

FIDEICOMISO IRREVOCABLE DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE CAJA Y ACTIVOS
CITYMARKET A

 PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: **G1** MONTO MÁXIMO: **G. 17.100.000.000** CORTE DE CALIFICACIÓN: **SEPTIEMBRE/2018**
 PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: **USD1** MONTO MÁXIMO: **USD 3.000.000** EMISOR: **BANCO CONTINENTAL S.A.E.C.A.**

CALIFICACIÓN	FECHA DE 4ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 5ª ACTUALIZACIÓN
	ABRIL/2018	ENERO/2019
P.E.G. G1	pyBB-	pyBB-
P.E.G. USD1	pyBB-	pyBB-
TENDENCIA	SENSIBLE (-)	SENSIBLE (-)

Analista: Roberto Torres rtorres@solventa.com.py
Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209

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

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

RESUMEN DE LOS PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL G1 Y USD1	
ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO	
Tipos de títulos-valores emitidos	Títulos de crédito
Denominación de los programas	G1 y USD1
Fiduciario	Banco Continental S.A.E.C.A.
Fideicomitentes - Beneficiarios	PRV STORES PY S.A. y PRV PROPERTIES PY S.A.
Montos de emisión global	G. 17.100.000.000 y USD 3.000.000
Destino de Fondos	Los Fideicomitentes/Beneficiarios destinarán un 25% de los fondos para la compra de inmuebles de nuevas tiendas, 25% para la puesta a punto de los locales adquiridos y/o alquilados, 40% para la compra de equipamiento de las tiendas y un 10% para capital operativo.
Plazos de vencimiento	De 365 días (1 año) a 1.825 días (5 años).
Pago de Capital	Al vencimiento
Pago de Intereses	Trimestral
Rescate anticipado	PRV STORES y PRV PROPERTIES podrán instruir a la Fiduciaria para realizar rescates parciales o totales de los títulos emitidos conforme a lo establecido en el marco
Representante de obligacionistas	Fais Casa de Bolsa S.A.
Agente organizador y colocador	Fais Casa de Bolsa S.A.

FUNDAMENTOS

La calificación de los Programas de Emisión Global G1 y USD1 del Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja y Activos Citymarket A responde al mecanismo de retención del flujo de caja de las tres sucursales fideicomitidas, sumado a la capacidad de reemplazo o fortalecimiento con otras como principal fuente de pago, además de los inmuebles transferidos al fideicomiso como garantía de la emisión, y la posesión de otros de uno de sus fideicomitentes.

En contrapartida, la nota incorpora los continuos ajustes patrimoniales y financieros de su principal fideicomitente PRV Stores PY, como originador y codeudor solidario, luego de la etapa de desarrollo de sus sucursales y del menor desempeño registrado, así como por la absorción de una importante estructura de gastos operativos y financieros, y su incidencia en la acumulación de pérdidas, que aumentan gradualmente su exposición patrimonial para la continuidad de sus operaciones y la necesidad de nuevos aportes, así como de recursos en efectivo.

A su vez, considera los últimos ajustes realizados a sus proyecciones a partir de los efectos de un continuo crecimiento de sucursales, una mayor competencia y un menor dinamismo comercial respecto a estimaciones iniciales, los cuales han contemplado cambios en los planes de negocios, en los plazos de apertura y expansión (cantidad) de sus sucursales, de facturaciones y en el periodo de maduración del proyecto.

Igualmente, incorpora su ajustada flexibilidad financiera, una mayor concentración de sus compromisos a corto plazo, al igual que un significativo volumen de créditos mantenidos con partes vinculadas. Esto conlleva una acotada posición de liquidez, sobre todo tomando en cuenta la continua necesidad de nuevos aportes de sus accionistas.

Asimismo, si bien de forma individual las sucursales han demostrado un menor desempeño, consolidadamente han presentado un leve incremento en coincidencia con la maduración de algunas. Otro factor considerado ha sido el compromiso de sus accionistas mediante nuevos aportes de capital hasta la fecha.

En cuanto a la evolución del promedio mensual de ventas de las tres (3) sucursales fideicomitidas, (San Isidro, Maravilla y 11 de Setiembre), si bien ha disminuido interanualmente setiembre de 2018, aún se mantiene dentro de un nivel razonable para afrontar las retenciones de pago de capital e intereses, conforme a lo estipulado en el contrato de fideicomiso. Además, considera los 10 (diez) inmuebles transferidos al Patrimonio Autónomo (PA) como garantía real. Con todo, al corte analizado, el valor del PA resulta de la suma del flujo futuro de caja y el valor de los inmuebles transferidos, siendo el saldo total de G. 69.336 millones.

Por su parte, la evolución de las facturaciones y el crecimiento en número de tiendas ha permitido ampliar las posibilidades de reemplazo, sustitución o incrementos de activos del PA en caso de que los flujos provenientes de dichas sucursales no fuesen suficientes para cumplir con las obligaciones parciales o totales de amortización de capital y/o intereses. No obstante, se ha evidenciado una disminución interanual en términos del promedio de ventas anuales de las tiendas.

En ese sentido, los gastos incurridos en la expansión de tiendas, traducidos en una robusta estructura operativa, han conllevado a la obtención de pérdidas acumuladas

ESTRUCTURA DEL PROGRAMA G1			
Registro del Programa	Resolución CNV N° 53E/16 de fecha 23 de agosto de 2016		
Emisiones realizadas	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
Serie I	G. 1.500.000.000	14,5%	12/9/2019
Serie II	G. 2.000.000.000	15,0%	7/9/2020
Serie III	G. 2.500.000.000	15,5%	6/9/2021
Serie IV	G. 3.700.000.000	14,5%	29/10/2019
Serie V	G. 3.700.000.000	15,0%	23/10/2020
Serie VI	G. 3.700.000.000	15,0%	22/20/2021

ESTRUCTURA DEL PROGRAMA USD1			
Registro del Programa	Resolución CNV N° 54E/16 de fecha 23 de agosto de 2016		
Emisiones realizadas	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
Serie I	USD. 300.000	8,5%	12/9/2019
Serie II	USD. 300.000	9,0%	7/9/2020
Serie III	USD. 400.000	9,5%	6/9/2021
Serie IV	USD. 600.000	8,5%	10/12/2019
Serie V	USD. 600.000	9,0%	4/12/2020
Serie VI	USD. 800.000	9,5%	3/12/2021

Fuente: Prospectos de los PEG G1 y USD1 y Contrato de Fideicomiso CITYMARKET A



el corte evaluado y la continua dependencia de nuevos aportes de capital y financiamiento de terceros para el calce de su flujo operativo.

PRV Stores y PRV Properties son firmas locales, propiedad del grupo PRV (Paraguay Retail Ventures), que han iniciado sus operaciones en el país en 2014 mediante el desarrollo y la administración de la cadena de minimercados "Citymarket". La primera es responsable de la gestión operativa, administrativa y comercial de la cadena mencionado, en tanto que la segunda, tiene a su cargo la búsqueda, adquisición y/o alquiler de inmuebles para su posterior arrendamiento a PRV Stores.

Actualmente, PRV Stores cuenta con 69 tiendas y dentro de sus planes ha previsto continuar con una gradual expansión de sucursales en el mediano plazo. Sin embargo, dada la coyuntura económica existente, han ajustado el cronograma de apertura de nuevas tiendas, además del cierre y la reubicación de sucursales puntales con el objetivo de minimizar su estructura de costos. Igualmente, se encuentran evaluando otras alternativas de expansión, como la posibilidad de disminuir el número de sucursales a habilitar, pero incrementar la superficie (m²) de estas, así como la adquisición de otros minimercados en operación. Lo anterior se encuentra estrechamente condicionado a nuevos aportes de capital y/o la obtención de financiamiento.

Por otro lado, si bien las facturaciones han aumentado interanualmente en 16,2% hasta G. 278.065 millones al corte evaluado, luego de las sucursales habilitadas durante los últimos dos años, al igual de la maduración de aquellas inauguradas anteriormente, con razonables márgenes brutos sobre ventas, aún se mantienen acotados para absorber su importante estructura de gastos operativos y financieros.

Así, a setiembre de 2018, ha registrado una utilidad bruta de G. 61.720 millones, en tanto que sus egresos operativos han alcanzado G. 69.826 millones, evidenciando una contención en el ritmo de crecimiento, reflejada en una menor proporción de estos con relación a los márgenes brutos, y, a su vez, una disminución en el nivel de pérdida operativa (EBITDA), que ha pasado de G. 14.205 millones (set/2016) a G. 8.107 millones al corte analizado.

No obstante, al considerar los gastos financieros y por depreciación, derivan en pérdidas netas por G. 19.034 millones, que, sumadas a las pérdidas acumuladas (G. 91.415 millones), afectan significativamente su posición patrimonial al representar una importante proporción (88%) del capital al corte analizado.

Por otro lado, el fiduciario, Banco Continental S.A.E.C.A. posee una sólida calificación de solvencia a octubre de 2018 de pyAA+ con tendencia Estable, otorgada por la calificadora Feller Rate Paraguay, mientras que su Unidad de Negocios Fiduciarios, cuenta con una adecuada estructura y experiencia en el desarrollo de fideicomisos.

TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación se mantiene en "Sensible (-)", considerando que el volumen de ventas y grado de realización de sus activos son aún acotados para afrontar la importante estructura de gastos operativos y financieros, y, en consecuencia, alcanzar el punto de equilibrio del negocio en el corto plazo. Asimismo, recoge su posición de liquidez más ajustada, los crecientes niveles de endeudamiento y apalancamiento, unidos a una menor flexibilidad financiera.

En ese sentido, una eventual revisión de la calificación por parte de Solventa se encuentra sujeta a nuevos aportes de sus socios y al desempeño de sus ingresos y márgenes, de manera a diluir la estructura de gastos existentes y compensar las pérdidas acumuladas, factores que exponen la continuidad e las operaciones y el desarrollo del fideicomiso.

FORTALEZAS:

- Retención en garantía de recursos como mecanismos de seguridad para la amortización de intereses y capital.
- Transferencia de 10 (diez) inmuebles del fideicomitente PRV Properties al patrimonio autónomo como garantía real.
- Ampliada red de sucursales ha aumentado la capacidad de cobertura geográfica y sustitución de la fuente de flujos fideicomitidos.
- Posicionamiento de la marca en el segmento donde opera.
- Compromiso de accionistas evidenciado en aportes de capital hasta la fecha.
- Experiencia e importante participación del fiduciario en el desarrollo de fideicomisos.

RIESGOS:

- Menores desempeños del consumo y elevada competencia formal e informal exponen sus operaciones e inciden en la menor performance de las sucursales del principal fideicomitente-origenador.
- Capacidad patrimonial y financiera del principal fideicomitente se encuentra presionada por el deterioro patrimonial y por la dependencia de nuevos aportes.
- Apertura de nuevas sucursales podrían presionar sobre el nivel de gastos y pérdidas, así como sobre un mayor periodo de maduración.
- Si bien se han establecido procedimientos para sustitución de sucursales, la estructura legal y operativa del fideicomiso no contempla disparadores ante el menor desempeño comercial de las tiendas fideicomitidas.
- Ajustado nivel de codeudoría solidaria de los fideicomitentes considerando el nivel de activos inmovilizados y las significativas pérdidas registradas por PRV Stores PY.
- Posición de liquidez ajustada y baja flexibilidad financiera, con mayores necesidades de fondeo con recursos de terceros.
- Flujo futuro de caja de las sucursales fideicomitidas y de otras se encuentran subordinadas al mantenimiento de las operaciones de PRV Stores PY.
- Cobertura parcial de los inmuebles transferidos y disponibles del fideicomitente ante los títulos en circulación.

COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

EL Fideicomiso Irrevocable de Titularización de los Flujos Futuros de Caja y de Activos Citymarket A, constituido en el marco del acuerdo firmado entre los fideicomitentes PRV Stores PY S.A. (A) y PRV Properties PY S.A. (B) y el Banco Continental S.A.E.C.A., en carácter de fiduciario, se rige hasta la fecha mediante las cláusulas y condiciones estipuladas en el contrato suscrito en fecha 21 de marzo de 2016, así como por la Adenda Modificatoria N° 1 de fecha 28 de junio de 2016. Los mismos contemplan que ambos fideicomitentes sean nominados como beneficiarios A y B, respectivamente, de los recursos provenientes del desarrollo del fideicomiso. Al respecto, los fideicomitentes A y B se han comprometido a transferir de forma irrevocable activos para la conformación y mantenimiento de un patrimonio autónomo (PA) y el cumplimiento del objetivo señalado.

La custodia y administración del referido patrimonio recae en el Fiduciario, que ha realizado la emisión y colocación de títulos de contenido crediticio bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1, con nombre, cargo y riesgos a los activos del PA. Asimismo, es responsable de realizar los pagos a los tenedores de títulos de las obligaciones contraídas por el fideicomiso, con recursos del flujo proveniente de las sucursales fideicomitidas. En ese sentido, el patrimonio autónomo se ha conformado por la transferencia irrevocable de los flujos futuros de caja provenientes de las ventas realizadas en efectivo y/o con cualquier otro medio de pago de las tiendas denominadas "San Isidro", "Maravilla" y "11 de Setiembre", pertenecientes al fideicomitente A (PRV Stores PY S.A.)

Dichos flujos representan una suma de ingresos estimados, calculados con base estadística de los 16 primeros meses de operación de la tienda "San Isidro", 9 meses de "Maravilla" y 8 meses de "11 de Setiembre". Con esto, se ha contabilizado un valor inicial de G. 62.196.414.899, correspondiente al valor actual del promedio mensual de ventas de G. 1.902.628.693 multiplicado por un plazo de 66 meses, que totaliza una suma futura de G. 125.573.493.743. El mismo ha sido descontado a tasas de 40,80% (San Isidro), 30,19% (Maravilla) y 30,85% (11 de Setiembre).

Si alguna de las tres sucursales cerrará temporal o permanentemente, PRV Stores deberá transferir, por instrucciones del Fiduciario, el flujo de caja futuro de otras sucursales que generen igual o mayor promedio de los ingresos estimados de modo a no afectar el cumplimiento de los compromisos. Igualmente, se obliga a transferir los flujos de ventas de futuros locales que se establezcan en la medida que sean necesarios para el cumplimiento de las obligaciones y/o puede proponer la transferencia de otras sucursales como activos subyacentes. No obstante, cabe señalar que no se ha contemplado la posibilidad de sustitución de sucursales como disparador ante la disminución de las ventas y del flujo futuro de caja de una de las sucursales, así como una relación de cobertura mínima entre el valor del patrimonio autónomo y el saldo de las emisiones.

De acuerdo con lo establecido en el contrato, el flujo de caja de las ventas en efectivo se encuentra a cargo de la transportadora de caudales Prosegur Paraguay S.A., y es depositado por la misma dentro de las 24 horas en la cuenta corriente del fideicomiso, habilitada en el Banco Continental. Asimismo, las recaudaciones por ventas a través de tarjetas de crédito y/o débito son cobradas y depositadas diariamente por las procesadoras respectivas en dicha cuenta. Para el efecto, PRV Stores PY S.A. ha notificado e instruido previamente tanto a la transportadora de caudales como a las procesadoras para su cumplimiento. Dicha instrucción no podrá ser modificada sin previa autorización escrita por parte del fiduciario.

Además, conforme a lo estipulado en la cláusula primera de la adenda modificatoria N° 1, el fideicomitente B (PRV Properties PY S.A.) ha transferido al patrimonio autónomo 10 (diez) inmuebles, cuyo valor contable representa G. 7.139.880.000. Así, según lo presentado por el fiduciario en su informe al corte de setiembre de 2018, el valor actualizado del PA ha alcanzado G. 69.336.294.899, lo que representa una cobertura de 2,04 veces respecto a la deuda emitida. Por su parte, se menciona que el promedio de ventas mensuales del flujo futuro de caja considerado para la valuación se ha mantenido en la cifra estimada inicialmente.

En ese sentido, considerando que los flujos futuros de venta representan la principal fuente de repago de los títulos emitidos, los fideicomitentes se obligan a dar oportuno y fiel cumplimiento al abastecimiento de las tiendas para que no se alteren en modo alguno los derechos de crédito emergentes de los mismos.

Los activos subyacentes transferidos irrevocablemente al patrimonio autónomo para el cumplimiento de las obligaciones asumidas durante su desarrollo no se encuentran limitados por dominio u otras obligaciones y se hallan libres de disposición y de gravámenes de cualquier naturaleza. Igualmente, los fideicomitentes han asumido en calidad de codeudores solidarios las responsabilidades y obligaciones del patrimonio autónomo.

Dichos activos y el flujo de caja no son parte de los bienes de los fideicomitentes y están destinados exclusivamente al pago de los valores emitidos, así como aquellos exigibles en el desarrollo del presente fideicomiso. Sin embargo, luego de canceladas las obligaciones asumidas bajo el desarrollo del fideicomiso, el fiduciario hará la devolución tanto de los remanentes del flujo en las cuentas fiduciarias como los inmuebles fideicomitados.

Con respaldo del patrimonio autónomo, el Fiduciario ha emitido títulos en el mercado de valores y sus fondos han sido destinados a la compra de inmuebles, refacción y apertura de nuevos locales y capital operativo, sobre los cuales los fideicomitentes han informado al fiduciario. Una de las cláusulas establece que el Fideicomitente/Beneficiario A (PRV Stores PY S.A.) es el encargado de la gestión total de los fondos obtenidos por la emisión.

CARACTERÍSTICAS DE LA ESTRUCTURA

INFORMACIÓN DE LOS FIDEICOMITENTES

PRV STORES PY S.A.

La empresa PRV (Paraguay Retail Ventures Ltd.) ha iniciado sus actividades en el país en enero del año 2014, y desde la fecha ha ido desarrollando la cadena de minimercados denominada "Citymarket" bajo el formato de precio y proximidad. El capital de la entidad se encuentra conformado por aportes de un holding *offshore*, a la cual pertenecen los subholding PRV Stores Ltd. y PRV Properties Ltd., que a su vez son propietarios de las firmas locales residentes en Paraguay PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A. Estas últimas se han constituido en Fideicomitentes/Beneficiarios A y B, respectivamente, del Fideicomiso CITYMARKET A, celebrado con el fiduciario, Banco Continental S.A.E.C.A.

