

PENNER AUTOMOTORES S.R.L.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

MONTO MÁXIMO: G. 20.000 Millones

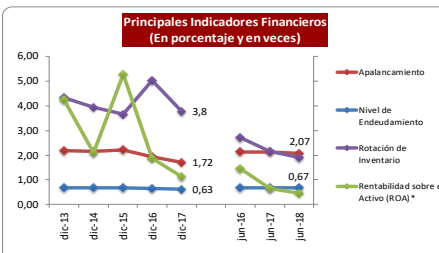
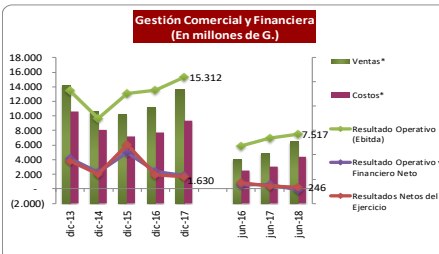
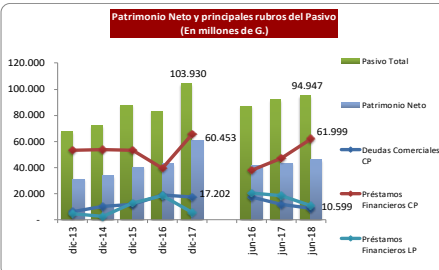
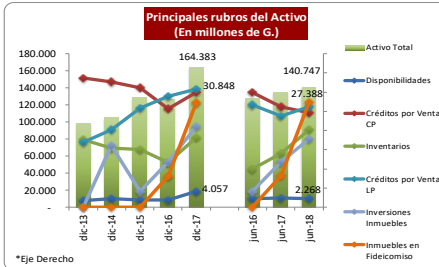
CORTE DE CALIFICACIÓN: 30 DE JUNIO DE 2018

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN	Analista: César F. Candia ccandia@solventa.com.py Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	OCTUBRE/2018	
P.E.G. G1	<i>pyBB-</i>	"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 (+)	

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.

BREVE RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
Emisor	Penner Automotores S.R.L.
Acta de Aprobación	Acta de Reunión de Socios de fecha 17/06/2017.
Denominación del Programa	G1
Moneda y monto del Programa	G. 20.000.000.000
Tasa de interés	A ser definida en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa
Plazo máximo de la Emisión	Entre 730 y 1.825 días (de dos a cinco años).
Pago de Capital e Intereses	A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa
Destino de Fondos	Reestructuración de pasivos de corto plazo y capital operativo.
Rescate Anticipado	No se prevé rescate anticipado
Garantía	Común.
Agente organizador y colocador	Cadiem Casa de Bolsa S.A.

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G1.


FUNDAMENTOS

La calificación del Programa de Emisión Global G1 (PEG G1) de Penner Automotores S.R.L. responde al nivel de negocios alcanzado con la comercialización de automóviles de la marca Volkswagen y Hyundai, a través de su posicionamiento geográfico en las ciudades de Filadelfia y Loma Plata (Chaco Paraguayo), así como en Asunción. Esto se ha visto reflejado en el nivel crecimiento de sus facturaciones por la venta de las *pick-ups* Volkswagen Amarok y en menor medida de otros modelos, acompañado de una razonable gestión y cobranza de su cartera créditos de clientes.

Asimismo, considera la participación y compromiso de sus socios en las operaciones de la empresa, y el apoyo estratégico de MF Inversiones S.A., mediante la incorporación de un director, para la gestión de temas financieros y económicos, así como en la administración con un perfil más corporativo.

Adicionalmente, toma en cuenta el acuerdo de conciliación de deuda entre ambas empresas, con accionistas únicos y comunes, luego de la última tasación de activos de inmuebles y cambios de capital registrados, así como por la nueva firma de un contrato de cesión de créditos y conciliación de deudas, que establece un plan de pago de deuda de Nordland en el marco de la venta de inmuebles, denominado campaña "Promo Fase 2", y el endoso de los documentos generados, lo cual permitirá gradualmente la disminución del saldo de la deuda.

En contrapartida, incorpora aún la importante inmovilización de activos y la acotada generación de utilidades netas evidenciadas durante los periodos analizados, así como la alta dependencia financiera de recursos externos para la realización de sus operaciones comerciales y por la concentración de su estructura de fondeo de corto plazo. Estos se caracterizan por acotados periodos de financiación, tanto con proveedores, entidades bancarias y particulares, y un extenso plazo de cobranzas de sus ventas a crédito, lo que presionan continuamente su flujo de caja.

Igualmente, considera que la evolución de sus negocios se encuentra expuesta a las condiciones económicas de la industria agropecuaria y a la elevada competencia en el sector automotriz, con diversas marcas líderes dentro del parque automotor paraguayo, situaciones que representan constantes desafíos comerciales para el continuo crecimiento de sus facturaciones y para alcanzar mayores niveles de eficiencia operativa y de resultados.

Penner Automotores S.R.L., que ha sido constituida en el año 1982, es uno de los distribuidores autorizados de la marca Volkswagen en el país, así como para la comercialización de la marca Hyundai en Asunción y el en Chaco Paraguayo. Al respecto, vende y financia automóviles, SUV's y *pick-ups*, bajo las modalidades al contado y a crédito hasta 48 meses de plazo, ofreciendo, además, competitivos servicios postventa.

Las operaciones se concentran principalmente en las sucursales de Loma Plata, Filadelfia y Campo 8, así como en su nueva casa matriz en la ciudad de Asunción, con una superficie de 9.300 m², que incluye un moderno *showroom* y un taller mecánico especializado. Igualmente, posee una alianza comercial con una empresa en Caacupé.

Con respecto a la estructura de activos, se ha observado un elevado grado de inmovilización de recursos, que en conjunto representa el 43,27% de sus activos totales, principalmente a partir de los préstamos a Nordland S.A. para inversiones inmobiliarias por los bienes en fideicomiso y de inmuebles adquiridos por su principal socio.

En cuanto a los ingresos, la concesionaria ha registrado un continuo desempeño en sus operaciones, en concordancia con la mayor comercialización de utilitarias Amarok, mediante la incorporación y salida de nuevas versiones y motorizaciones al mercado. En tal sentido, las ventas han pasado interanualmente desde G. 41.091 millones a G. 51.007 millones, superior en 24,1% interanual. No obstante, se ha observado un crecimiento proporcional de sus costos, en línea con las mayores unidades vendidas durante el periodo analizado, con un aumento del 27,5% interanual. Aun así, la empresa ha demostrado un incremento en sus resultados brutos, cerrando en G. 13.179 millones versus G. 11.916 millones (jun.2017).

Cabe señalar que la firma mantiene aún un ajustado flujo de caja, evidenciado en sus necesidades de financiamiento y altas cargas financieras incurridas. En ese sentido, se ha registrado un crecimiento, en promedio, del 23% anual en dichos gastos, que, sumados a gastos operativos, han acotado significativamente sus utilidades netas periodo tras periodo. Con todo, el resultado neto obtenido al cierre de junio 2018 ha sido de G. 246 millones, inferior en 38,2% a G. 339 millones (junio 2017), acompañados de indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE de 0,4% y 1,4%, respectivamente.

Lo anterior, se encuentra estrechamente ligado al esquema de negocios que mantiene la empresa y su acotada posición de liquidez, acompañados de lentos ciclos de realización de sus operaciones y de pagos. Esto se relaciona al mantenimiento de una estructura de vencimiento de obligaciones de corto plazo, y en los indicadores de endeudamiento y apalancamiento alcanzado de 0,67 veces y 2,07 veces, respectivamente.

TENDENCIA

La tendencia de la calificación es "Fuerte (+)" teniendo en cuenta los efectos de las acciones estratégicas aplicadas recientemente y el compromiso de sus socios, mediante acuerdos suscritos para la conciliación y la gradual disminución de deudas de Nordland, e independencia de operaciones. Asimismo, recoge el apoyo estratégico en la gestión financiera y económica de parte con MF Inversiones S.A., lo que permitiría un gradual cambio en el perfil de fondeo.

