos (mayor al 31% reflejada a diciembre de 2018). Lo anterior, sumado a las importaciones en curso por valor de G. 9.904 millones, más los anticipos a proveedores para la adquisición de mercaderías de nuevas temporadas por G. 10.093 millones, ha representado un 46% del total de activos concentrados en bienes para la comercialización. En este sentido, se estima que la gestión de inventarios mejorará en un 100% luego de las inversiones en tecnología que se tiene previsto para la implementación en los ejercicios siguientes.

Otro aspecto evaluado han sido las inversiones a largo plazo, que a la fecha se encuentra en la última etapa de realización, completándose con el pago total a comienzos del tercer trimestre, con lo cual ha obtenido un retorno del capital invertido. En este sentido, ha contribuido a bajar el nivel de recursos inmovilizados de Toraler S.A. por la empresa. Por último, otros bienes de uso han alcanzado un importe de G. 15.968 millones al corte analizado, representando constantemente un 11% del total de activos.

LIQUIDEZ Y FONDEO

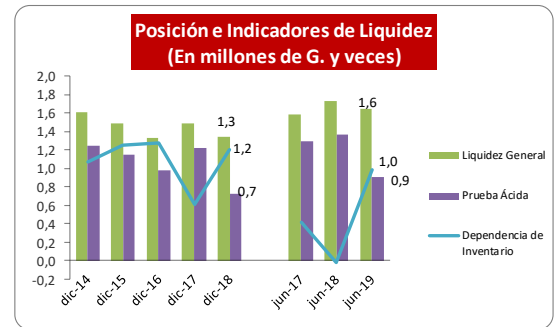
Acotados indicadores de liquidez aún incluso ante la contención de compromisos corrientes, unida al importante nivel de inventario heredado, anticipos realizados y un menor desempeño comercial

Sallustro y Cía. S.A. ha mantenido aún una posición acotada de liquidez, tomando en cuenta el importante grado de dependencia de inventario, en términos de movilización y de realización, así como también de sus cobranzas para calzar sus operaciones de corto plazo. Al respecto, tiene en cuenta la baja realización de la cartera de crédito considerando la



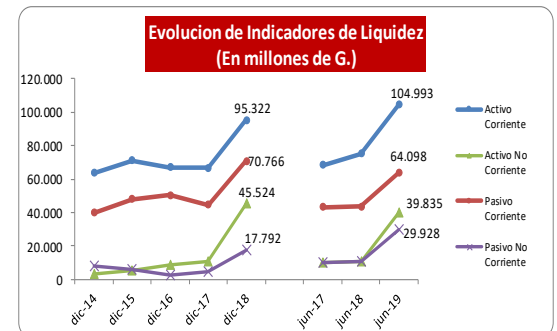
alta estructura de fondeo en el corto plazo, donde si bien se observan niveles reducidos de deuda en este periodo, se han registrado reestructuraciones de préstamos en el largo plazo. Una acción concreta de la compañía para mejorar esta situación sería no acrecentar los préstamos en el corto plazo y emitir bonos en el mercado de valores, lo que permitiría una estructura de fondeo de más largo plazo y una menor presión sobre su capacidad de generación de caja.

El indicador general de liquidez de la compañía al cierre de junio de 2019 ha sido de 1,6 veces, lo que refleja globalmente una leve mejoría en su posición a partir de mayores activos concentrados en el corto plazo, principalmente en cuanto a inventarios se refiere. Por su lado, el indicador de prueba ácida, que discrimina el inventario de los activos corrientes, ha sido de 0,9 veces, considerando la elevada participación de los bienes de intercambio entre los activos corrientes, en tanto que el capital de trabajo de la empresa ha disminuido interanualmente en G. 9.363 millones, hasta llegar a la suma de G. 40.895 millones. Estos indicadores solo consideran el pasivo corriente, no así la importante estructura de gastos que mantiene la empresa, lo que podría presionar su posición de liquidez.



Con relación a esto, los activos corrientes han alcanzado G. 104.993 millones al cierre de junio de 2019, representando el 72% del total de activos de la empresa. Estos han estado compuestos principalmente por un saldo de inventario de G. 47.271 millones, importaciones en curso de G. 9.903 millones, anticipos a proveedores de G. 7.171 millones, créditos corrientes a clientes por G. 26.692 millones y disponibles de G. 9.170 millones. Se considera que, un volumen importante de hasta el 30% del inventario son mercaderías compradas para vender en temporadas siguientes, persiguiendo el giro de negocio "reverse season" de la compañía.