En el caso de PRV Stores PY S.A., la subholding PRV Stores Ltd. posee el 99,9% del capital social de la empresa, que al cierre de setiembre de 2018 ha alcanzado un valor de G. 126.191 millones, compuesto por un capital integrado de G. 83.939 millones y aportes para futuras capitalizaciones por G. 42.253 millones.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE PRV STORES PY S.A.			
Accionista	Acciones	Capital	Participación
PRV Stores Ltd.	839.388	83.938.800.000	99,9999%
PRV Properties Ltd.	1	100.000	0,0001%
Total	839.389	83.938.900.000	100%

Su administración se encuentra bajo el control del grupo desarrollador, con amplia experiencia en el sector retail, así como en proyectos de inversión, al igual que su plana directiva y gerencial, conformada por profesionales de amplia trayectoria y experiencia en diferentes áreas. Al respecto, resulta importante señalar los cambios incurridos en la plana directiva superior en el año evaluado, los cuales han sido realizados en base a la consolidación de la estructura organizacional y con el objetivo de una mayor racionalización en los gastos operativos.

En ese sentido, el Sr. Germán García, quien se desempeñaba como Director de Administración y Finanzas, pasó a ocupar la Gerencia General, en tanto que su posición anterior ha quedado a cargo del Sr. José Romero, el cual se desempeñaba como Jefe de Planeamiento y Control de Gestión. Asimismo, se ha consolidado en un departamento las Direcciones de Operaciones y Logística, a cargo del Sr. Roberto Aponte.

PRV Stores es responsable de la administración y el desarrollo del plan operativo y comercial de la cadena de minimercados "Citymarket", la cual ha registrado una continua apertura de tiendas desde el inicio de sus operaciones, con 10 tiendas al cierre de 2014, expandiéndose hasta 69 sucursales al finalizar el 2017. Estas, se hallan ubicadas en zonas estratégicas de Asunción, su área metropolitana y algunas ciudades del interior del país.

Por su parte, durante el año 2018, se ha evidenciado una disminución en el ritmo de expansión, registrándose la apertura de dos sucursales, en tanto que ha procedido al cierre de otras dos, considerando los menores niveles de rendimiento obtenidos en dichas tiendas. Del

Directores	GRUPO SPONSOR Y DIRECTORIO EJECUTIVO		
	Cargo	Profesión	Experiencia
Gustavo Fernández Casares	Sponsor	Ingeniero Agrónomo (UBA, Argentina)	Director de NFD Agro (Paraguay) y Grupo Negocios. Más de 35 años de experiencia en desarrollo e inversiones de agribusiness en Latinoamérica.
Cristian Cardoner	Sponsor	Lic. en Adm. de Empresas (UCA Argentina)	Director y accionista de NFD Agro (Paraguay), AndesatSA (Chile), Media International (Francia). Más de 30 años de experiencia en inversiones
Gustavo Rol	Sponsor	Ingeniero Agrónomo (UCA, Argentina), MBA Univ. of Nebraska (USA)	Más de 15 años de experiencia en el desarrollo y gestión en proyectos de agro y de inversión. Gte. General de NFD Agro (Paraguay)
Germán García	CEO - Gerente General	Contador Público Nacional (UNMDP, Arg), Mgmt Leadership Program (IAE Arg)	Más de 12 años en posiciones de Adm. y Fin. en Unilever en la región
Nahuel Pianorosa	Director Comercial	Lic. En Comercialización (John F. Kennedy, Arg.)	Más de 13 años de experiencia en Carrefour Argentina. Más de 4 años como Gerente Comercial de Carrefour Maxi.
José Romero	Director de Adm. y Finanzas	Economista (UCA, Paraguay) CFA Level I	Experiencia en Investor CBSA, Barcos y Rodados, Financiera El Comercio.
Roberto Aponte	Director Operaciones y Logística	MBA en UTDT (in Company - Argentina)	Más de 20 años de experiencia en Carrefour (10 años dirigiendo un Hipermercado), 3 años Ofidirect S.A.

total de tiendas señaladas, 23 se encuentran en terrenos que pertenecen al fideicomitente PRV Properties, mientras que las restantes 46 se ubican en predios alquilados de terceros. Las mismas cuentan con un tamaño entre 130 y 470 m².

Para la organización y abastecimiento de las tiendas, la empresa dispone de dos centros logísticos, ubicados en predios alquilados en Lambaré y Fernando de la Mora, respectivamente. En el primero, con un tamaño de 1.600 m², se centraliza el acopio, la clasificación y distribución de los productos frescos tradicionales que incluyen lácteos, frutas, verduras y carnes. Además, en el mismo opera una panadería y fiambrería, así como cámaras de congelamiento y refrigeración. Por su parte, en el otro centro de 2.400 m², se almacenan productos no perecederos de gran consumo, así como temporalmente los activos fijos adquiridos para su posterior utilización en las tiendas. Cuentan con un cronograma establecido de entregas y transporte, utilizando una flota de 15 vehículos (1 propio, 14 tercerizados) para la distribución.

Actualmente, su estrategia se enfoca en la consolidación y maduración de los niveles de ventas de las tiendas en funcionamiento, buscando minimizar su estructura de costos y gastos operativos, sobre todo al tomar en cuenta el menor volumen de facturaciones registrado durante el primer semestre del año 2018 en algunas de estas.

Si bien en sus planes estratégicos se había estimado como meta a mediano plazo una red de 90 sucursales, dadas las condiciones imperantes en el mercado, de fuerte competencia y menor crecimiento en el segmento retail, así como la evolución de sus negocios con niveles de ventas por debajo a los inicialmente estimados, han conllevado a la postergación

en el cronograma de apertura de tiendas, así como la posibilidad del cierre y/o reubicación de alguna de estas a fin de obtener un mayor rendimiento.

Asimismo, el directorio de la empresa se encuentra evaluando otras alternativas a las citadas, entre las que se menciona la posibilidad de disminuir el número de tiendas a habilitar, pero incrementar la superficie en metros cuadrados de estas. Igualmente, se considera la adquisición de minimercados de terceros en funcionamiento, para lo cual han identificado potenciales unidades en zonas de Asunción y del interior del país. No obstante, resulta importante mencionar que lo anterior se encuentra estrechamente condicionado a nuevos aportes de capital u otras fuentes de financiamiento externa. En caso de no realizarse lo mencionado, se podría conducir a retrasos en la puesta en funcionamiento de las nuevas sucursales, con incidencia en la adecuada ejecución de sus planes y el alcance del punto de equilibrio del negocio.

Del total de ingresos por ventas al corte evaluado, existe una distribución proporcional entre los productos frescos tradicionales y los de gran consumo (prod. secos, bebidas, droguería, perfumería e higiene, principalmente), destacándose en cuanto a su incidencia sobre el margen bruto los cárnicos, frutas y verduras, productos secos.

Cabe señalar que la firma posee acuerdos comerciales con la mayoría de sus proveedores, ya que forman parte integral del negocio, que consiste en tener a estos como socios estratégicos a largo plazo, a modo de garantizar una cadena de suministro más eficiente, compartida y colaborativa para las partes. Igualmente, se enfocarán en la búsqueda de nuevas alianzas estratégicas que permitan una rentabilidad superior.

La rápida expansión del negocio alcanzada mediante la continua apertura de sucursales explica la evolución interanual en las facturaciones desde el inicio de las operaciones, unida a la gradual maduración de las ventas obtenidas por las tiendas habilitadas en el periodo 2014-2016, que en su mayoría han presentado un promedio de ventas decrecientes.

Es así como los ingresos al cierre de setiembre de 2018 se han incrementado en 16,2% hasta G. 278.065 millones, cifra que a su vez representa un 83% del total obtenido al finalizar el ejercicio 2017. En cuanto a las estimaciones realizadas para los próximos ejercicios, se ha proyectado un crecimiento más moderado, con tasas inferiores a las registradas en años anteriores, los cuales se caracterizaron por una fuerte expansión en el número de sucursales, como parte de los planes estratégicos. No obstante, se menciona que el cumplimiento de estas metas, aun siendo más conservadoras, se encuentran sujetas a la inyección de nuevos aportes de capital y/o de otras fuentes de financiamiento que posibiliten la apertura de nuevas unidades, así como la maduración esperada de las sucursales que a la fecha cuentan con pocos meses de funcionamiento.

Los costos de ventas han evolucionado acompañando el mayor volumen de facturaciones, con un crecimiento interanual en torno a 20,3% hasta G. 238.982 millones, y una relación del margen bruto sobre ventas de 14,2%, levemente inferior al año anterior de 16,9%. Además, se han registrado pérdidas por obsolescencia y ajustes de inventario por G. 8.695 millones, que representan un 3,1% de las ventas brutas al corte evaluado.