Por su parte, considera la evolución de sus negocios a través de la alianza con su principal marca y proveedor, dentro de un contexto de elevada competencia. Igualmente, refleja que sus operaciones acotan aún su nivel de eficiencia operativa y generación de resultados, además de una ajustada flexibilidad financiera en línea con el elevado endeudamiento, la baja posición en activos líquidos, anticipos a proveedores, préstamos de terceros y entidades bancarias a corto plazo.

Solventa monitoreará la maduración y el desarrollo de sus gestiones comerciales, considerando los recientes cambios directivos, que contribuiría de forma gradual a mejorar la performance de la empresa. A su vez, evaluará los efectos de la incursión de la firma al mercado de valores como una alternativa de fondeo a largo plazo en sustitución de deudas corrientes, de modo a calzar sus ciclos operacionales de cobranzas y cuentas por pagar.

FORTALEZAS

- Participación y compromiso de sus accionistas en las operaciones diarias de la empresa.
- Fortalecimiento de la plana directiva y administrativa, con el apoyo de profesionales financieros.
- Comercialización de marcas con trayectoria en la región occidental del país, a través de alianzas estratégicas.
- Importante presencia en su área de influencia a través de la instalación de sucursales en la capital e interior del país con servicios de atención al cliente y postventa.

RIESGOS

- Significativa competencia en el sector comercial de automóviles, con diversas marcas líderes del mercado.
- Industria de uso continuo de capital, con bajos periodos de financiación con proveedores y un elevado ciclo de cobranzas de sus ventas.
- Importante nivel de inmovilización de activos, con inversiones financieras realizadas en una empresa vinculada a los socios, así como en inmuebles en la zona del Chaco.
- Mantenimiento de un acotado flujo de caja y eficiencia operativa, producto de una estructura financiera concentrada en el corto plazo, acompañada de financiaciones de sus ventas de mediano y largo plazo.
- Desarrollo de sus operaciones comerciales con altos niveles de endeudamiento y apalancamiento.
- Bajos niveles de utilidades registradas, en concordancia con los elevados gastos observados.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Venta de vehículos compactos, *SUV's* y *pick-ups* Volkswagen y Hyundai, con exclusividad de dichas marcas en la región occidental, así como unidades usadas multimarcas

Penner Automotores, que opera en el mercado desde 1982, se ha ubicado, primeramente, en la ciudad de Filadelfia, Departamento de Boquerón, correspondiente a la región occidental del país, para brindar servicios mecánicos, venta y reparación de motocicletas.

Posteriormente, han incluido a su porfolio de productos, automóviles y utilitarios nuevos, logrando exclusividad de la comercialización de la marca Volkswagen en la región otorgado por el representante del país, así como los servicios postventa. A la gama de automóviles, se suman los vehículos usados recibidos de los clientes, que son recibidos como parte de pago o consignación para su posterior venta, realizando las tasaciones correspondientes a cada caso.

Conforme al crecimiento de sus operaciones comerciales y estructura interna, la empresa se ha convertido en Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL) en el año 2006, con presencia en 4 ciudades del país, Asunción, Loma Plata, Filadelfia y Campo 8 convirtiéndose en distribuidor autorizado de las concesionarias Diesa S.A. y Automotor S.A. Anteriormente, comercializaba automóviles de la marca Nissan del representante Cuevas Hnos. S.A., con la cual mantenía relaciones comerciales hasta su fusión en inicios del 2017 a un grupo económico de la industria.

Actualmente, sus ventas se concentran en sus dos marcas principales, a través de un *showroom* y casa matriz inaugurada durante el 2016 en la ciudad de Asunción, así como sus sucursales en la región occidental y en Caaguazú, brindando asistencia técnica y mecánica en los talleres oficiales autorizados por los representantes, específicamente de la marca Volkswagen. En cuanto a la estructura de sus sucursales, en Filadelfia cuenta con una oficina y taller mecánico, en Loma Plata una oficina de ventas a los clientes, además de un taller de servicios tercerizado, y por último un local en la ciudad de Campo 8, departamento de Caaguazú, exclusivo para venta de vehículos.

Además, cabe señalar que Penner cuenta con acuerdos comerciales, por un lado, con una playa de vehículos en la ciudad de Caacupé, para la comercialización de sus automóviles, y por el otro, con importantes cooperativas del Chaco Paraguayo, ofertando los rodados a sus asociados a condiciones especiales.

Con respecto a la modalidad comercial empleada, la concesionaria realiza ventas al contado y a crédito, éste último con financiación propia o bancaria hasta un máximo de 48 meses de plazo. De acuerdo con su histórico, las ventas al contado y entregas iniciales corresponden al 47% del total, seguido de financiadas con 39% y automóviles usados con un 14%, respectivamente.

Las condiciones de aprobación de los créditos se encuentran detalladas en el manual elaborado por la firma, abarcando todos los procesos desde la recepción de las documentaciones, el análisis de la capacidad de pago del potencial cliente, así como la aceptación o rechazo de las solicitudes.

Para la realización de sus negocios, sus principales proveedores operan al contado para la marca Volkswagen y al contado o crédito de 30 a 90 días para la línea Hyundai. Los pedidos se realizan con una antelación de 2 a 3 meses a las fábricas de producción regionales de la marca alemana, tanto para automóviles y *pick-ups* mientras que, para la coreana, el representante local cuenta con un importante stock para atender la demanda local.

De manera a potenciar sus ventas en la región occidental y lograr un mayor posicionamiento, la concesionaria tiene prevista la construcción de un moderno *showroom* en la ciudad de Filadelfia, a inaugurarse en el siguiente periodo, con todas las instalaciones y comodidades requeridas de acuerdo con las marcas comercializadas.

Al corte analizado, entre los productos más vendidos se encuentra las camionetas Volkswagen Amarok, de procedencia argentina, abarcando el 36% del total comercializado, ubicando en el mercado 112 unidades, luego siguen las divisiones de usados y VW de procedencia brasilera con 96 unidades y 68 unidades, respectivamente, así como otros modelos con 38 unidades, totalizando 314 vehículos.

Esto ha representado un crecimiento del 18%, en comparación con el corte anterior. Lo anterior, evidencia la importancia de la marca VW en las facturaciones de Penner, con un total de 193 unidades, 61,3% del total de ventas correspondientes hasta junio 2018.

Por otra parte, la firma mantiene un saldo de préstamos a un socio y a la empresa relacionada (Nordland S.A.), por G. 13.550 millones, así como recursos por la compra de bienes inmuebles en Loma Plata, Filadelfia y el Complejo Boreal (perteneciente a la citada inmobiliaria.) por G. 17.838 millones, al cierre analizado.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Razonable posición de la marca Volkswagen dentro del mercado automotriz nacional, en un sector de alta competencia y diversidad de participantes

Durante los últimos años, la industria de automóviles ha logrado importantes avances, tanto en lo tecnológico como en costos, por lo que se lo atribuye históricamente un sitio de importancia en el desarrollo global de negocios y transporte de productos y personas. Al respecto, la estructura de las ciudades y países se han modificado y adaptado para lograr cada vez más, mayor eficiencia en la circulación cotidiana.

Últimamente, las diferentes marcas fabricantes han centrado sus esfuerzos en reducir costos, buscando ventajas de localización en zonas de bajas cargas salariales y mano de obra, por lo que su desarrollo apunta a zonas del sureste asiático y América.

Esto último se ha evidenciado con la instalación de importantes fábricas en países como México, Brasil, y Argentina, entre ellas se encuentra la marca Volkswagen y sus principales competidores, como Toyota, Nissan, Chevrolet, Ford, entre otras, abasteciendo la creciente demanda regional.

Por otra parte, se ha observado que, durante los últimos periodos, el parque automotor nacional ha crecido continuamente, duplicando aproximadamente la cantidad de automóviles inscriptos en el país entre los años 2011 a 2017. En tal sentido, los mismos han pasado de 697.328 unidades a 1.282.429 unidades a diciembre 2017, de los cuales la mayor parte corresponden a importaciones de automóviles usados.

En cuanto a las importaciones de vehículos 0km, según los registros de la Cámara de Distribuidores de Automotores y Maquinarias (CADAM), se ha presentado un significativo crecimiento del 33,9% entre diciembre 2016 y 2017, y, al corte interanual de junio 2017/18, se ha registrado un aumento del 30,5%. El 25,1% del total corresponden a la categoría de *pick-ups*, principal producto comercializado por Penner Automotores.