Por su parte, los pasivos corrientes de Sallustro y Cía. S.A. han ido disminuyendo, y al corte analizado han presentado un valor de G. 64.098 millones, representando el 68% del total de los pasivos, explicado principalmente por un aumento en las deudas con proveedores del 20% con relación a diciembre, ya que los préstamos financieros de corto plazo han disminuido un 40% comparando con el mismo periodo.



Cabe señalar que se encuentra en curso una nueva emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global G2, cuyo destino de los fondos será utilizado para sustitución de deuda a corto plazo, como así también para para expansión de la empresa, incluyendo, pero no limitando a la apertura de tiendas, ampliación de tiendas o depósitos ya existentes y compra de mercaderías. Finalmente, Sallustro y Cía. S.A. seguirá captando recursos de terceros a largo plazo debido a su limitada liquidez para cumplir con las operaciones del día a día.

Cabe señalar que la empresa a la fecha registra un 58% de las líneas de créditos disponibles en entidades financieras y no posee sobregiros al corte analizado.

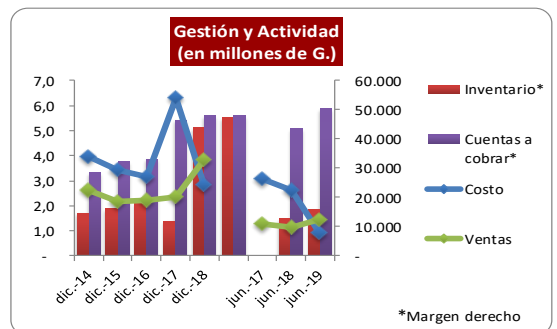
GESTIÓN Y ACTIVIDAD

Ajustada gestión y actividad, luego de la fusión y durante el primer semestre de 2019, explicados principalmente por el menor nivel de ventas y nivel de inventarios y créditos heredados

La empresa Sallustro y Cía. S.A. presenta como actividad principal la comercialización de calzados, indumentarias y accesorios mediante la representación de marcas exclusivas en el país, lo que hace necesario el cumplimiento de un alto y constante stock de mercaderías, imposibilitando así el aumento de las disponibilidades. En cuanto a las ventas y cobranzas de estas mercaderías, predomina la unidad de negocio retail (contado). Sin embargo, también ofrece financiamiento a distribuidores mayoristas con los que mantiene una afinidad directa en sus negocios. Al corte analizado, se ha registrado una mejora razonable de la gestión y actividad, si bien ésta se vio afectada por una baja efectivización de la cartera de créditos.

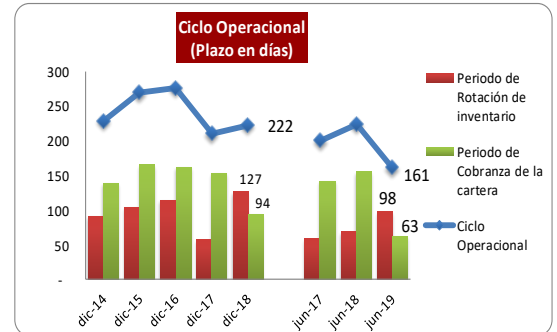
En lo que respecta a deudas financieras, cabe mencionar que si bien la compañía recibe nuevas propuestas, la misma tiene el compromiso de no tomar compromisos de corto plazo con entidades bancarias, con el objetivo de sanear la cartera pasiva de corto plazo y reestructurarlas a largo plazo para calzar el ciclo financiero.

Asimismo, la compañía mantiene créditos con distribuidores, empresas relacionadas, proveedores comerciales, así como también con la empresa Toraler S.A., que, si bien en su momento ha representado una inmovilización de activos, a la fecha se está recuperando con la realización de las inversiones en el exterior. Por lo tanto, la cartera total de créditos de la compañía ha ascendido a G.49.841 millones al corte analizado, lo cual, si bien no ha presentado aumentos muy importantes, se ha traducido en una rotación de cartera con un indicador de 1,5 veces. Por su parte, el periodo de cobranza de la cartera ha sido de 63 días, que expresa el plazo necesario para hacer efectivas sus operaciones.