Por otro lado, señala la contención registrada en el ritmo de expansión de su estructura de gastos operativos, reflejada en una menor proporción de estos con relación a los ingresos totales y márgenes brutos, reflejando a su vez, una disminución en el nivel de pérdida operativa (EBITDA) en los últimos tres años, que ha pasado de G. 14.205 millones en septiembre de 2016 a G. 8.107 millones al corte analizado.

Lo señalado contempla además la depreciación del ejercicio por G. 4.248 millones y gastos financieros por G. 2.690 millones que explican la pérdida neta de G. 19.034 millones a setiembre de 2018, cifra que, si bien representa una disminución interanual en torno a 16% (G. 3.511 millones) a la registrada al mismo corte del año anterior, aún se sitúa muy desfavorable respecto a las proyecciones estimadas inicialmente, lo cual ha llevado a la empresa a realizar ajustes y evaluar otras alternativas de financiamiento y expansión.

Esto ha derivado en indicadores de rentabilidad anualizados ROA y ROE de -20,1% y -65,3%, respectivamente. Con todo, las pérdidas acumuladas han ascendido a G. 110.450 millones al corte evaluado, que representan un 88% del capital social de G. 124.201 millones, donde al 30 de setiembre de 2018 formalmente se encuentran integrados G. 83.939 millones, y lo restante (G. 40.263 millones) como aportes realizados para futura capitalización. En sentido, se señala que dichas pérdidas, afectan significativamente su posición patrimonial, por lo que adquiere mayor relevancia los nuevos aportes de capital que sean realizados en el corto plazo de manera a fortalecer patrimonialmente a la empresa y que acompañen razonablemente los resultados deficitarios acumulados.

Por otro lado, aun tomando en consideración los aportes realizados por sus accionistas y el volumen de financiamiento externo recibido, su posición de liquidez se ha ajustado durante el periodo evaluado, debido al crecimiento de sus compromisos con proveedores y estructura de gastos operativos, principalmente, producto de las continuas inversiones incurridas para la expansión de sucursales, todo ello, en mayor proporción al flujo de caja generado por las ventas netas.

Cabe señalar que, en la composición de sus activos corrientes, se exponen créditos por las mejoras efectuadas en inmuebles de PRV Properties, así como por los intereses devengados en concepto de préstamos otorgados a la misma, los cuales, si bien se incluyen en el indicador de liquidez de prueba ácida, de 0,69 veces a setiembre de 2018, no registrarían una realización efectiva en el corto plazo.

Adicionalmente, su posición se vería aún más ajustada dadas las retenciones mensuales efectuadas por el fiduciario para afrontar el pago de capital al vencimiento de las series, conforme a lo estipulado en el contrato de fideicomiso. Asimismo, según sus planes estratégicos de corto plazo, se ha previsto la apertura de nuevas tiendas, lo cual conllevaría a mayores

compromisos considerando las refacciones necesarias y el abastecimiento de mercaderías, a fin de mantener un stock adecuado con relación a la demanda, además de otros gastos operativos.

Por su parte, el capital de trabajo ha disminuido en 38% interanualmente hasta G. 6.490 millones al corte evaluado, como consecuencia del crecimiento en mayor proporción de los pasivos corrientes respecto a los activos de corto plazo. En tal sentido, el requerimiento de capital operativo para calzar sus operaciones a corto plazo cobra mayor relevancia, atendiendo su acotada flexibilidad financiera, dado el bajo acceso a líneas de créditos.

Los niveles de financiamiento de la firma han evidenciado una tendencia creciente durante el periodo evaluado a causa de mayores obligaciones con sus proveedores para el abastecimiento de mercaderías y de un incremento en los compromisos financieros, con el propósito de realizar inversiones para la apertura de nuevas tiendas. Esto, ha incidido en sus indicadores de endeudamiento y apalancamiento, los cuales se han acrecentado, sobre todo el último ejercicio dados los continuos resultados deficitarios y en consecuencia la disminución patrimonial.

En ese sentido, los activos totales han alcanzado G. 126.194 millones, reflejando una contracción interanual de 23,8% (G. 39.324 millones), en tanto que los pasivos han disminuido en 20,6% (G. 27.656 millones) en el mismo periodo, a raíz de una reducción en las deudas comerciales. Con todo, el indicador de endeudamiento se ha mantenido en un nivel relativamente estable de 0,8 veces al cierre de septiembre de 2018. Lo anterior, ha sido acompañado de una acotada cobertura de gastos financieros, que se ha mantenido en torno a -4,5 veces al corte analizado.

Al respecto, la estructura del pasivo se compone principalmente de obligaciones corrientes (65,5%), que corresponden a compromisos con proveedores y deudas financieras con 79% y 13%, respectivamente, mientras que sus deudas fiduciarias representan el 94% de las obligaciones a largo plazo.

Con todo, si bien se han realizado nuevos aportes de capital por G. 10.607 millones entre setiembre de 2017 y 2018, las mayores pérdidas registradas por valor de G. 24.787 millones en el mismo periodo, han incidido en la disminución del patrimonio neto en 37% (G. 11.666 millones) hasta G. 19.826 millones al corte evaluado. Esto, ha conllevado a un deterioro de su índice de apalancamiento, que ha incrementado interanualmente de 4,26 veces a 5,37 veces.

PRV STORES PY S.A.								
Resumen Estadístico de la Situación Patrimonial, Económico - Financiera								
<i>(En millones de guaraníes, número de veces y porcentajes)</i>								
PRINCIPALES CUENTAS	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	sept-16	sept-17	sept-18	Variación %
Disponibilidades	1.926	1.741	5.576	8.079	5.740	9.235	5.844	-36,7%
Créditos	3.382	5.979	19.356	38.017	21.993	47.357	37.837	-20,1%
Inventario	6.347	11.106	22.556	34.301	17.420	30.723	27.848	-9,4%
Anticipo Proveedores	2.321	2.045	7.148	14.776	5.095	16.384	140	-99,1%
Otros Activos	122	653	2.392	3.697	675	3.852	4.456	15,7%
ACTIVO CORRIENTE	14.099	21.524	57.028	98.869	50.922	107.550	76.126	-29,2%
Créditos	156	243	482	743	435	664	777	16,9%
Propiedad, Planta y Equipos	12.300	14.949	-911	50.188	29.589	54.687	46.918	-14,2%
Bienes Intangibles	161	158	1.316	2.550	353	2.616	2.374	-9,3%
ACTIVO NO CORRIENTE	12.618	15.350	887	53.481	30.377	57.967	50.068	-13,6%
TOTAL ACTIVO	26.716	36.874	57.915	152.350	81.299	165.518	126.194	-23,8%
Deudas Comerciales	9.069	21.695	46.932	80.557	26.976	67.766	55.094	-18,7%
Deudas Financieras CP	2.266	5.569	2.369	1.762	4.793	2.018	9.343	362,9%
Deudas Fiscales	308	1.738	3.990	4.358	12.070	27.279	5.199	-80,9%
PASIVO CORRIENTE	11.644	29.002	53.291	86.678	43.839	97.064	69.635	-28,3%
Deudas Financieras LP	0	1.607	2.423	2.214	574	2.727	2.204	-19,2%
Pasivos Fiduciarios	0	0	21.301	33.903	11.561	34.234	34.530	0,9%
PASIVO NO CORRIENTE	0	1.607	23.724	36.117	12.135	36.961	36.734	-0,6%
TOTAL PASIVO	11.644	30.610	77.015	122.795	55.974	134.025	106.369	-20,6%
Capital Integrado	20.003	20.003	43.859	83.939	20.003	43.859	83.939	91,4%
Aporte para futura capitalización	10.929	23.856	40.084	32.947	60.815	71.726	42.252	-41,1%
Reservas	148	635	1.571	4.085	635	1.571	4.085	160,1%
Resultados Acumulados	-16.006	-38.229	-63.117	-91.416	-56.128	-85.663	-110.450	28,9%
PATRIMONIO NETO	15.073	6.265	22.396	29.555	25.325	31.492	19.826	-37,0%
ESTADO DE RESULTADOS								
Ventas	16.443	90.151	161.927	335.784	106.533	239.228	278.065	16,2%
Costo de Mercaderías Vendidas	15.048	79.633	138.747	286.481	88.210	198.714	238.983	20,3%
Otros Ingresos	2.053	5.385	12.284	28.620	7.644	17.540	22.637	29,1%
Utilidad Bruta	1.394	10.518	23.181	49.303	18.323	40.514	39.083	-3,5%
Gastos Operativos Totales	18.669	34.968	54.420	90.978	40.172	69.864	69.827	-0,1%
Resultado Operativo - EBITDA	-15.222	-19.062	-18.999	-13.054	-14.205	-11.810	-8.107	-31,4%
Depreciación del Ejercicio	660	2.569	3.782	9.381	2.325	6.060	6.839	12,9%
Resultado Operativo Neto - EBIT	-15.882	-21.632	-22.781	-22.434	-16.529	-17.870	-14.945	-16,4%
Gastos Financieros	124	591	2.107	6.110	1.369	4.676	4.230	-9,5%
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	-16.006	-22.223	-24.888	-28.790	-17.898	-22.546	-19.035	-15,6%
INDICADORES FINANCIEROS								
SOLVENCIA Y LEVERAGE								Diferencia
Nivel de Endeudamiento	0,44	0,83	1,33	0,81	0,69	0,81	0,84	0,03
Recursos Propios	0,56	0,17	0,39	0,19	0,31	0,19	0,16	-0,03
Apalancamiento	0,77	4,89	3,44	4,15	2,21	4,26	5,37	1,11
Cobertura de Gastos Financieros	-128,80	-37,58	-11,81	-4,71	-13,08	-4,82	-4,50	0,32
GESTIÓN								
Rotación de Inventario	2,37	7,17	6,15	8,35	5,06	6,47	8,58	2,11
Rotación de Cartera	4,65	14,49	8,16	8,66	4,75	4,98	7,20	2,22
Ciclo Operacional (días)	229,30	75,05	102,63	84,66	110	96	69	-27
RENTABILIDAD								
Rentabilidad sobre el Activo (ROA)	-59,9%	-60,3%	-43,0%	-18,9%	-29,4%	-27,2%	-20,1%	7,1%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	-51,5%	-78,0%	-52,6%	-49,8%	-55,2%	-83,4%	-65,3%	18,1%
LIQUIDEZ								
Liquidez General	1,21	0,74	1,07	1,14	1,16	1,11	1,09	-0,01
Liquidez de 1er Grado	0,67	0,36	0,65	0,74	0,76	0,79	0,69	-0,10
Nivel de Dependencia de Inventario	1,00	1,92	1,26	1,18	0,92	1,32	0,93	-0,39
Capital de Trabajo	2.455	-7.478	3.737	12.191	7.082	10.487	6.490	-3.996