Cabe señalar que en el segmento de donde opera la concesionaria, existe una elevada competencia, liderado por importantes marcas del mercado en donde los utilitarios Volkswagen se ubican en la sexta posición con un 1,75% del total de las importaciones anuales, si bien se encuentra situada en la cuarta posición entre las marcas más importadas a nivel local, con una cuota de mercado del 8,7% a junio 2018. Por su parte, Hyundai se ha ubicado en la quinta posición con una participación del 8,1%.

Con todo, Penner Automotores ha presentado un continuo crecimiento en sus negocios, reflejados en sus facturaciones anuales, que han presentado un incremento promedio del 13% durante los años 2016 y 2017. Igualmente, al corte de junio/18, sus ventas se han elevado en 24,1% interanual, ante un mercado de numerosos participantes y una economía en periodos de recuperación.

Ahora bien, se ha destacado que, durante el último año analizado, las ventas en la sucursal de Asunción se han incrementado en un 76% interanual, mientras que en las dos sucursales del norte se han contraído en un 15%, producto de la incorporación de sus competidores con alianzas estratégicas en las influyentes cooperativas de la zona, situación que se prevé revertir para el segundo semestre del presente ejercicio mediante nuevas modalidades comerciales.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

La administración de la concesionaria se concentra en su principal socio, acompañado de una plana ejecutiva con experiencia en el sector comercial de automotores

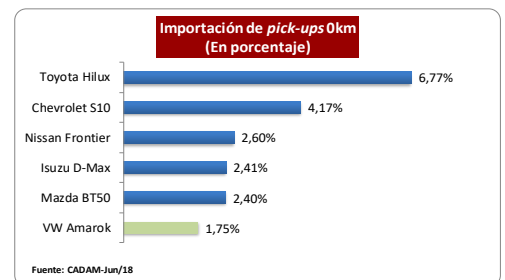
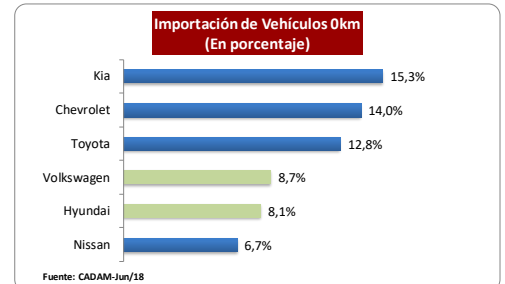
Las operaciones estratégicas de Penner Automotores son dictaminadas por el socio mayoritario de la firma, quien ha estado al frente de la empresa desde sus inicios, ocupando hasta la fecha, los cargos de gerente general y presidente del directorio, apoyado por profesionales con experiencia y trayectoria en el sector de automotores.

Conforme a los planes estratégicos trazados, durante los últimos periodos la concesionaria tiene como objetivo lograr un crecimiento sostenido de sus ventas, y a la vez contener los gastos administrativos y financieros, de manera a obtener mayores resultados al final de cada ejercicio. Esto último ha sido un desafío para la firma, específicamente durante los dos periodos anteriores, a causa de los significativos gastos bancarios realizados, de modo a financiar sus operaciones, así como las inversiones hechas en empresas vinculadas a los socios.

En ese sentido, la empresa se encuentra en procesos de reestructuración financiera mediante su incursión al mercado de valores, de manera a sustituir sus pasivos corrientes en obligaciones de mediano y largo plazo, de modo a calzar sus gestiones. Por otra parte, se han incorporado a finales del periodo 2017, un director y asesores/inversionistas con experiencia en el sector financiero, quienes se encuentran en proceso de incursión a la plana societaria de la firma.

Para la realización de sus operaciones, la concesionaria cuenta con una estructura de organización acorde al tamaño y complejidad sus gestiones, la misma se encuentra dividida en tres gerencias, como la administrativa/financiera, comercial y post venta, quienes reportan directamente a los socios gerentes de la empresa.

La empresa cuenta con un plantel de 57 colaboradores, ocupando las áreas de comercial, administración, taller y servicios. La mayor parte de ellos se encuentran en la casa matriz de Asunción, en donde se centralizan las gestiones administrativas, de análisis de crédito, compras, informática, logística entre otras. Igualmente, la plana gerencial y directiva realizan oficina en la citada ciudad, si bien se realizan visitas regulares a las sucursales del norte y este del país, donde cuentan con un gerente local, quien se encarga de reportar las operaciones a los diferentes estamentos de la organización.



Plana Gerencial	
Orlando Penner Dürksen	Socio-Gerente General
Ronald Dürksen Federau	Socio-Gerente-Contador
Albert Löwen	Gerente Comercial
Francisco Cardozo	Gerente Adm-Financiero
Eugenio Planas	Gerente Post Venta

Con respecto al área de tecnología de la información, la concesionaria cuenta con un sistema informático de fuente propia, con todos los módulos necesarios para la gestión integral de las operaciones, asimismo, el *software* se encuentra disponible en todas las sucursales de modo a obtener reportes actualizados acerca del stock disponible de automóviles, inventarios de repuestos, entre otros.

En cuanto al gestión de las ventas a créditos, Penner Automotores cuenta con un manual crediticio actualizado durante el ejercicio anterior, en donde se detallan los procesos a seguir en cuanto a la recepción de documentaciones, análisis de las condiciones de pago del cliente, y la aprobación o rechazo de las solicitudes. Igualmente, se ha registrado en dicho manual, la conformación de un comité de créditos para operaciones menores, así como las gestiones de cobranzas y el seguimiento a la cartera de clientes en mora.

En ese sentido, el comité cuenta con un límite de aprobación hasta un valor de USD 65.000 por cada operación de venta de automóviles, el mismo se encuentra conformado por el responsable del área de análisis y el gerente administrativo/financiero, para montos superiores se necesita la aprobación de un director. Los vehículos entregados bajo esta modalidad cuentan con garantía prendaria hasta la cancelación de este.

Asimismo, mantiene un esquema de cobranzas en el cual cada sucursal es la encargada del cobro de su cartera, en donde el cliente debe acercarse a realizar el pago, así como ofrece la posibilidad de realizar transferencias bancarias o depósitos a las cuentas mantenidas en las cooperativas asociadas, comunicando la operación realizada. Por su parte, se ha destacado la inclusión de procedimientos de cobro de cartera morosa desde el día uno de atraso. Para ello, realizan un periódico monitoreo a través de llamadas, mensajes y otros medios, hasta los 120 días de atraso, luego, los créditos vencidos se trasladan a los estudios jurídicos designados, para iniciar las gestiones judiciales.

Cabe destacar, que el manual contempla además un conjunto de excepciones a los análisis realizados, que, de acuerdo con cada caso, los miembros del directorio tienen la decisión de otorgar o no el crédito correspondiente.

En cuanto a la participación en otras empresas, si bien Penner no cuenta directamente con acciones en otras compañías, los socios mantienen vinculaciones con otras firmas como la inmobiliaria Nordland S.A., en donde la concesionaria ha realizado importantes inversiones para la realización de diversos proyectos durante los ejercicios anteriores, manteniendo un saldo al corte de G. 13.510 millones.

PROPIEDAD

El control se concentra en el principal socio, quien mantiene una activa participación en las operaciones de la empresa

La propiedad de la empresa se centraliza en el socio mayoritario, quien ha estado al frente de la concesionaria desde sus inicios. Por su parte, el socio minoritario también conforma el directorio de la concesionaria, trabajando además en el departamento de contabilidad.

Cabe destacar que, a través de un Memorándum de Entendimiento, la firma se encuentra en proceso de ampliación de la participación societaria, incluyendo a la compañía MF Inversiones S.A. durante el presente periodo, conforme al cumplimiento de las condiciones establecidas, asociados a la prestación de los servicios profesionales de asesoría económica-financiera.

Por otra parte, el capital social de la firma se ha modificado en el transcurso del ejercicio analizado, realizando a mayo del presente año una capitalización de G. 15.300 millones, correspondientes al revalúo técnico de su casa matriz ejecutado en el año 2017, con lo cual su capital social e integrado ha ascendido a G. 53.810 millones. Sin embargo, al corte de junio 2018, los socios han acordado rescatar el monto del revalúo técnico y reducir el parcialmente el crédito que mantiene la empresa Nordland S.A. con Penner Automotores, empresa inmobiliaria en la cual los socios son accionistas.