Sallustro y Cía. S.A. ha registrado una menor performance en términos consolidados en su actividad comercial al corte analizado, aun considerando el nivel de ventas, que ha alcanzado un valor de G. 69.805 millones y es superior en un 20% al mismo corte de junio de 2018.

Por su parte, el nivel de sus existencias a junio 2019 ha alcanzado un saldo de G. 47.271 millones, con un aumento del 9.4% al trimestre anterior, y superior en 200% a junio de 2018. Este volumen importante de inmovilización del activo ralentiza la gestión de la empresa teniendo en cuenta el alto costo operativo y financiero a corto plazo de la compañía. Todo esto se ha traducido en una disminución del índice de rotación de inventario, registrando un valor de 0,9 veces, en comparación al valor registrado en junio de 2018, que ha sido de 2,8 veces, debido a los altos costos de mercaderías presentados en el periodo actual, con lo cual, al corte analizado, el periodo de rotación de inventario ha pasado de 127 días a 98 días.



Con esto, la compañía ha contemplado un ciclo operacional más lento con relación al momento de su fusión, reduciéndose de 222 días a 161 días al corte analizado, lo cual refleja el desafío de una rápida y efectiva rotación de inventarios y cobro de créditos, que permitan reducir la incidencia de bienes de cambio dentro de su activo corriente, aumentar los recursos propios para el cumplimiento de obligaciones financieras, y disminuir sus costos de financiamiento con terceros.

FLUJO DE CAJA. PERIODO 2019-2024

Sallustro y Cía. S.A ha elaborado un flujo de caja para el periodo 2019/2024, donde contempla una continua evolución de ingresos y una importante reducción de los gastos operativos a partir de 2020, sumados a la contratación de préstamos financieros y la emisión de bonos bajo el esquema del Programa de Emisión Global G2 en el 2019, lo cuales sustenta gran parte de la proyección de sus calces operativos y financieros. Para el efecto, ha contemplado un escenario moderado y conservador teniendo en cuenta el saldo inicial de caja, que considera solo lo registrado en entidades financieras y no de caja, por G. 7.549 millones, siendo que al cierre de junio de 2019 registraba un saldo de Gs. 9.170 millones. Así mismo, se ha verificado que, al cierre del segundo trimestre, el saldo disponible es superior al mencionado en el flujo de caja como supuesto.

La proyección de sus ingresos por ventas se muestra favorable y creciente, en donde los supuestos contemplan un flujo de caja progresivo de entre 3% y 5% en promedio, contrastado con la evolución de su flujo de efectivo. Lo anterior, se encontraría en línea con la apertura de nuevas tiendas y el gradual crecimiento de sus actividades. En cuanto a los egresos operativos, se ha previsto una importante amortización durante el año 2019, generando un descalce puntual, y como supuesto, una reducción a partir de 2020, lo que permitiría desde ese año registrar un calce operativo positivo.

Por su parte, en cuanto a los ingresos financieros, se estiman nuevos préstamos financieros para dar cobertura parcial al descalce operativo durante el ejercicio 2019, así como para sus obligaciones financieras, complementado por los G. 30.000 millones mediante las emisiones de bonos bajo el Programa de Emisión Global G2. Al respecto, cabe señalar que la empresa prevé la sustitución gradual de deudas bancarias como fuente de fondeo de corto plazo con la presente emisión, mediante la amortización de las deudas bancarias contraídas anteriormente. Con relación a los egresos financieros, la proyección contempla obligaciones financieras por emisión de bonos para los siguientes años, con una concentración en la amortización de las tres series estimadas en los años 2022, 2023 y 2024.

Lo anterior, incluso con el ajustado flujo de caja registrado hasta la fecha, permitiría un efecto positivo en su flujo de efectivo neto por actividades operativas, lo que llevaría a mitigar el efecto del flujo negativo por actividades de financiamiento y de inversión, presentando este último una gradual reducción de su resultado negativo debido a la culminación de las inversiones en aperturas y mejoras de tiendas de sus marcas.

Adicionalmente, la empresa cuenta aún con importantes líneas de crédito disponibles a sola firma en entidades bancarias, para cubrir eventuales descalces que puedan producirse. De igual manera, se predice un escenario económico con mayor dinamismo respecto al primer semestre de 2019.