Fuente: EE.CC. Auditados de PRV STORES PY S.A. sobre los cortes de Diciembre 2014-2017 y no auditados a setiembre de 2018.

PRV PROPERTIES PY S.A.

PRV Properties PY S.A. ha iniciado sus operaciones en el mercado local en enero de 2014. Al igual que PRV Stores PY S.A., es una empresa perteneciente a las subholdings PRV Properties Ltd. y PRV Stores Ltd., las que a su vez conforman parte del holding Paraguay Retail Ventures (PRV). En ese sentido, PRV Properties Ltd. posee el 99,9% del capital social de la empresa local, la cual al 30 de setiembre ha totalizado G. 3.013 millones, entre capital integrado (G. 2.533 millones) y aportes para futuras capitalizaciones (G. 480 millones), sin registrar variaciones en su estructura desde diciembre de 2015.

La empresa es responsable de la búsqueda y adquisición de propiedades, así como de aquellas que serán alquiladas para su posterior arrendamiento a PRV Stores. A la fecha de elaboración del informe, la misma cuenta con 69 tiendas habilitadas (23 propias y 46 alquiladas). PRV Properties ha adquirido los locales con recursos obtenidos mediante los aportes de los accionistas, así como a través de la emisión de títulos bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1. Al respecto, 10 inmuebles de propiedad del Fideicomitente PRV Properties han sido transferidos al patrimonio autónomo del citado fideicomiso, conforme a lo estipulado en el contrato correspondiente, como un mecanismo de garantía y seguridad.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE PRV PROPERTIES PY S.A.			
Accionista	Acciones	Capital	Participación
PRV Stores Ltd.	1	100.000	0,0039%
PRV Properties Ltd.	25333	2.533.300.000	99,9961%
Total	25.334	2.533.400.000	100%

La plana directiva y ejecutiva de la empresa es la misma que la de PRV Stores PY S.A., un plantel con amplia experiencia y trayectoria en proyectos de inversión y dentro el segmento retail a nivel nacional e internacional.

Sus ingresos operativos provienen del arrendamiento a PRV Stores, los cuales se han mantenido relativamente estables con relación al mismo corte del año anterior, alcanzando G. 2.375 millones, (vs. G. 2.255 millones en septiembre de 2017) de los cuales se tiene previsto incrementen en caso de adquirir un mayor número de locales, de acuerdo con sus planes de expansión. Por su parte, sus gastos administrativos se han reducido en 13% respecto al año anterior, favoreciendo a un resultado operativo (EBITDA) de G. 2.288 millones al corte analizado.

No obstante, los gastos por depreciación y, fundamentalmente, egresos financieros por valor de G. 1.133 millones, han absorbido parte importante del margen operativo señalado, arrojando una utilidad neta de G. 691 millones al cierre de setiembre de 2018. Con todo, se han obtenido indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE de 1,8% y 13,7%, respectivamente.

Por su parte, los niveles de liquidez han presentado una tendencia descendente en los últimos tres ejercicios, donde se ha obtenido al corte evaluado ratios más ajustados a los registrados el año anterior, pasando de 0,80 veces a 0,24 veces, acompañado por un capital de trabajo negativo de G. 16.317 millones. Lo anterior, podría resultar aún más afectado al considerar las inversiones que son requeridas para la adquisición de nuevas propiedades para proseguir con los planes de expansión.

No obstante, es importante señalar que sus operaciones se encuentran financiadas principalmente por deudas con PRV Stores, y en menor medida por entidades financieras. En ese sentido, el pasivo total (G. 22.702 millones a setiembre de 2018) se conforma en torno a 90% por deudas con empresas vinculadas. Con todo, las ratios de endeudamiento y apalancamiento se han incrementado gradualmente, pasando de 0,74 veces y 2,79 veces a 0,85 y 5,55 veces, respectivamente.

PRV PROPERTIES PY S.A.
Resumen Estadístico de la Situación Patrimonial, Económico - Financiera
(En millones de guaraníes, número de veces y porcentajes)

PRINCIPALES CUENTAS	dic-14	dic-15	dic-16	sept-17	dic-17	sept-16	sept-17	sept-18	Variación %
Disponibilidades	2.363	235	59	68	427	353	68	129	91,5%
Créditos	748	1.247	1.041	968	1.992	1.368	968	3.527	264,6%
Anticipo Proveedores	145	2.043	1.605	2.170	870	1.166	2.170	923	-57,4%
Otros Activos	749	1.172	1.093	825	736	1.182	825	470	-43,1%
ACTIVO CORRIENTE	4.005	4.698	3.798	4.030	4.024	4.070	4.030	5.050	25,3%
Propiedad, Planta y Equipos	3.196	4.985	10.592	13.153	22.592	7.423	13.153	21.744	65,3%
ACTIVO NO CORRIENTE	3.196	4.985	10.592	13.153	22.592	7.423	13.153	21.744	65,3%
TOTAL ACTIVO	7.201	9.683	14.390	17.183	26.616	11.493	17.183	26.794	55,9%
Deudas Comerciales	409	1.980	294	1.485	12.461	689	1.485	13.673	820,6%
Deudas Financieras CP	4.438	1.196	7.819	8.899	8.976	4.332	8.899	7.693	-13,6%
Deudas Fiscales	0	19	53	0	0	41	0	0	0,0%
PASIVO CORRIENTE	4.848	3.195	8.166	10.384	21.437	5.063	10.384	21.366	105,8%
Deudas Financieras LP	0	3.847	3.402	2.261	1.777	3.740	2.261	1.332	-41,1%
PASIVO NO CORRIENTE	0	3.847	3.403	2.263	1.778	3.740	2.263	1.336	-41,0%
TOTAL PASIVO	4.848	7.041	11.569	12.647	23.215	8.803	12.647	22.702	79,5%
Capital Integrado	2.533	2.533	2.533	2.533	2.533	2.533	2.533	2.533	0,0%
Aporte para futura capitalización	0	480	480	480	480	480	480	480	0,0%
Reservas	0	117	358	358	961	117	358	961	168,6%
Resultados	-180	-309	-61	1.716	-23	48	1.716	691	-59,7%
PATRIMONIO NETO	2.353	2.641	2.821	4.536	3.401	2.690	4.536	4.092	-9,8%
ESTADO DE RESULTADOS									
Ventas	114	372	642	2.255	3.041	431	2.255	2.375	5,3%
Costo de Mercaderías Vendidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Utilidad Bruta	114	372	642	2.255	3.041	431	2.255	2.375	5,3%
Gastos Operativos Totales	136	263	197	100	126	119	100	87	-13,0%
Resultado Operativo - EBITDA	-22	18	338	1.946	2.636	264	1.946	1.933	-0,7%
Depreciación del ejercicio	0	90	130	209	279	71	209	355	70,1%
Resultado Operativo Neto - EBIT	-22	18	338	1.946	2.636	264	1.946	1.933	-0,7%
Gastos Financieros	158	327	399	230	2.581	215	230	1.133	391,9%
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	-180	-309	-61	1.716	-23	48	1.716	691	-59,7%
INDICADORES FINANCIEROS									
SOLVENCIA Y LEVERAGE									Diferencia
Nivel de Endeudamiento	0,67	0,73	0,80	0,74	0,87	0,77	0,74	0,85	0,11
Recursos Propios	0,33	0,27	0,20	0,26	0,13	0,23	0,26	0,15	-0,11
Apalancamiento	2,06	2,67	4,10	2,79	6,83	3,27	2,79	5,55	2,76
Cobertura de Gastos Financieros	-0,14	0,06	0,85	8,45	1,02	1,22	8,45	1,71	-6,74
GESTIÓN									
Rotación de Cartera	0,15	0,30	0,62	2,33	1,53	0,32	2,33	0,67	-1,66
Ciclo Operacional (días)	2.357	1.209	584	0	857	857	0	0	0
RENTABILIDAD									
Rentabilidad sobre el Activo (ROA)	-2,5%	-3,2%	-0,4%	13,3%	-0,1%	0,6%	13,3%	3,4%	-9,9%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	-7,1%	-10,5%	-2,1%	81,1%	-0,7%	2,4%	81,1%	27,1%	-54,0%
LIQUIDEZ									
Liquidez General	0,83	1,47	0,47	0,39	0,19	0,80	0,39	0,24	-0,15
Capital de Trabajo	-842	1.503	-4.368	-6.354	-17.413	-993	-6.354	-16.317	-9.963

Fuente: EE.CC. Auditados de PRV PROPERTIES PY S.A. sobre los cortes de Diciembre 2014/2015/2016/2017 y no auditados al corte de setiembre de 2018.

INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO

Para la constitución del Fideicomiso, los Fideicomitentes han designado como Fiduciario al Banco Continental S.A.E.C.A., entidad que posee una importante trayectoria y participación realizando operaciones en el sistema paraguayo desde el año 1990. En ese sentido, el Banco ha realizado promociones de inversiones, financiaciones y líneas de créditos con diferentes operaciones bancarias de diversa naturaleza, que incluyen los negocios fiduciarios. A la fecha del informe, la entidad posee una sólida calificación de solvencia AA+py con tendencia "Estable", asignada por la Calificadora de Riesgos Feller Rate Paraguay, siendo los principales fundamentos de esta la sólida posición competitiva acompañada de una elevada participación de mercado y liderazgo en colocaciones dentro de la industria, al igual que la fuerte capacidad de generación de resultados, beneficiada por un favorable nivel de eficiencia y controlado gasto en previsiones.

La propiedad accionaria del Banco es mayoritariamente paraguaya y se encuentra atomizada entre sus inversionistas. Por su parte, Banco Continental se ha visto fortalecido por su relación con la International Finance Corporation (IFC), que ha otorgado el respaldo y experiencia a través de la participación en la propiedad y el directorio, si bien se ha retirado de la propiedad accionarial del Banco en febrero de 2015.

Al respecto de la unidad de Negocios Fiduciarios del Banco, esta ha sido autorizada por la Superintendencia del Banco Central del Paraguay en el año 2006 para operar y ofrecer estructuración de productos fiduciarios. La mencionada unidad se encuentra bajo la conducción de su Gerente Fiduciario, con una amplia experiencia en este segmento de negocios, apoyado por una razonable estructura operativa y un sistema de contabilidad independiente. Entre los tipos de negocios desarrollados se citan Fideicomisos de: Administración, Administración y Pago, Custodia y Pago, Fuente de Pago, Fuente de Pago y Administración, Garantía, Garantía y Pago y Titularización.

El total de los activos administrados bajo Fideicomisos alcanza G. 1.161.721 millones a setiembre de 2018, con un incremento del 17% con respecto al mismo corte del año anterior, de los cuales la cartera se concentra principalmente en Fideicomisos de Garantía (41%), Titularización (17%), Administración de Valores y Fuente de Pago (15%), entre otros.

En cuanto a la administración del Fideicomiso CITYMARKET A, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario ha procedido a elaborar los informes trimestrales detallados y documentados que respaldan la gestión encomendada, en los que se detalla la gestión y evolución del patrimonio autónomo. Así también, tiene a su cargo asegurar el flujo de recursos necesarios para los beneficiarios de la operación, además de mantenerlos informados sobre los cambios en la calidad de los activos subyacentes. Asimismo, cabe señalar que, las obligaciones del Fiduciario son de medio y no de resultado, por lo que las pérdidas generadas durante su gestión sólo afectarán a los fideicomitentes-beneficiarios.

En ese sentido, de acuerdo con el informe del Fiduciario al corte de setiembre de 2018, el valor del Patrimonio Autónomo ha alcanzado la suma de G. 69.336 millones, lo que arroja una relación de cobertura de 2,04 veces el saldo de la emisión.

DESARROLLO DEL FIDEICOMISO

De acuerdo al Contrato de Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja y Activos Citymarket A, y la Adenda Modificatoria N° 1, celebrados entre el Banco Continental S.A.E.C.A. en calidad de Fiduciario y las firmas PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A. en calidad de Fideicomitentes/Beneficiarios, mediante las cuales, el Fideicomitente se obliga a transferir de manera irrevocable al Fiduciario los Flujos Futuros de Caja resultantes de las recaudaciones por ventas en efectivo y/o cualquier otro medio de pago que se realicen en las sucursales de las tiendas CITYMARKET denominadas "Maravilla", "San Isidro" y "11 de Setiembre" de la firma PRV Stores. Además, el fideicomitente B ha transferido 10 (diez) inmuebles al patrimonio autónomo.

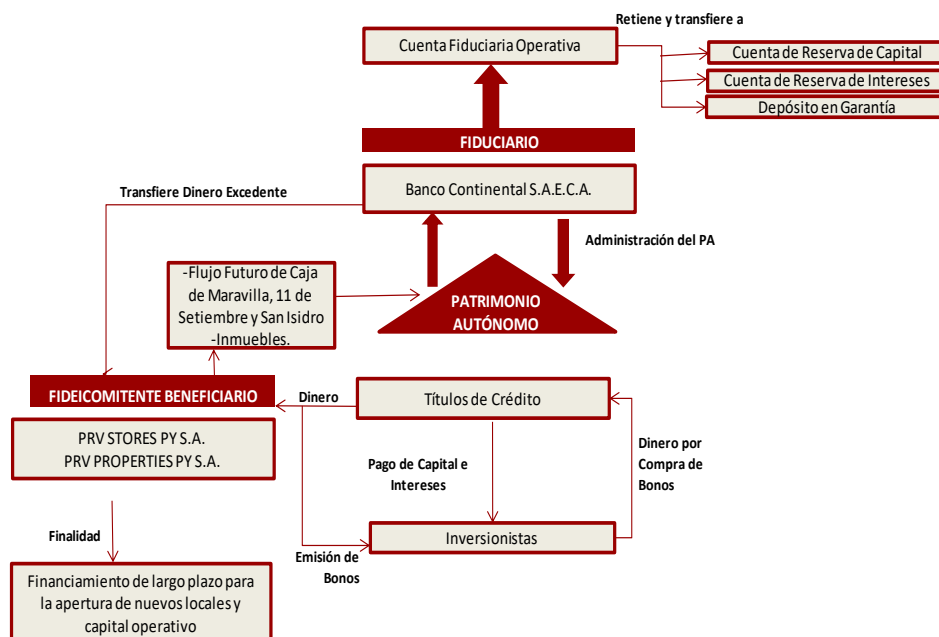
En ese sentido, la constitución del PA contempla una razonable estructura legal y operativa, la cual tiene por objeto principal el respaldo de los compromisos contraídos mediante la emisión de títulos que han sido ofertados públicamente y colocados en el mercado de valores bajo el esquema de los Programas de Emisión Global G1, emitido en moneda local y USD1, emitido en dólares americanos. Es así como, con los recursos captados a través de las emisiones antes mencionadas, PRV Stores PY S.A. y PRV Properties S.A. han logrado obtener una fuente de financiamiento alterna y de largo plazo, para la apertura de nuevas sucursales, así como para capital operativo. Los bienes y derechos que conforman el PA no podrán recibir otro destino de aquel estipulado en el contrato, preservando con ello la autonomía del Fideicomiso.

La estructura y funcionamiento del Fideicomiso se encuentra compuesta de las siguientes etapas:

1. Transferencia de los Flujos Futuros de Caja al PA: El Fideicomitente/Beneficiario A (PRV Stores) transfiere al Fiduciario el flujo de caja de las ventas realizadas al contado y/o con cualquier otro medio de pago de las sucursales que conforman el PA, obligatoriamente, quedando bajo la administración del Fiduciario durante la vigencia de los compromisos asumidos. Al respecto para el cumplimiento de lo señalado, se han establecido los siguientes procedimientos operativos:
 - a. Se ha contratado a la empresa transportadora de caudales Prosegur Paraguay S.A. para que recaude en forma periódica los flujos futuros correspondientes a las ventas en efectivo de las sucursales pertenecientes al PA para su posterior depósito en la Cuenta corriente Fiduciaria Operativa (CFO) habilitada por el Fiduciario. En el caso de las

ventas realizadas mediante tarjetas de débito y/o crédito, las procesadoras correspondientes procederán a cobrar y depositar diariamente en la Cuenta corriente Fiduciaria Operativa.