Lo anterior, ha reducido el saldo de Nordland S.A. y nuevamente el capital social e integrado a G. 38.500 millones, valor mantenido desde el 2016, periodo que se ha capitalizado utilidades acumuladas y reservas especiales. Por su parte, dicho capital se encuentra dividida en 38.500 cuotas iguales de G. 1 millón, de las cuales 38.115 cuotas corresponden al Sr. Orlando Penner (G. 38.115 millones), mientras que 385 cuotas pertenecen al Sr. Ronald Dürksen (G. 385 millones).

COMPOSICIÓN SOCIETARIA PENNER AUTOMOTORES S.R.L.			
Socios	Cuotas	Capital G.	Participación %
Orlando Penner Dürksen	38.115	38.115.000.000	99,0%
Ronald Dürksen Federau	385	385.000.000	1,0%
Total	38500	38.500.000.000	100%

Aunque la empresa no cuenta con una política de capitalización de dividendos, se ha acordado distribuir hasta un máximo del 20% de las utilidades obtenidas en cada periodo hasta el año 2021, de modo a reinvertir el restante en el patrimonio.

Cabe señalar que, si bien la concesionaria no mantiene vinculaciones accionarias directas en otras empresas, los socios cuentan con otras tres empresas relacionadas, como Nordland S.A., Ganadera Pozo Azul S.A. y CODIPSA dedicadas al rubro inmobiliario, pecuario e industrial respectivamente.

SITUACIÓN FINANCIERA

RENTABILIDAD Y EFICIENCIA OPERATIVA

Mantenimiento de bajos niveles de utilidades y eficiencia, acompañados de un crecimiento en los gastos operativos y financieros durante los periodos analizados

Durante los últimos dos periodos, Penner Automotores ha demostrado una tendencia creciente en sus niveles de facturaciones, si bien se ha observado una caída de su performance durante los años 2014 y 2015, producto de las menores ventas de otras marcas representadas en el momento.

Al corte de junio 2018, la concesionaria ha registrado ingresos totales de G. 51.007 millones, superior en 24,1% interanual, explicados por la mayor comercialización de su principal producto, como lo es la *pick-up* Volkswagen Amarok, cuyas ventas han crecido en un promedio del 20% durante el primer semestre del presente ejercicio con la incorporación de nuevas versiones. Igualmente, lo anterior es acompañado por los otros modelos ofrecidos de la marca alemana, así como los ingresos por vehículos Hyundai, modelos usados y los servicios de taller mecánico.

Por otra parte, la estructura de costos ha seguido la tendencia creciente de sus ingresos, en concordancia con las mayores ventas de automóviles, lo cual, ha demostrado un aumento del 27,5% interanual, cerrando en G. 38.352 millones. Igualmente, se ha observado un incremento en sus márgenes brutos, totalizando G. 13.179 millones, superior en 10,6% a junio 2018, al igual que el crecimiento de sus márgenes EBIT en 7,5% interanual, siendo estos de G. 7.256 millones.

Sin embargo, el continuo incremento de sus cargas financieras, acotan la totalidad de sus márgenes generados, en este contexto, los gastos financieros han sido de G. 7.435 millones, una variación del 19,6% entre junio 2017 y 2018, producto de los mayores créditos registrados con bancos e inversionistas externos. Lo anterior ha producido una pérdida operativa neta de G. 179 millones a junio 2018.

Los ingresos extraordinarios alcanzados por una variación del tipo de cambio, ha compensado la pérdida operativa registrada, con ello, la utilidad neta ha sido de G. 246 millones, inferior en 38,2% (G. 152 millones) a lo observado al corte anterior.

Se ha destacado que la estructura de costos y gastos totales absorben el 99,5% de sus ingresos totales, siendo el nivel más bajo registrado a lo largo de los ejercicios analizados. Con esto, la concesionaria ha alcanzado indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE de 0,4% y 1,4%, respectivamente, ambos inferiores a lo observado en su histórico.

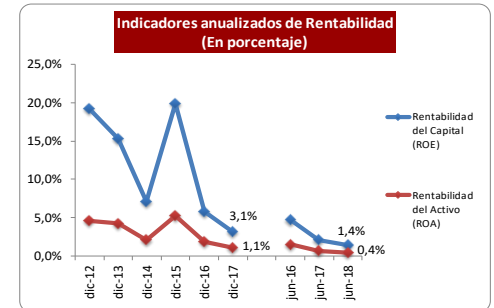
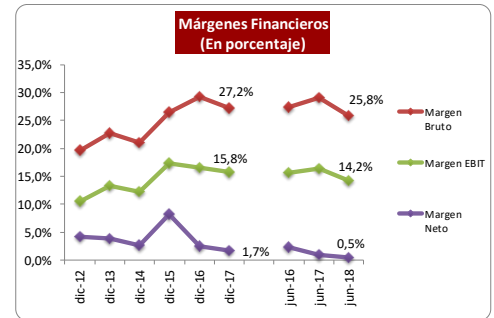
SOLVENCIA Y CAPITALIZACIÓN

Estables niveles patrimoniales durante los últimos periodos, acompañados aún de una alta dependencia de financiamiento externo para la realización de sus operaciones

De acuerdo con lo observado durante el ejercicio analizado, la concesionaria ha mantenido su posición patrimonial, si bien ha capitalizado y luego retirado el revalúo técnico realizado a su casa matriz, entre los meses de mayo y junio de 2018. En ese sentido, la empresa mantiene su capital social e integrado en G. 38.500 millones.

Cabe destacar que, Penner mantiene una alta dependencia financiera para la realización de sus negocios, demostrado por el mantenimiento de un acotado indicador de recursos propios con relación a sus pasivos, el mismo ha cerrado en 0,33 veces, en línea con su histórico. Con todo, durante el transcurso de junio 2017 y 2018, el patrimonio de la empresa ha pasado de G. 43.361 millones a G. 45.800 millones, superior en 5,6%, explicados por el incremento de las reservas de revalúo y resultados acumulados.

Por su parte, el revalúo técnico mantenido al corte de diciembre 2017 de G. 15.300 millones ha sido utilizado para cancelar parcialmente las deudas entre compañías vinculadas a los socios. Asimismo, el patrimonio obtenido al corte analizado se encuentra compuesto por el capital en 84,1%, reservas 7,7% y resultados acumulados en 8,7%.



Conforme al desarrollo de los próximos ejercicios, se prevé un crecimiento patrimonial, de acuerdo con lo acordado entre los socios, capitalizando el 80% de las utilidades obtenidas, si bien durante los años analizados, los resultados obtenidos han sido históricamente bajos.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Estructura de fondeo basado mayormente en recursos de terceros, con altos índices de endeudamiento y apalancamiento, acompañado de una acotada cobertura de gastos financieros

Históricamente, Penner Automotores ha mantenido un esquema de negocios basados en el financiamiento de sus actividades con recursos de terceros. En ese contexto, la distribución de sus pasivos contra recursos propios se ha mantenido en una relación de 70/30, con ligeras variaciones durante los últimos cinco años.

Esto último, demuestra una alta dependencia financiera para la realización del ciclo operacional de sus gestiones, caracterizadas por una concentración de obligaciones en el corto plazo (77% pasivos corrientes), mientras que sus cobranzas mantienen un esquema de mediano y largo plazo.

En ese sentido, el fondeo utilizado para capital operativo ha venido principalmente de entidades bancarias, inversionistas privados y proveedores. Al respecto, los pasivos totales han cerrado a junio 2018 en G. 94.947 millones, superior en 3,4% interanual.

Del total, las deudas financieras ocupan el 87,62% (G. 83.194 millones) de los compromisos asumidos, los cuales se encuentran distribuidos en préstamos con terceros (G. 26.323 millones) que corresponden a adelantos de bonos por inversión recibidos en el periodo anterior e inversiones de personas particulares.

Igualmente, las deudas bancarias y cooperativas han cerrado en G. 56.871 millones, concentrados mayormente en el corto plazo con un 62,73%, mientras que el restante se encuentra distribuido en deudas bancarias de largo plazo y aquellas con fideicomiso de garantía a favor de los bancos Continental S.A.E.C.A. e Itapúa S.A.E.C.A, mientras que los pasivos comerciales han disminuido en 37% interanual, con un saldo al cierre de G. 9.629 millones.