FLUJO DE CAJA DE SALLUSTRO Y CIA S.A.						
En millones de Guaraníes						
Descripción de ingresos y egresos	Jun/Dic 2019	2020	2021	2022	2023	2024
INGRESOS ACTIVIDADES OPERATIVAS	74.953	149.560	156.696	155.269	159.927	164.724
Cobros a Clientes	74.579	143.460	150.596	155.269	159.927	164.724
Otros Ingresos Operativos	374	6.100	6.100	-	-	-
(-) EGRESOS ACTIVIDADES OPERATIVAS	-76.689	-125.215	-135.451	-146.721	-153.272	-159.124
Pagos a Proveedores	-48.333	-77.010	-85.800	-94.588	-98.531	-101.647
Gastos Operativos	-28.357	-48.205	-49.651	-52.134	-54.740	-57.477
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	-1.736	24.345	21.244	8.547	6.655	5.600
INGRESOS ACTIVIDADES DE INVERSION	4.489	-	-	-	-	-
(-) EGRESOS ACTIVIDADES DE INVERSION	-1.884	-1.036	-1.140	-1.254	-1.380	-1.517
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES DE INVERSION	2.605	-1.036	-1.140	-1.254	-1.380	-1.517
INGRESOS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	34.172	445	5.445	445	222	10.000
Ingresos por préstamos	4.000	-	5.000	-	-	10.000
Otros ingresos financieros	172	445	445	445	222	-
Ingresos por emisión de bonos	30.000	-	-	-	-	-
(-) EGRESOS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	-31.075	-29.027	-7.384	-16.691	-14.678	-11.390
Egresos por pago de préstamos	-22.537	-11.135	-3.559	-2.796	-2.330	-
Egresos por pagos de bonos	-8.539	-17.892	-3.825	-13.895	-12.347	-11.390
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	3.096	-28.582	-1.939	-16.247	-14.455	-1.390
FLUJO DE EFECTIVO NETO POR ACTIVIDADES	3.965	-5.274	18.165	-8.954	-9.180	2.692
SALDO INICIAL BANCOS	7.549	11.514	6.240	24.405	15.451	6.271
SALDO FINAL DE DISPONIBILIDADES	11.514	6.240	24.405	15.451	6.271	8.964