- b. Adicionalmente, se ha habilitado una Cuenta de Reserva de Capital (CRC) y una Cuenta de Reserva de Intereses (CRI).
- c. El Fiduciario deberá transferir de la CFO un monto que será retenido mensualmente y en forma acumulativa para afrontar el pago de capital al vencimiento de las Series. Dicha transferencia se realizará mensualmente en una porción equivalente a la doceava (1/12) parte del capital. De igual manera, el Fiduciario transferirá de la CFO mensualmente y en forma acumulativa la tercera (1/3) parte del monto total de intereses trimestrales próximos a vencer.
- d. Se retendrá de manera adicional en la CFO el monto necesario para afrontar dos periodos de intereses, monto que se irá conformando con una retención adicional por el plazo de doce meses desde el inicio del fideicomiso, a razón de una doceava (1/12) parte de cada mes.



2. **Emisión de Títulos:** El Fiduciario ha emitido y colocado títulos de crédito en el mercado de valores con cargo al Patrimonio Autónomo bajo el esquema de los Programas de Emisión Global G1 y USD1.
3. **Colocación de Títulos:** El Fideicomitente PRV Stores ha recibido los recursos obtenidos a través de las emisiones realizadas.
4. **Cobro por Ventas:** los servicios contratados realizan las transferencias respectivas mediante el depósito de recursos en la Cuenta Fiduciaria Operativa.
5. **Retenciones:** El Fiduciario procede a realizar las retenciones correspondientes al pago de las obligaciones asumidas por las emisiones, realizando las transferencias de los montos para el pago del capital e intereses a las cuentas establecidas para el efecto. Por otra parte, se encuentra establecida una retención del 25% de los recursos obtenidos del mercado de valores provenientes de la colocación de los títulos que serán retenidos/depositados en la cuenta Fiduciaria a los efectos que el Fiduciario administre dichos fondos y los aplique a la compra de los inmuebles, indicados por escrito del Fideicomitente PRV Properties conforme el proyecto de compras establecido a favor del Patrimonio Autónomo.
6. **Saldo de Retenciones:** Una vez realizadas las retenciones correspondientes, el saldo de los depósitos realizados en la Cuenta Fiduciaria Operativa, serán transferidos por el Fiduciario al Fideicomitente A (PRV Stores) para el cumplimiento del objeto del fideicomiso.
7. **Mecanismos de Seguridad y Apoyo Crediticio:** el Fiduciario se encargará del seguimiento y monitoreo de las ventas de las sucursales fideicomitidas, quedando facultado a reemplazar una sucursal por otra/as con igual o mayor nivel de ingresos en el caso de que los flujos provenientes de las sucursales fideicomitidas no fuesen suficientes para cumplir con las obligaciones de pagos parciales o totales de amortización (capital e intereses).

MECANISMOS DE SEGURIDAD Y APOYO CREDITICIO

De acuerdo con el Contrato de Fideicomiso de Titularización Irrevocable de Flujos Futuros de Caja Citymarket A, y su Adenda Modificatoria N° 1 de fecha 28 de junio de 2016, se han acordado los siguientes mecanismos de seguridad para el desarrollo del Fideicomiso.

- **Retención en Garantía:** se han habilitado cuentas fiduciarias operativas donde se depositan y retienen mensualmente las cobranzas efectuadas de las sucursales que forman parte del Fideicomiso, la tercera parte del trimestre a vencer por intereses y la doceava parte del capital a pagar doce meses antes, a modo de resguardar los fondos suficientes tanto para el pago de capital como de intereses en tiempo y forma.
- **Depósito en Garantía:** el Fiduciario ha realizado una retención adicional del flujo para afrontar el pago de dos periodos de intereses, que será mantenida hasta el vencimiento de todas las series.
- **Codeudoría Solidaria:** codeudoría solidaria de los Fideicomitentes/Beneficiarios que asciende hasta G. 27.850 millones y USD. 4.130.000, comprenden el capital más los intereses de los títulos de crédito emitidos.

- Inmuebles que integrarán el Patrimonio Autónomo: Los 10 (diez) inmuebles que han sido transferidos al Patrimonio Autónomo, a fin de garantizar parcialmente los programas, se constituirán con la transferencia en firme, mediante lo establecido en la adenda del contrato.

FLUJO DE CAJA -PERIODO 2018/2022

El flujo de caja proyectado por los Fideicomitentes/Beneficiarios (PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A.) para el periodo 2018-2022, ha sido actualizado coincidente con los plazos de vencimiento de los títulos emitidos bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD 1, con cargo al Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja y Activos Citymarket A. En ese sentido, dicho flujo ha sido elaborado bajo un escenario de negocios más ajustado en comparación al año anterior, tanto en ingresos como en costos, dadas las condiciones menos favorables registradas durante el periodo analizado, de fuerte competencia en su nicho de mercado.

Igualmente, han realizado un ajuste en el cronograma de expansión de nuevas sucursales, el cual, si bien han mantenido la meta de 90 tiendas a mediano plazo, han retrasado gradualmente la apertura de estas hasta el año 2019. Asimismo, se encuentran evaluando otras alternativas de expansión, como la posibilidad de disminuir el número de sucursales a habilitar, pero incrementar el tamaño (superficie en m²) de estas, así como la adquisición de minimercados de terceros que ya se encuentran en funcionamiento.

Con todo, han estimado tasas de crecimiento más conservadoras en lo concerniente a sus ingresos, considerando un desempeño creciente en sus facturaciones para los próximos cuatro ejercicios, (promedio de 11,3% interanual para el periodo 2018-2021). Cabe señalar, que, si bien el negocio continúa en etapa de expansión, los porcentajes de crecimiento estimados presentan una tendencia decreciente considerando el número de sucursales habilitadas a la fecha con respecto al total planificado, así como la gradual maduración y consolidación de las éstas.

Asimismo, han contemplado dentro de los supuestos el alcance de una mayor eficiencia en la racionalización de los egresos administrativos y operativos, mediante la reducción de mermas y pérdidas por obsolescencia, mejoras de acuerdos comerciales, mayores retornos logísticos, entre otros, así como por la escalabilidad adquirida por el negocio. En ese sentido, las firmas esperan diluir su elevada estructura de costos fijos y eventualmente obtener un resultado operativo positivo (EBITDA) en el ejercicio 2019.

En lo que refiere a la financiación de sus operaciones, las firmas han considerado obtenerlas a través de un fideicomiso privado con características en su estructura similares al presente, el cual, si bien se ha contemplado obtenerlo para el presente ejercicio, a la fecha del informe aún se encuentra en una etapa inicial de conformación. Adicionalmente, han contemplado la emisión de acciones preferidas en el mercado de valores, por un valor aproximado de G. 16.800 millones, para lo cual actualmente la firma PRV Properties se encuentra en proceso de inscripción como sociedad emisora de capital abierto (S.A.E.C.A.), así como en la modificación de sus estatutos sociales. Al respecto, se señala que a la fecha del informe han recibido un adelanto relacionado a dicha emisión por valor G. 600 millones por parte de la casa de bolsa.

Por otro lado, se ha proyectado que, a partir del año 2019, las firmas no requieran de financiamiento externo (bancario y/o a través de emisiones de títulos de crédito) para el calce de sus operaciones. Asimismo, considera dentro del flujo un cronograma de amortización de capital e intereses a partir del año corriente, correspondientes al vencimiento de las series de los Programas de Emisión Global G1 y USD1 de Fideicomiso Citymarket A, así como de préstamos con entidades bancarias.

Resulta importante mencionar que la posibilidad de continuar con los planes de expansión está estrechamente condicionada a las emisiones de las acciones preferidas en el mercado de valores y aprobación del fideicomiso privado. En caso de que estas no sean realizadas, o de una eventual demora en las colocaciones los títulos, las empresas se verían en la necesidad de buscar otras fuentes de financiamiento, que podría conllevar a retrasos adicionales en la puesta en funcionamiento de las nuevas tiendas, con efectos en la adecuada ejecución de sus planes y sobre sus niveles de ventas, incidiendo además sobre su posición de liquidez y en el alcance del punto de equilibrio del negocio.