Por otra parte, en cuanto a los indicadores de endeudamiento, se ha observado que, al corte de junio 2018, Penner Automotores ha mantenido la relación de deudas versus el patrimonio, siendo el indicador de 0,67 veces, similar al corte anterior. Asimismo, el índice de apalancamiento no ha presentado variaciones significativas, cerrando en 2,07 veces, en comparación a 2,12 veces de junio 2017, permaneciendo ambos indicadores en elevados niveles.

Cabe señalar que el importante nivel de deudas bancarias y financieras mantenidas, han reducido nuevamente la cobertura de sus gastos financieros, pasando de 1,09 veces a 0,98 veces entre un periodo y otro, lo que ha reflejado aún la acotada capacidad de generación de resultados frente a las obligaciones contraídas. Adicionalmente, la cobertura del activo permanente ha bajado, producto de las últimas inversiones realizadas en comparación a la evolución de su patrimonio neto durante los últimos ejercicios. En tal sentido, el indicador ha registrado un valor de 0,97 veces, en comparación a 1,41 veces de junio 2017.

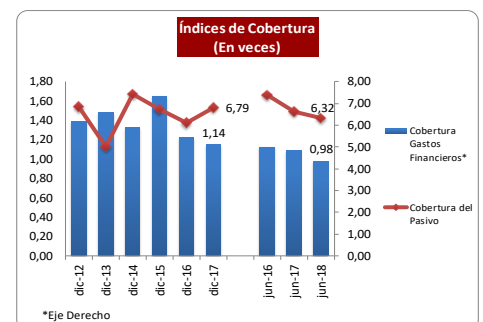
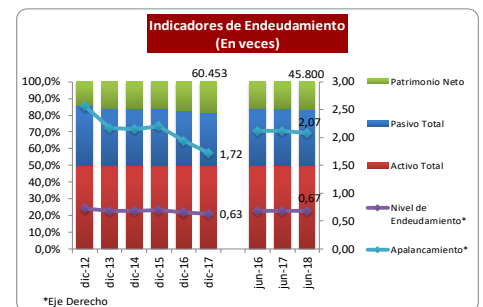
Se ha destacado que, por el giro de sus negocios, los requerimientos de un continuo fondeo son necesarios para el desarrollo y evolución de sus operaciones, así como el cumplimiento de sus obligaciones. En ese contexto, la compra de inventarios, que mayormente se realizan al contado y los extensos periodos de financiación de sus ventas presionan constantemente el flujo de caja de la concesionaria.

CALIDAD DE ACTIVOS

Mantenimiento de un elevado nivel de inmovilización de activos, con significativas inversiones en bienes inmuebles, así como en empresas relacionadas a los socios

Durante el transcurso de los ejercicios observados, se ha registrado que la empresa mantiene un esquema de activos caracterizados por una elevada inmovilización de recursos, sea en bienes de uso, inmuebles o en empresas relacionadas a sus socios. Lo anterior, refleja una estructura de activos menos líquidos, de extensos periodos de realización con relación a los compromisos asumidos.

En ese contexto, históricamente los activos corrientes y no corrientes han tenido una relación del 55/45 hasta el final del ejercicio 2017. Al corte analizado, dicha relación ha disminuido, cerrando en una proporción de 48/52, producto de la amortización parcial *inter-company* realizada entre Penner Automotores y Nordland S.A., cabe señalar que la concesionaria



mantiene mayores activos de largo plazo, entre lo que se han destacado créditos no corrientes, bienes en fideicomiso e inversiones en inmuebles en el Departamento de Boquerón.

Ahora bien, al corte de junio 2018 la cartera neta de créditos ha concentrado un 36,03% del total de activos, conservando una elevada proporción mayor a un año de plazo, en concordancia con el extenso periodo de financiación de las unidades vendidas. Por su parte, los créditos brutos han cerrado en G. 55.554 millones, con una relación corriente/no corriente del 49/51, respectivamente.

En tal sentido, la empresa considera cartera vencida a partir de los 31 días de retraso en las cuotas, tiempo en el que inicia las gestiones de cobranzas dictadas en el manual de créditos de acuerdo con el caso. Cabe destacar que todas las ventas a crédito se realizan con garantías prendarias, salvo puntuales excepciones con antiguos clientes y de buen historial crediticio.

Penner Automotores mantiene al corte analizado un indicador de morosidad del 13,59%, superior en 4 puntos a lo observado a junio 2017. Con ello, mantiene una cartera vencida de G. 7.553 millones, los cuales el 53% (G. 4.011 millones), corresponden a documentos en gestión de cobro, mientras que el 47% (G. 3.542 millones), obedecen a la cartera judicializada.

Asimismo, mantiene provisiones realizadas sobre la cartera por G. 1.309 millones, de los cuales han constituido G. 119 millones durante el primer semestre del presente periodo. Cabe señalar que, a partir del año 2016, de manera a depurar los créditos vencidos, la empresa ha decidido realizar provisiones del 40% sobre la cartera judicializada, acompañado de las realizadas conforme al decreto N.º 6359 del IRACIS.

Por otra parte, la concesionaria ha realizado venta de cartera con recursos a empresas financieras y privadas durante el ejercicio analizado por G. 15.263 millones, todas ellas entre enero y mayo 2018.

LIQUIDEZ Y FONDEO

Ajustado flujo de caja producto de elevados periodos de cobranzas, baja posición en activos líquidos y una creciente estructura de financiamiento de corto plazo

Se ha observado que la concesionaria ha disminuido la performance de sus indicadores de liquidez durante los últimos periodos, en concordancia con el importante crecimiento de sus compromisos financieros corrientes año tras año. Lo anterior, ha sido acompañado del mantenimiento de una estructura de cobranzas de mediano y largo plazo, con extensos periodos de financiación de vehículos, que oscilan entre los 12 y 48 meses, atados aún, a una acotada flexibilidad de fondeo de proveedores y bancos.

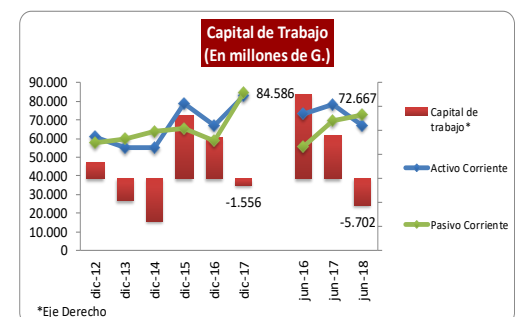
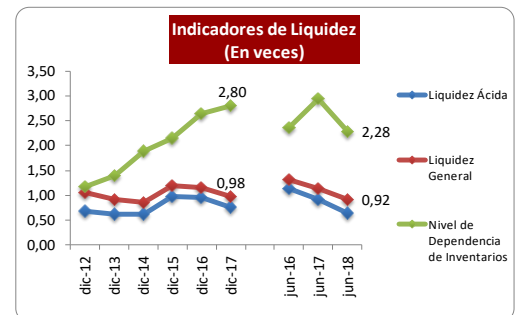
Ahora bien, con la inclusión a la plana societaria y directiva de los asesores financieros, se ha previsto una mejora en las condiciones futuras de captación de recursos, a través de la reestructuración administrativa y financiera, con mejoras en las condiciones de créditos, buscando mayores plazos y menores tasas de interés, así como lograr una eficiencia en los gastos y alternativas de fondeo como la posibilidad de emisión de bonos al mercado de valores.

Al respecto, el flujo operativo de la concesionaria se encuentra estrechamente ligada a la performance de sus ingresos por ventas al contado, a crédito y al retorno de las inversiones realizadas a empresas relacionadas, si bien para este último no se ha estipulado aún una fecha o cronograma de cobros, de manera oxigenar su capacidad financiera. En tal sentido, al corte analizado, la empresa mantiene un saldo de inversiones *inter-company* por G. 13.510 millones.

Por su parte, al corte analizado, los activos corrientes han disminuido en 14,7% interanual, producto de la disminución de las inversiones financieras mantenidas con Nordland S.A. y el Sr. Orlando Penner. En ese contexto, dichas inversiones se han ajustado en un 51% interanual. No obstante, esto ha sido compensado en parte, por el incremento en un 44,2% de las existencias, compuestas principalmente por unidades de las utilitarias Amarok. Con ello, ha disminuido el ratio de dependencia de inventarios, cerrando en 2,28 veces versus 2,94 veces del corte anterior.