SALLUSTRO & CÍA. S.A.										
Resumen Estadístico de la Situación Patrimonial, Económico-Financiera										
(En millones de guaraníes, números de veces y porcentaje)										
BALANCE GENERAL	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-17	jun-18	jun-19	Variación (%)	
Disponibilidades	3.175	2.378	2.894	5.741	9.849	1.633	2.832	9.171	223,9%	
Créditos CP	27.388	30.553	30.925	43.107	28.397	40.073	47.457	28.555	-39,8%	
Inventarios	14.497	16.199	18.074	12.070	43.690	12.651	15.731	47.271	200,5%	
Importaciones en Curso	0	0	3.474	221	7.957	1.285	2.533	9.904	290,9%	
Anticipos y Gastos Pagados por Adel.	18.662	22.022	11.657	5.466	5.429	12.944	6.648	10.093	51,8%	
Activo Corriente	63.722	71.151	67.024	66.604	95.322	68.587	75.201	104.993	39,6%	
Créditos LP	1.233	2.521	2.991	3.607	20.285	3.606	3.762	21.286	465,8%	
Inversiones	0	0	0	0	6.972	0	0	418	--	
Propiedad, Planta y Equipos	2.067	2.190	5.256	7.046	15.881	6.511	6.778	15.968	135,6%	
Activos Intangibles	306	397	361	222	2.386	291	386	2.163	459,6%	
Activo No Corriente	3.606	5.108	8.608	10.875	45.524	10.408	10.927	39.835	264,6%	
Activo Total	67.328	76.260	75.632	77.479	140.846	78.995	86.128	144.828	68,2%	
Cuentas a Pagar	15.142	16.006	25.166	19.603	30.209	27.081	27.307	36.337	33,1%	
Préstamos Financieros CP	19.610	25.232	19.808	21.944	28.998	12.931	13.065	17.402	33,2%	
Bonos emitidos CP	2.471	2.545	1.563	0	7.053	0	0	6.828	---	
Provisiones	136	495	1.410	1.602	3.156	1.232	1.847	2.482	34,3%	
Otros Pasivos	2.350	3.570	2.356	1.556	1.350	2.056	1.450	1.050	-27,6%	
Pasivo Corriente	39.708	47.847	50.302	44.705	70.766	43.300	43.670	64.098	46,8%	
Préstamos Financieros LP	3.875	4.573	2.747	4.604	3.932	9.967	10.211	16.038	57,1%	
Bonos emitidos LP	4.108	1.563	0	0	13.085	0	0	13.085	---	
Otros Pasivos LP	0	0	0	280	775	278	730	806	10,4%	
Pasivo No Corriente	7.984	6.136	2.747	4.884	17.792	10.245	10.941	29.928	173,5%	
Pasivo Total	47.692	53.984	53.050	49.589	88.558	53.545	54.611	94.026	72,2%	
Capital	16.000	19.274	19.274	19.274	31.998	19.274	19.274	31.998	66,0%	
Reservas	2.446	534	3.099	3.799	14.027	3.309	7.926	19.289	143,4%	
Resultados Acumulados	3	0	0	0	0	0	0	467	---	
Patrimonio Neto	19.636	22.276	22.583	27.890	52.288	25.450	31.517	50.801	61,2%	
ESTADO DE RESULTADOS										
Ventas	74.300	70.370	73.850	109.415	183.603	54.964	58.264	69.805	19,8%	
Costo de Mercaderías	57.612	55.853	56.707	76.074	123.490	39.111	41.265	43.692	5,9%	
Margen Bruto	16.687	14.518	17.143	33.341	60.113	15.853	16.999	26.113	53,6%	
Otros Ingresos Operativos	2.493	13.565	8.822	5.193	11.310	0	0	0	--	
Resultado Bruto	19.180	28.083	25.965	38.534	71.423	15.853	16.999	26.113	53,6%	
Gastos Administrativos	4.464	4.229	3.835	4.019	8.939	1.693	2.978	6.541	119,6%	
Gastos de Venta	9.519	11.797	11.577	21.245	38.944	10.264	9.049	19.511	115,6%	
Gastos Operativos	13.983	16.026	15.412	25.265	47.883	11.957	12.027	26.052	116,6%	
EBITDA	5.197	12.057	10.553	13.269	23.541	3.896	4.972	61	-98,8%	
Depreciaciones y Amortizaciones	763	659	751	1.127	4.114	561	711	0	-100,0%	
EBIT	4.434	11.398	9.802	12.142	19.427	3.335	4.261	61	-98,6%	
Gastos Financieros	1.990	3.709	4.532	3.777	7.133	1.982	1.549	5.829	276,3%	
Pérdida por Diferencia de Cambio	631	4.745	4.960	2.587	4.584	1.502	981	0	-100,0%	
Resultado Operativo y Financiero	1.812	2.944	310	5.778	7.710	(148)	1.730	(5.769)	233,4%	
Ingresos (Egresos) No Operativos	(350)	66	-	51	48	3.015	2.587	4.816	---	
Resultado del Ejercicio	1.187	2.468	209	4.817	6.262	2.867	4.318	(953)	-122,1%	
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS										
SOLVENCIA Y LEVERAGE										Diferencia
Apalancamiento	2,4	2,4	2,3	1,8	1,7	2,1	1,7	1,9	0,12	
Cobertura de Gastos Financieros	2,6	3,3	2,3	3,5	3,3	2,0	3,2	0,0	-3,20	
Capacidad de Cobertura de Pasivo*	9,2	4,5	5,0	3,7	3,8	6,9	5,5	388,4	382,89	
GESTIÓN										0
Periodo de Rotación de Inventario (en días)	91	104	115	57	127	58	69	98	30	
Periodo de Rotación de Cartera (en días)	139	166	162	154	94	142	156	63	-93	
Ciclo Operacional (en días)	229	270	276	211	222	200	225	161	-64	
RENTABILIDAD										
Rentabilidad del Activo (ROA)*	2,1%	3,8%	0,4%	7,2%	5,3%	7,3%	10,0%	-1,3%	-11,3%	
Rentabilidad del Capital (ROE)*	7,6%	14,5%	1,3%	24,2%	16,1%	25,4%	31,7%	-3,7%	-35,4%	
Margen Bruto	22,5%	20,6%	23,2%	30,5%	32,7%	28,8%	29,2%	37,4%	8,2%	
Eficiencia Operativa	83,8%	110,4%	89,9%	75,8%	79,7%	75,4%	70,8%	99,8%	29,0%	
Margen Operativo (EBIT)	6,0%	16,2%	13,3%	11,1%	10,6%	6,1%	7,3%	0,1%	-7,2%	
LIQUIDEZ										
Liquidez General	1,6	1,5	1,3	1,5	1,3	1,6	1,7	1,6	-0,08	
Prueba Ácida	1,2	1,1	1,0	1,2	0,7	1,3	1,4	0,9	-0,46	
Dependencia de Inventario	1,1	1,3	1,3	0,6	1,2	0,4	0,0	1,0	1,00	
Capital de Trabajo	24.014	23.304	16.722	21.899	24.555	25.286	31.532	40.895	9,363	