PRV Consolidado (PRV Stores + PRV Properties + Fideicomiso Citymarket)						
En millones de Guaraníes						
Proyección del Flujo de Caja						
Cuentas	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A Flujo inicial de caja	32.501	17.754	8.658	10.344	12.854	26.771
Saldo del Periodo Anterior	8.141	17.754	8.658	10.344	12.854	26.771
Aporte de Capital	24.360	0	0	0	0	0
B Total de Ingresos	402.318	496.648	550.899	552.746	552.746	552.746
Ingresos por Ventas	388.849	477.599	529.710	531.487	531.487	531.487
Ingresos por Acuerdos comerciales	13.469	19.049	21.188	21.259	21.259	21.259
C Egresos Operativos	-409.734	-465.022	-526.120	-530.992	-531.087	-528.092
Inversiones en Capital de Trabajo	-6.509	15.400	-1.987	-5.596	-5.694	-2.702
Costo de Ventas	-318.362	-384.061	-425.437	-426.864	-426.864	-426.864
Mermas	-15.265	-16.716	-15.891	-15.945	-15.945	-15.945
Servicios Logísticos	-3.282	-3.821	-3.178	-3.189	-3.189	-3.189
Gastos y Servicios de Tienda	-53.500	-64.509	-68.300	-68.075	-68.075	-68.075
Gastos Operativos y Administrativos	-12.816	-11.315	-11.328	-11.324	-11.321	-11.317
D Calce Operativo (+B-C)	-7.416	31.626	24.778	21.754	21.659	24.655
E Ingreso Financieros	19.040	0	0	0	0	0
Préstamos de Bancos e Inst. Financieras	19.040	0	0	0	0	0
Emisión de Bonos- Fideicomiso	0	0	0	0	0	0
F Egresos Financieros	-19.318	-22.470	-20.231	-16.944	-5.441	-5.441
Intereses y Comisiones - Fideicomiso	-4.651	-5.618	-4.406	-3.040	-1.788	-1.788
Intereses y Comisiones - Otras Deudas	-1.927	-1.011	-842	-797	-797	-797
Amort. de Ptamos - Fideicomiso	-9.980	-10.365	-11.145	-10.250	0	0
Amort. de Ptamos - Bancos e Inst. Financieras	-2.759	-2.619	-981	0	0	0
Constitución de Reservas	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	-2.856	-2.856	-2.856	-2.856	-2.856
G Inversión en Activo Fijo y Mantenimiento	-7.054	-18.252	-2.861	-2.301	-2.301	-2.301
Calce Financiero (E-F-G)	-7.332	-40.722	-23.092	-19.245	-7.742	-7.742
I Neto del Proyecto	-14.747	-9.096	1.686	2.510	13.917	16.913
J Saldos Acumulados	17.754	8.658	10.344	12.854	26.771	43.684

Flujo de Caja elaborado por los Fideicomitentes.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL G1 Y USD1

PRV Stores PY S.A. y PRV Properties S.A. en calidad de Fideicomitentes/Beneficiarios han aprobado según las Actas de Directorio N° 21, ambas de fecha 7 de marzo de 2016, la emisión de títulos de crédito por montos máximos de G. 17.100.000.000 y USD 3.000.000, bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1, respectivamente, autorizados por la Comisión Nacional de Valores mediante las Resoluciones N° 53E/16 y N° 54E/16 de fecha 23 de agosto de 2016. En tal sentido, el Banco Continental S.A.E.C.A., en su calidad de Fiduciario, ha emitido el monto máximo de seis (6) Series en cada uno de los programas, y habiendo sido colocadas en su totalidad a la fecha del análisis.

Los recursos obtenidos por la emisión de títulos representan una fuente alterna de financiamiento para los Fideicomitentes y han sido destinados a la compra y apertura de nuevos locales, puesta a punto de estos y capital operativo de las firmas, debiendo informar periódicamente al Fiduciario de su aplicación, desarrollo y ejecución, de acuerdo con lo establecido en el contrato de fideicomiso.

Al respecto, los programas señalados cuentan con el respaldo del Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja, cuyo valor asciende a G. 69.336 millones al corte de setiembre de 2018 y se encuentra conformado por el flujo futuro de caja actualizado correspondiente al total del promedio de ventas mensuales multiplicado por 66 meses (de las tres sucursales fideicomitidas de PRV Stores PY S.A.) Asimismo, se halla integrado por 10 (diez) inmuebles transferidos irrevocablemente, por la firma PRV Properties PY S.A., adquiridos con los recursos obtenidos a través de la emisión e incorporadas al patrimonio autónomo.

Cabe señalar que ambos Programas contemplan un plazo de vencimiento que va desde 365 días (1 año) hasta 1.825 días (5 años), así como la posibilidad de que los Fideicomitentes instruyan a Banco Continental S.A.E.C.A., en su calidad de Fiduciario, a realizar rescates anticipados de los mismos de manera parcial o total de acuerdo con las series emitidas y a lo establecido en las normas vigentes.

Los términos y condiciones, así como las formas específicas de cada serie han sido considerados dentro del prospecto complementario de cada serie. El agente organizador y colocador de los títulos de crédito en mercado de valores es Fais Casa de Bolsa S.A., la cual, al mismo tiempo, ejerce la representación inicial de los obligacionistas ante el Fiduciario y los Fideicomitentes/Beneficiarios.

DETALLE DE EMISIONES VIGENTES

El Fiduciario Banco Continental S.A.E.C.A. ha emitido y colocado títulos de crédito bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1 en el mercado de valores, por un valor máximo de G. 17.100.000.000 y USD. 3.000.000, respectivamente, siendo ambos distribuidos en seis series y cuyos vencimientos anuales y continuos se han establecido a partir de 12 de septiembre de 2019. En ese sentido, los mismos se encuentran vigentes y evidenciándose el pago de los intereses respectivos por parte del Fiduciario hasta la fecha del presente informe.

ESTRUCTURA DEL PROGRAMA G1			
Registro del Programa	Resolución CNV N° 53E/16 de fecha 23 de agosto de 2016		
Emisiones realizadas	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
Serie I	G. 1.500.000.000	14,5%	12/9/2019
Serie II	G. 2.000.000.000	15,0%	7/9/2020
Serie III	G. 2.500.000.000	15,5%	6/9/2021
Serie IV	G. 3.700.000.000	14,5%	29/10/2019
Serie V	G. 3.700.000.000	15,0%	23/10/2020
Serie VI	G. 3.700.000.000	15,0%	22/20/2021
ESTRUCTURA DEL PROGRAMA USD1			
Registro del Programa	Resolución CNV N° 54E/16 de fecha 23 de agosto de 2016		
Emisiones realizadas	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
Serie I	USD. 300.000	8,5%	12/9/2019
Serie II	USD. 300.000	9,0%	7/9/2020
Serie III	USD. 400.000	9,5%	6/9/2021
Serie IV	USD. 600.000	8,5%	10/12/2019
Serie V	USD. 600.000	9,0%	4/12/2020
Serie VI	USD. 800.000	9,5%	3/12/2021
Fuente: Prospectos de los Programas de Emisión Global G1 y USD1 y Contrato de Fideicomiso CITYMARKET A.			

ANEXO I

NOTA: El Informe fue preparado en base a los Estados Financieros anuales y del corte de setiembre de 2018 de los Fideicomitentes PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A., informaciones que permitieron realizar un análisis de la calidad y mantenimiento del valor del Patrimonio Autónomo, así como de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de los Fideicomitentes y del Fiduciario, remitidas con fecha posterior al corte mencionado.

La emisión de títulos de crédito bajo los Programas de Emisión Global G1 y USD1 del Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja y Activos CITYMARKET A ha sido sometida al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV N° 1.241/09 de la Comisión Nacional de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación de Solventa.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados contables y financieros anuales auditados que abarcan los periodos 2014, 2015, 2016 y 2017.
2. Estados contables y financieros no auditados a setiembre de 2018.
3. Nota de instrucción irrevocable de depósito a Prosegur Paraguay S.A. de agosto 2016.
4. Formularios IVA 120 de PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A. hasta junio de 2018.
5. Actas de Asambleas Ordinarias y Extraordinarias de PRV Stores PY S.A. y PRV Properties PY S.A. de fechas 31 de agosto de 2016, 28 de abril de 2017 y 15 de septiembre de 2017.
6. Notas remitidas a la Comisión Nacional de Valores.
7. Portafolio de proveedores.
8. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
9. Composición accionaria de los Fideicomitentes y su participación, vinculación con otras empresas.
10. Composición de Directorio y trayectoria en su industria.
11. Información sobre el Fiduciario.
12. Información sobre la estructura de la emisión.
13. Informe del Fiduciario al corte del 30 de setiembre de 2018.
14. Contrato de Fideicomiso y Anexos respectivos.
15. Adenda Modificatoria N°1 del Contrato de Fideicomiso de fecha 28 de junio de 2016.
16. Acta de Emisión debidamente aprobada.
17. Prospectos de los Programas de Emisión Global G1 y USD1.
18. Flujo de caja proyectado consolidado de ambos Fideicomitentes – Período 2018 al 2022.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. La estructura legal y operativa del Fideicomiso, así como los mecanismos de resguardo y apoyo crediticio.
2. Flujo de caja proyectado de los activos subyacentes, para el periodo 2018-2022.
3. Estructura de la emisión y fuente de pago de los compromisos.
4. La estructura en recursos humanos, administración, tecnología y capacidad para su finalidad, así como su situación financiera y capacidad de pago.
5. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de sus desempeños, así como de la proyección de sus planes de negocios.
6. Entorno económico y del segmento de mercado.
7. 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.

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente a los Programas de Emisión Global G1 y USD1 del **Fideicomiso Irrevocable de Titularización de Flujos Futuros de Caja y Activos CITYMARKET A.**

Fecha de 5ª actualización: 17 de enero de 2019

Fecha de publicación: 18 de enero de 2019

Corte de calificación: 30 de setiembre de 2018

Resolución de Aprobación: CNV N°53E/16 y N°54E/16, ambas de fecha 23 de agosto de 2016.

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

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

PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL G1 Y USD 1	CALIFICACIÓN LOCAL	
	TÍTULOS DE CRÉDITO	TENDENCIA
FIDECOMISO CITYMARKET A	<i>pyBB-</i>	SENSIBLE (-)
<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 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 N° 1.241/09 y N° 1.260/10 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Más información sobre esta calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por:

Roberto Torres

Analista de Riesgos