Sin embargo, los pasivos corrientes han crecido entre un periodo y otro, en 4,3%, totalizando G. 72.667 millones. Estos se encuentran concentrados en deudas financieras con entidades bancarias e inversionistas, con importantes montos a vencer durante el próximo trimestre. Cabe destacar que, las obligaciones comerciales con proveedores se han acotado en 25,8% interanual, hasta G. 8.545 millones, en concordancia con el descenso de los adelantos otorgados por los clientes, por las señas de vehículos realizadas en el periodo anterior.

El incremento más que proporcional de sus pasivos corrientes vs activos corrientes ha generado un indicador negativo de capital de trabajo para el corte analizado. En tal sentido, ha cerrado en G. -5.702 millones. Acompañando la tendencia, el



índice de liquidez general se ha ajustado a 0,92 veces, en comparación a 1,13 veces de junio 2017, al igual que la liquidez ácida, pasando de 0,93 veces a 0,64 veces.

GESTIÓN Y ACTIVIDAD

Continuo aumento en sus ingresos por ventas de vehículos y un mayor stock de rodados, con perspectivas positivas de crecimiento en sus negocios

La concesionaria ha mejorado su performance de ingresos durante el último año, manteniendo un ritmo similar a lo alcanzado durante el periodo 2013, hito histórico de la empresa en ventas. En ese contexto, durante el primer semestre del 2018, las facturaciones de Penner Automotores se han elevado en un 24,1% interanual, con mayores unidades vendidas, principalmente, las utilitarias Volkswagen Amarok, acompañados del aumento en 44,2% interanual en sus existencias, ante las mejores expectativas comerciales.

El incremento en sus facturaciones ha incidido en el ciclo de realización de sus negocios, reduciendo el periodo de retorno de sus operaciones, si bien se han ajustado los tiempos de rotación de inventarios.

Con ello, ante el importante crecimiento de sus existencias observadas durante el periodo, se ha ajustado dicho índice, pasando de 2,2 veces a 1,9 veces entre un corte y otro, acompañado de un aumento de los días de maduración del ciclo, incrementando de 84 a 94 días.

Por su parte, la evolución de sus ingresos no se ha traducido en mejoras sustanciales de resultados, producto del crecimiento proporcional de sus costos, además del mantenimiento de una pesada estructura de gastos financieros, lo que ha acotado significativamente sus márgenes netos a lo largo de los periodos analizados.

Al cierre de junio 2018, los créditos totales han crecido sólo en 1,67%, en concordancia con las ventas de cartera registradas durante el primer semestre por un valor de G. 15.263 millones, asimismo, mantiene un razonable nivel de cartera judicializada. Con lo anterior, sus índices de rotación de cartera han subido de 0,8 veces a 1,0 veces entre un periodo y otro, reduciendo, además, los días de cobranza de su cartera pasando de 219 días a 179 días.

No obstante, se ha observado la evolución en la maduración de sus cuentas a pagar durante los últimos años, con un índice de rotación a pagar de 4,5 veces, en comparación a las 2,6 veces de junio 2017. Esto último, ha incidido directamente en el ciclo de sus obligaciones, reduciendo el ratio de 69 días a 40 días, entre junio 2017 y 2018, ampliamente inferior a su periodo de cobranzas, lo que ejerce una continua presión a su flujo de efectivo.

Con todo, el ciclo operacional de la concesionaria ha registrado una mejora, pasando de 302 días en junio 2017 a 273 días para el corte analizado, en concordancia con el desarrollo de sus negocios.

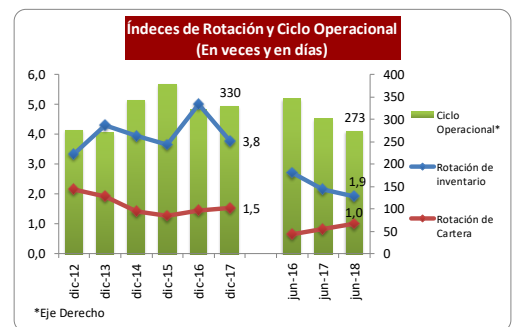
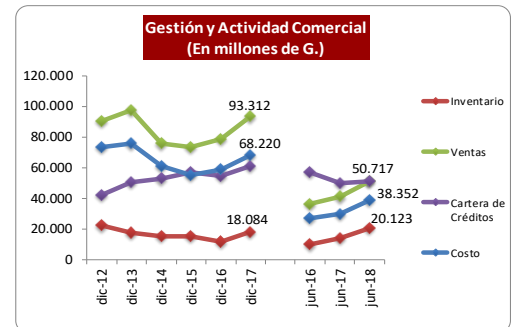
FLUJO DE CAJA PROYECTADO. PERIODO 2.018-2.023

Penner Automotores ha elaborado sus proyecciones de flujo de caja para el periodo actual y los próximos cinco años, considerando los ingresos operativos por ventas de automóviles, servicios de taller y las cobranzas de las deudas inter-company existentes. Contempla, además las inversiones a realizar, la estructura de costos y gastos, así como el pago de sus obligaciones financieras y su futura emisión de bonos al mercado de valores. En ese sentido, se ha previsto que las deudas financieras de corto plazo se reemplacen, en parte, con la emisión bursátil y con captación de recursos de inversionistas privados.

En cuanto a la estructura de sus ingresos, se han dividido las cargas de las cobranzas de cartera entre vigentes y proyectadas, en ese sentido, la vigente contempla lo obtenido hasta la fecha, presentando un comportamiento descendente año a año, coherentes con la efectivización de los mismos, mientras que lo proyectado corresponde a los nuevos créditos a realizar, que mantiene una perspectiva positiva de crecimiento.

Esto último se encuentra acompañado de las ventas al contado, entregas iniciales e intereses cobrados por ventas, que, en conjunto, crecerían en 15% durante el 2018 y 2019, mientras que para los años posteriores mantiene un ritmo ascendente de 10% interanual. Igualmente, los ingresos netos por servicios de taller demuestran un comportamiento ascendente, manteniendo las premisas señaladas para las ventas.

La proyección de los mayores ingresos se encuentra directamente relacionados al crecimiento de las ventas de sus unidades, principalmente de las pick-ups, si bien durante el último periodo han crecido en un 20%, históricamente, se han registrado una estabilidad de los ingresos totales durante los años 2014 a 2016.



Por otra parte, en cuanto a la estructura de los egresos, se ha proyectado un crecimiento proporcional de parte de costos de vehículos, vinculados a las facturaciones, teniendo en cuenta que deben mantener, en promedio, un stock disponible para de 2,5 meses. Las reposiciones se realizan de acuerdo con la diferencia de las unidades usadas recibidas y los 0km vendidos.

Con respecto a los gastos operativos, se ha previsto un continuo incremento, estrechamente ligado a la performance de ventas, ya que se ha calculado en base al 10,2% sobre las facturaciones realizadas en cada periodo, distribuidas entre gastos de comercialización y administrativos.

Durante el transcurso del presente periodo, la firma ha recibido ingresos por inversiones, en concepto de venta de inmuebles por un valor neto de G. 3.196 millones, así como ha proyectado los cobros por las ventas de terrenos ex Giesbewcht por G. 7.000 millones distribuidos en dos periodos. Por otra parte, se ha observado inversiones por USD 450.000 para el periodo 2018 con la construcción de una moderna sucursal en la ciudad de Filadelfia, con todos los servicios y prestaciones exigidas por las marcas comercializadas. Lo anterior se encuentra sujeto al cumplimiento del flujo del presente año.

Ahora bien, conforme a los planes de reestructuración de sus pasivos, la emisión de bonos durante el último trimestre del 2018 reemplazaría, en parte, las obligaciones corrientes contraídas con los bancos e inversionistas privados. Las condiciones estipuladas contemplan un periodo de gracia, a una tasa de interés atractiva de mercado con amortizaciones de capital equitativas hasta el periodo 2023.