Fuente: Estados Contables anuales de 2014/2018 y trimestrales de marzo de 2017/2018/2019.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

Conforme a lo estipulado en la sesión de Directorio N° 47, de fecha 22 de mayo del 2015, Innovare ha emitido bonos en el mercado de valores bajo el Programa de Emisión Global G1, con el objetivo de captar nuevos recursos. El programa contempla un monto máximo de G. 20.000 millones y los plazos de vencimiento de capitales van de 4 años hasta 7 años. Los fondos captados tienen como destino la expansión de la empresa, incluyendo, pero no limitando, apertura de nuevas tiendas, ampliación de locales comerciales o depósitos existentes, así como la adquisición de mercaderías para abastecimiento de inventario. El programa mencionado no contempla un rescate anticipado de los títulos.

Con relación a lo anterior, la empresa ha emitido y colocado en su totalidad las seis series por el monto máximo del presente programa, cada uno por G. 3.500 millones, a excepción de las series 3 y 6 que fueron emitidos por valor de G. 3.000 millones cada una. Al respecto, todas las series cuentan con vencimientos entre los años 2019 y 2020.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1			
Características		Detalle	
EMISOR	Sallustro & Cia. S.A.		
ACTA DE APROBACIÓN DEL DIRECTORIO	N° 47, de fecha 22 de mayo de 2015		
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	G1		
MONEDA Y MONTO EMITIDO	G. 20.000.000.000		
MONEDA Y MONTO COLOCADOS	G. 20.000.000.000		
	EMISIONES	MONTO	TASA
SERIE 1	G. 3.500.000.000	13,00%	09/09/2019
SERIE 2	G. 3.500.000.000	13,25%	09/03/2020
SERIE 3	G. 3.000.000.000	13,75%	07/09/2020
SERIE 4	G. 3.500.000.000	13,00%	18/12/2019
SERIE 5	G. 3.500.000.000	13,25%	17/06/2020
SERIE 6	G. 3.000.000.000	13,75%	17/12/2020
PLAZOS DE VENCIMIENTO	Se podrán emitir con plazos de 1460 días a 2555 días (entre 4 y 7 años)		
DESTINO DE FONDOS	Para la expansión de la empresa, incluyendo pero no limitando, apertura de tiendas, ampliación de locales comerciales o depósitos existentes y compra de mercaderías.		
RESCATE ANTICIPADO	No se ha previsto rescate anticipado		
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Investor Casa de Bolsa S.A.		
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Investor Casa de Bolsa S.A.		

Fuente: Prospectos del Programa de Emisión Global G1, complementarios de cada Serie y Modificaciones a la fecha

RESUMEN DE EMISIONES EMITIDAS Y COLOCADAS

Desde el año 2011, Sallustro y Cia S.A. ha registrado participación en el mercado de valores, a través de la emisión de bonos con el propósito de diversificar sus fuentes de fondeo y obtener flexibilidad en los plazos para el pago de los compromisos. Para ello, inicialmente había emitido el Programa de Emisión Global G1 en moneda nacional, que a la fecha se encuentra totalmente amortizado.

Por otra parte, luego del proceso de fusión por absorción, mantiene saldos vigentes del Programa de Emisión Global G1 que originalmente había emitido Innovare S.A.E.C.A., anteriormente con co-deudoría de la empresa Sallustro y Cía. S.A. por el monto máximo de G. 20.000 millones, cuyos vencimientos de capital se han previsto de forma trimestral desde setiembre de 2019 y hasta finales de 2020.

En este sentido, cabe resaltar que, en lo que resta del ejercicio 2019, tiene previsto el vencimiento de las series N° 1 (Sep/19) y N° 4 (Dic/19) del PEG G1 por un total de G. 7.000 millones, mientras que en el 2020 se registran vencimientos trimestrales por G. 13.000 millones. La empresa ha recurrido al mercado de valores con el objetivo de obtener una estructura de financiamiento a más largo plazo, que posibilite calzar la maduración de sus operaciones y obtener mejores condiciones de financiamiento.