Igualmente, en la sección de particulares se ha consolidado dos escenarios, primeramente, el cobro de las deudas inter-company mediante la entrega de pagarés por los terrenos negociados por la inmobiliaria, documentos que se han previsto negociar con las entidades financieras de plaza, y por otra parte, los pagos de las deudas con inversionistas privados y del adelanto de los bonos recibidos durante el ejercicio 2017.

Penner ha proyectado del mismo modo, otros ingresos variables de capital requerido durante los periodos analizados, estos incluyen, financiamiento vía bancos, particulares, inversionistas, socios, entre otros, de acuerdo con la necesidad de fondeo. Cabe aclarar que lo último, demuestra la elevada dependencia financiera para calzar sus operaciones, de lo contrario, el presente flujo no generaría los recursos suficientes para su cumplimiento.

Se ha destacado que históricamente, la concesionaria ha mantenido una acotada flexibilidad financiera, reflejadas en los plazos de sus compromisos financieros frente al esquema de negocios mantenido. Esto deriva a la continua necesidad de recursos de terceros para la realización de sus operaciones, independientemente al crecimiento de las ventas.

Finalmente, Penner Automotores ha realizado una razonable proyección de flujo de caja, considerando el mantenimiento de ingresos crecientes, si bien de acuerdo con su histórico, ha conservado periodos estables de ventas y periodos de considerables facturaciones como lo ocurrido durante el último año. Asimismo, el cumplimiento de dicho flujo depende, en mayor medida, al logro de las metas comerciales establecidas para el transcurso de los ejercicios, acompañados de las cobranzas por sus ventas a crédito y la cancelación de las deudas inter-company existentes.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO						
(expresado en millones de G.)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
INGRESOS - VENTA DE VEHÍCULOS	93.742	89.367	100.830	111.090	122.421	134.997
Cobranzas cartera vigente	36.594	21.166	11.399	4.279	511	0
Ventas contado y entregas iniciales	49.227	47.960	55.154	60.669	66.736	73.410
Cobranzas por créditos proyectados	2.151	16.011	27.146	37.022	44.740	50.062
Intereses cobrados por nuevas ventas a créed.	5.770	4.231	7.131	9.120	10.434	11.525
INGRESO NETO - SERVICIOS DE TALLER	1.387	2.267	2.607	2.867	3.154	3.469
Ingresos Taller	4.722	5.667	6.517	7.168	7.885	8.674
Egresos taller	-3.335	-3.400	-3.910	-4.301	-4.731	-5.204
EGRESO - COMPRA DE VEHÍCULOS	-67.148	-70.561	-84.501	-91.945	-101.140	-111.254
Compra de Vehículos	-67.148	-70.561	-84.501	-91.945	-101.140	-111.254
INGRESOS OPERATIVOS	27.981	21.073	18.935	22.013	24.436	27.213
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	-9.300	-11.306	-13.308	-14.856	-16.480	-18.283
Gastos de ventas	-3.094	-3.400	-3.911	-4.302	-4.732	-5.205
Gastos de administración	-6.156	-7.519	-8.647	-9.512	-10.463	-11.509
Impuesto a la Renta	0	-386	-750	-1.043	-1.285	-1.569
Ingresos extraordinarios	-50					
FLUJO DE CAJA OPERATIVO NETO	18.681	9.767	5.628	7.156	7.956	8.930
SERVICIO DEUDA	-25.771	-10.353	-7.445	-6.511	-7.246	-8.149
Bancos	-39.355	-22.951	-8.132	-5.896	-3.373	-2.248
Proveedores	-4.626	-2.483	-570	0	0	0
Particulares	-15.346	-265	0	0	0	0
Bonos PEG G1 - Capital	20.000	0	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
Bonos PEG G1 - Intereses	-400	-2.400	-2.250	-1.650	-1.050	-400
Variación de Capital Requerido	13.956	17.746	8.507	6.035	2.176	-500
FLUJO DE CAJA NETO ANTES DE INVERSIONES	-7.091	-586	-1.817	645	710	781
INVERSIONES	4.320	2.990	-587	-645	-710	-781
Local Propio en Filadelfia - Chaco	-2.712	-510	-587	-645	-710	-781
Monumento, ex Giesbewcht	3.500	3.500				
Inversiones en terrenos	3.196					
Recuperero de inversiones en otras empresas	336	0	0	0	0	0
SALDO ANTERIOR DE CAJA	4.271	1.500	3.904	1.500	1.500	1.500
SALDO FINAL DE DISPONIBILIDADES	1.500	3.904	1.500	1.500	1.500	1.500

PENNER AUTOMOTORES S.R.L									
RESUMEN ESTADÍSTICO - SITUACIÓN PATRIMONIAL, ECONÓMICO-FINANCIERO									
<i>(En millones de guaraníes, números de veces y porcentajes)</i>									
BALANCE GENERAL	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-16	jun-17	jun-18	Variación %
Disponibilidades	1.788	2.232	1.981	1.964	4.057	2.252	2.447	2.268	-7,3%
Créditos por Ventas CP	33.705	32.730	31.150	25.725	29.922	29.986	26.157	24.563	-6,1%
Inventarios	17.576	15.383	15.121	11.688	18.084	9.903	13.954	20.123	44,2%
Inversiones Financieras Nordland S.A.	-	-	28.697	21.248	18.649	26.099	27.672	13.550	-51,0%
Otros Créditos	1.932	4.159	1.358	6.222	11.366	3.620	5.663	5.400	-4,7%
Activo Corriente	55.272	55.182	78.743	67.267	83.031	73.350	78.544	66.965	-14,7%
Créditos por Ventas LP	16.933	20.163	25.924	28.964	30.848	26.728	23.728	26.154	10,2%
Bienes de Uso	25.624	13.830	19.096	9.355	1.979	21.964	10.708	2.126	-80,2%
Inmuebles en Fideicomiso	-	-	-	8.020	27.207	-	8.172	27.388	235,2%
Inversiones Inmuebles	-	16.108	4.088	11.890	21.034	4.088	11.890	17.838	50,0%
Activo No Corriente	42.708	50.204	49.171	58.394	81.352	54.338	56.667	73.782	30,2%
Activo Total	97.980	105.387	127.914	125.662	164.383	127.688	135.212	140.747	4,1%
Deudas Comerciales CP	6.195	10.146	11.799	19.011	17.202	17.317	11.519	8.545	-25,8%
Préstamos Financieros CP	53.205	53.706	53.047	39.348	65.406	37.855	47.248	61.999	31,2%
Provisiones	573	264	770	267	343	505	292	370	26,7%
Otros Pasivos	-	-	-	-	-	-	10.606	-	n/a
Pasivo Corriente	59.972	64.116	65.616	58.626	84.586	55.676	69.666	72.667	4,3%
Deudas Comerciales LP	2.644	5.186	9.793	5.922	2.111	10.516	3.752	1.084	-71,1%
Préstamos Financieros LP	4.441	2.545	12.578	18.373	5.727	20.569	18.433	10.599	-42,5%
Deudas Financieras por Fideicomiso	-	-	-	-	11.506	-	-	10.597	n/a
Pasivo No Corriente	7.085	7.731	22.372	24.295	19.344	31.084	22.185	22.280	0,4%
Pasivo Total	67.057	71.847	87.988	82.921	103.930	86.760	91.851	94.947	3,4%
Capital	25.369	25.369	25.369	38.500	38.500	38.500	38.500	38.500	0,0%
Reservas	1.769	4.018	4.386	2.279	18.443	1.585	2.500	3.544	41,8%
Resultados	3.785	4.153	10.172	1.962	3.510	843	2.361	3.756	59,1%
Patrimonio Neto	30.923	33.540	39.926	42.741	60.453	40.928	43.361	45.800	5,6%
ESTADO DE RESULTADOS									
Ventas	97.330	75.869	73.410	78.771	93.312	36.355	41.091	51.007	24,1%
Costos	75.822	60.709	55.324	58.556	68.220	26.765	30.078	38.352	27,5%
Otros Ingresos Operativos	575	844	1.338	2.851	276	349	903	525	-41,9%
Utilidad Bruta	22.083	16.004	19.424	23.066	25.368	9.940	11.916	13.179	10,6%
Gastos de Administración	5.029	4.199	4.822	7.019	6.263	2.526	3.517	4.003	13,8%
Gastos de Ventas	3.640	2.126	1.518	2.479	3.793	1.006	1.450	1.659	14,4%
Resultado Operativo (Ebitda)	13.414	9.678	13.083	13.568	15.312	5.875	6.949	7.517	8,2%
Deprec. y Amort. del Ejercicio	496	427	419	500	575	213	196	262	33,4%
Resultado Operativo Neto (Ebit)	12.918	9.252	12.665	13.068	14.737	5.662	6.753	7.256	7,5%
Gastos Financieros	8.749	6.980	7.674	10.697	12.879	5.052	6.216	7.435	19,6%
Resultado Operativo y Financiero Neto	4.170	2.271	4.991	2.371	1.858	610	537	(179)	-133,3%
Ingresos Extraordinarios	(28)	(48)	1.737	(27)	(12)	329	(94)	494	-627,3%
Resultados Antes de Impuestos	4.142	2.223	6.728	2.345	1.846	938	443	315	-28,9%
Impuesto a la Renta	358	255	709	383	216	95	44	68	54,5%
Resultados Netos del Ejercicio	3.784	1.968	6.019	1.962	1.630	843	399	246	-38,2%
ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS									
Efectivo Neto por Actividades Operativas	14.776	12.845	(8.985)	8.881	(8.902)	-	-	12.984	n/a
Efectivo Neto por Actividades Inversión	(4.758)	(4.045)	6.749	9.476	(2.811)	-	-	(15.900)	n/a
Efectivo Neto por Actividades Financieras	(9.407)	(8.374)	1.700	(18.333)	13.936	-	-	2.243	n/a
Efecto Variaciones en el Tipo de Cambio	(19)	19	285	(40)	(130)	-	-	494	n/a
Aumento (disminución) Neto de Efectivo	591	444	(251)	(17)	2.094	-	-	(179)	n/a
Efectivo al inicio del periodo	1.196	1.788	2.232	1.981	1.964	-	-	2.447	n/a
Efectivo al final del periodo	1.788	2.232	1.981	1.964	4.057	-	-	2.268	n/a
INDICADORES FINANCIEROS									
SOLVENCIA Y LEVERAGE									Diferencia
Nivel de Endeudamiento	0,68	0,68	0,69	0,66	0,63	0,68	0,68	0,67	0,00
Recursos Propios	0,32	0,32	0,31	0,34	0,37	0,32	0,32	0,33	0,00
Apalancamiento	2,17	2,14	2,20	1,94	1,72	2,12	2,12	2,07	-0,05
Cobertura de Gastos Financieros	1,48	1,33	1,65	1,22	1,14	1,12	1,09	0,98	-0,11
Capacidad de Cobertura de la Deuda	5,00	7,42	6,73	6,11	6,79	7,38	6,61	6,32	-0,29
GESTIÓN CREDITICIA									
Tasa de Mora (> a 30 días)	s/d	s/d	9,3%	11,0%	10,6%	10,6%	9,6%	13,6%	4,0%
GESTIÓN									
Rotación de Inventario	4,3	3,9	3,7	5,0	3,8	2,7	2,2	1,9	-0,25
Rotación de Cartera	1,9	1,4	1,3	1,4	1,5	0,6	0,8	1,0	0,18
Ciclo Operacional	271	342	378	322	330	347	302	273	-29
RENTABILIDAD									
Rentabilidad sobre el Activo (ROA)	4,2%	2,1%	5,3%	1,9%	1,1%	1,5%	0,7%	0,4%	-0,2%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	15,3%	7,0%	19,8%	5,7%	3,1%	4,7%	2,1%	1,4%	-0,7%
Margen Bruto	22,7%	21,1%	26,5%	29,3%	27,2%	27,3%	29,0%	25,8%	-3,2%
LIQUIDEZ									
Liquidez General	0,92	0,86	1,20	1,15	0,98	1,32	1,13	0,92	-0,21
Liquidez de Prueba Ácida	0,63	0,62	0,97	0,95	0,77	1,14	0,93	0,64	-0,28
Capital de Trabajo	-4.701	-8.934	13.127	8.641	-1.556	17.673	8.879	-5.702	-14.580
Dependencia de Inventario	1,39	1,90	2,15	2,65	2,80	2,37	2,94	2,28	-0,66

Fuente: EE.CC. de Penner Automotores S.R.L sobre el periodo de Dic. 2013/2017 y cortes de Junio 2016/2017/2018.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

Luego de la modificación de sus estatutos para adecuarse a los requerimientos normativos del mercado de valores, la empresa Penner Automotores SRL ha aprobado su primera emisión de bonos en moneda local, según Acta de Reunión de Socios de fecha 13/06/2017. Los recursos obtenidos mediante esta emisión serán destinados entre un 40% y 60% a la sustitución de pasivos de corto a largo plazo, y entre un 40 y 60% para capital operativo.

En este sentido, si bien las características específicas de cada serie serán establecidas en los prospectos complementarios, se tiene prevista la emisión y colocación total de los bonos para el presente año a un plazo máximo de vencimiento para la amortización de capital de cinco años, en donde no se prevé un rescate anticipado, siendo su garantía a sola firma o común.

Respecto al nivel de endeudamiento, este monto máximo de emisión (G. 20.000 millones) representaría el 43,7% de su Patrimonio Neto al cierre de junio de 2018, siendo su valor de G. 45.800 millones, con un capital integrado de G. 38.500 millones. Cabe señalar, que el nivel de endeudamiento y apalancamiento para el corte considerado ha sido de 0,67 veces y 2,07 veces, respectivamente. Por otro lado, dada su reciente inscripción en los registros de la CNV, la empresa no cuenta con otras emisiones vigentes.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1	
Características	Detalle
Emisor	Penner Automotores S.R.L.
Acta de Aprobación del Directorio	Acta de Reunión de Socios de fecha 13/06/2017.
Denominación del Programa	G1
Moneda y monto del Programa	G. 20.000.000.000
Tasa de Interés	A ser definida en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa
Plazo de Vencimiento	Entre 730 y 1.825 días (de dos a cinco años).
Pago de Intereses y Capital	Conforme a lo establecido en los Prospectos Complementarios de cada serie a ser emitida
Destino de Fondos	Reestructuración de pasivos de corto plazo (entre un 40% y 60% aprox) y el resto de los fondos para capital operativo
Rescate Anticipado	No se prevé rescate anticipado
Garantía	Garantía Común.
Agente Organizador y Colocador	Cadiem Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	Cadiem Casa de Bolsa S.A.

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G1 de Penner Automotores S.R.L.

ANEXO I

NOTA: El informe fue preparado con base a los Estados Contables anuales de los periodos comprendidos entre 2013/2017 y trimestrales de junio 2016, 2017 y 2018, así como del flujo de caja proyectado, que permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, y, además, antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la empresa, los cuales representan información representativa y suficiente para la calificación de riesgo.

La calificación del Programa de Emisión Global G1 de Penner Automotores S.R.L se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud con lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y la Resolución N.º 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 anuales comprendidos entre 2013/2017 y trimestrales de junio 2016, 2017 y 2018.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política Comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos.
5. Estructura de Financiamiento, detalles de sus pasivos.
6. Composición y participación accionaria de la Emisora, vinculación con otras empresas.
7. Composición de Directorio y análisis de la Propiedad.
8. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
9. Flujo de Caja proyectado, con su respectivo escenario y supuestos. Periodo 2018-2023.
10. Prospecto del Programa de Emisión Global G1.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

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

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente al Programa de Emisión Global G1 de **PENNER AUTOMOTORES S.R.L.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N.º 3.899/09 y Resolución CNV N.º 1.241/09.

Fecha de Calificación: 15 de octubre de 2018.

Fecha de Publicación: 10 de diciembre de 2018.

Corte de Calificación: 30 de junio de 2018.

Resolución de Aprobación: Resolución CNV N.º 87E/18, Acta de Directorio N.º 095/18 de fecha 06 de diciembre de 2018.

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

EMPRESA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	SOLVENCIA	TENDENCIA
PENNER AUTOMOTORES S.R.L.	<i>pyBB-</i>	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, disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución N.º 1.241/09 y N.º 1260/10 de la Comisión Nacional de Valores, disponibles en nuestra página en internet.

Más información sobre el proceso de calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por:

Econ. César Candía

Analista de Riesgo