ESTADO DE EMISIONES PENDIENTES DE SALLUSTRO & CIA S.A.						
(al 30 de junio de 2019)						
Sistema de Negociacion	Series	Colocaciones	Vigente	Period. Interés	Vencimiento	Estado
G1	1	3.500.000.000	3.500.000.000	Trimestral vencido	09/09/2019	Pendiente
G1	2	3.500.000.000	3.500.000.000	Trimestral vencido	09/03/2020	Pendiente
G1	3	3.500.000.000	3.500.000.000	Trimestral vencido	07/09/2020	Pendiente
G1	4	3.500.000.000	3.500.000.000	Trimestral vencido	18/12/2019	Pendiente
G1	5	3.000.000.000	3.000.000.000	Trimestral vencido	17/06/2020	Pendiente
G1	6	3.000.000.000	3.000.000.000	Trimestral vencido	16/12/2020	Pendiente
TOTAL VIGENTE		20.000.000.000	20.000.000.000			

ANEXO I

NOTA: El Informe ha sido preparado con base a los Estados Financieros anuales correspondientes a los periodos 2014/2018 y trimestrales de los cortes de junio de 2017/2019, así como sobre el flujo de caja proyectado, además de otras informaciones relacionadas a la estructura de la emisión, que permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, así como de los antecedentes e informaciones cualitativas relacionadas a la gestión de la emisora, siendo representativas y suficientes para la evaluación de la emisión.

La emisión prevista de bonos bajo el Programa de Emisión Global G1 de Sallustro & Cía. S.A. se ha sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud con lo que establece la Ley N° 3899/09 y Resolución CG CNV N° 1/19 de la Comisión Nacional de Valores, así como de los procedimientos normales de calificación.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados Contables y Financieros anuales y trimestrales que abarcan los periodos 2014/2018 y trimestrales de los cortes de junio 2017, 2018 y 2019.
2. Política Comercial y canales de negocios, así como la comercialización de una amplia variedad de marcas.
3. Composición total de la cartera de créditos por tipo de clientes y productos, con fecha de emisión y vencimiento al corte de junio de 2019.
4. Estructura de Financiamiento, con detalles de sus pasivos.
5. Composición y participación accionaria de la Emisora, y grado vinculación con otras empresas.
6. Composición de Directorio y análisis de la Propiedad.
7. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
8. Prospecto del Programa de Emisión Global G1.
9. Flujo de Caja Proyectado, con su respectivo escenario y supuestos. Periodo 2019-2024.

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. Canales de distribución y comercialización por tipo de marcas.
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. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
6. Entorno económico y del segmento de mercado.
7. Análisis de las características de la emisión de bonos, y valoración de los eventuales resguardos y garantías.
8. Flujo de caja proyectado coincidente con los tiempos de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.

LIMITANTES DEL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Flujo de caja proyectado con un escenario y sin la determinación de los niveles de facturación por año y del nivel de ingresos discriminado al contado y por cobranzas.
2. Evolución anual del índice de morosidad a partir de los 60 días de atrasos.

Publicación de la calificación de riesgos del Programa de Emisión Global G1 de **SALLUSTRO & CÍA. S.A.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV N° 1/19.

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 2ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 3ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 4ª ACTUALIZACIÓN
	JULIO/2015	SEPTIEMBRE/2016	AGOSTO/2017	SEPTIEMBRE/2018	JUNIO/2019
P.E.G. G1	pyBBB- (*)	pyBB+ (*)	pyBB+ (*)	pyBB+ (*)	pyBB+
TENDENCIA	ESTABLE (*)	ESTABLE (*)	SENSIBLE (*)	ESTABLE (*)	FUERTE (+)

(*) Calificación y actualizaciones realizadas al P.E.G. G1 cuando el mismo correspondía a una emisión de la firma INNOVARE S.A.E.C.A.

Fecha de 1ª calificación: 02 de setiembre de 2019.

Fecha de publicación: 04 de setiembre de 2019.

Corte de calificación: 30 de junio de 2019.

Resolución de Aprobación CNV N°: 46 E/15 de fecha 28 de agosto de 2015.

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

SALLUSTRO & CÍA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1	pyBB+	Fuerte (+)
<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 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 1/19 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Más información sobre el proceso de esta calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por:

Econ. María Inés Álvarez
Analista de Riesgos