

SALLUSTRO & CIA. S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G2 MONTO MÁXIMO: G. 30.000.000.000 CORTE DE CALIFICACIÓN: 30 DE JUNIO DE 2020

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 2ª ACTUALIZACIÓN	Analista: Econ. María Inés Álvarez malvarez@solventa.com.py Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	AGOSTO/2020	NOVIEMBRE/2020	
P.E.G. G2	pyBB+	pyBB	"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor"
TENDENCIA	SENSIBLE (-)	ESTABLE	

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

Características	Detalle	
EMISOR	SALLUSTRO & Cia S.A.	
ACTA DE APROBACION DEL DIRECTORIO	N° 265, de fecha 1 de julio de 2019	
DENOMINACION DEL PROGRAMA	G2	
MONEDA Y MONTO DEL PROGRAMA	Gs. 30.000.000.000	
MONEDA Y MONTO COLOCADO	Gs. 20.000.000.000	
MONEDA Y SALDO A EMITIR	Gs. 10.000.000.000	
Emisiones	Monto	Vencimiento
	Serie 1	Gs. 10.000.000.000
Serie 2	Gs. 10.000.000.000	07/12/2023
PLAZOS DE VENCIMIENTO	Se podrán emitir con plazos de 365 días a 2.555 días (entre 1 y 7 años)	
DESTINO DE FONDOS	Para expansión de la empresa, incluyendo pero no limitando, la apertura de tiendas, ampliación de tiendas o depósitos ya existentes y compra de mercaderías; como también para sustitución de deuda de corto plazo.	
RESCATE ANTICIPADO	Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 1013/11	
GARANTIA	Común	
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Regional Casa de Bolsa S.A.	
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Regional Casa de Bolsa S.A.	

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G2

FUNDAMENTOS

La baja de la calificación del Programa de Emisión Global G2 de Sallustro & Cía. S.A. responde, por un lado, a la moderada evolución de sus negocios y facturaciones, complementadas recientemente por las operaciones con un cliente/proveedor del exterior, y acompañadas por la adecuación de sus estrategias y canales de ventas para la continuidad del negocio dentro un contexto económico más complejo. A su vez, reconoce las importantes marcas internacionales con las que opera y su amplia cartera de productos, a la cual se han sumado otras en los últimos periodos. Contempla su trayectoria y experiencia en el segmento retail y de mayoristas, además de una importante presencia en los principales centros comerciales del país.

Asimismo, considera la posición patrimonial alcanzada mediante la última capitalización de reservas y de aportes en inmuebles. Esto evidencia el compromiso del grupo familiar Sallustro, con una activa participación en la administración de la segunda generación, en línea con un esquema de sucesión, que ha aplicado medidas de contingencia ante la situación sanitaria y económica actual. A su vez, reconoce la reorientación de sus compromisos, mediante negociaciones, principalmente de deudas financieras hacia el largo plazo y el mantenimiento de importantes inversiones.

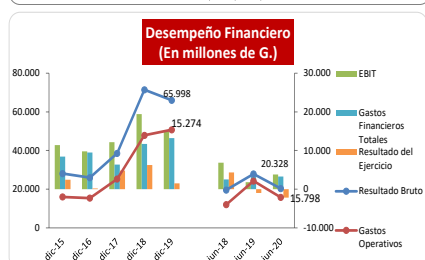
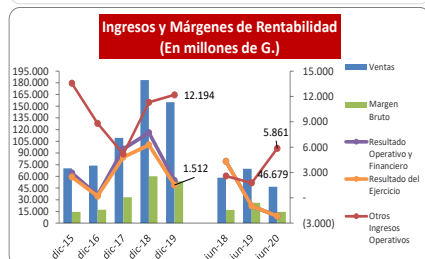
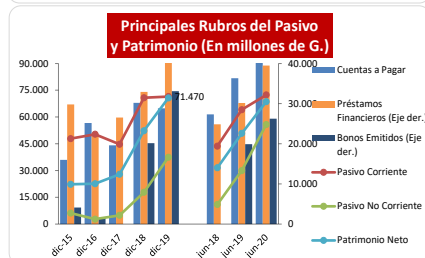
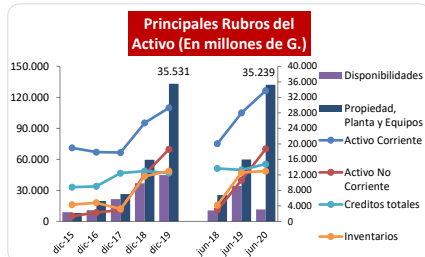
En contrapartida, toma en cuenta que sus operaciones han sido afectadas y se encuentran aún expuestas ante el menor escenario económico y de consumo en el país, producto de los efectos de la pandemia COVID-19. Además, reconoce la elevada competencia formal e informal de productos similares en los segmentos donde opera y la exposición ante las variaciones del tipo de cambio.

Por su parte, mantiene aún importantes desafíos para la administración de cartera de antigua data y ante el mayor deterioro registrado, reflejados en los niveles de morosidad, sobre todo considerando su mínima cobertura y capacidad de esquema de provisiones. Igualmente, incorpora el elevado nivel de inventarios y gastos pagados por adelantado, que presionan y ajustan su posición de liquidez frente a los compromisos de corto plazo, especialmente ante sus principales proveedores del exterior.

Además, refleja el nivel de apalancamiento y el aumento de la relación con respecto a su EBITDA., que se ha ajustado por los menores márgenes y se ha traducido en una disminución de la cobertura de intereses y la obtención de resultados negativos.

Sallustro & Cía. S.A. cuenta con más de 45 años de experiencia en el mercado nacional, teniendo por objeto la importación, exportación, representación, distribución y comercialización, a nivel local e internacional, de exclusivas marcas nacionales y extranjeras, y de todo tipo de productos, mediante los canales de venta de retail (tiendas monomarcas/multimarcas), mayorista (más su red de más de 500 distribuidores), franquicias, y e-commerce (plataforma online desarrollada e implementada en el ejercicio evaluado). Cuenta con una amplia gama de marcas renombradas como Under Armour, Aldo, Converse, Hush Puppies, Hering, uniéndose en el último periodo interanual GAP, Hunter, Dr. Martens, Toms, UGG, entre otros.

Durante el primer semestre de 2020, la empresa ha realizado importantes ajustes en su estrategia comercial y operativa para adecuarse a los desafíos de los efectos de la pandemia COVID-19, con el objetivo de mantener y dar continuidad a sus operaciones, relacionadas a los canales de ventas y a la racionalización de gastos operativos, pero con medidas graduales que se pondrán en marcha a lo largo de los meses restantes del 2020 y en el año 2021. Al respecto, ha unido casi todas sus marcas



bajo la identidad del grupo familiar Sallustro (hasta la fecha en un centro comercial), cuyo modelo comercial le permitirá reducir los costos de alquileres, logística y personal. Igualmente, ha previsto una gradual flexibilización de sus compromisos, mediante la renegociación con sus principales proveedores de mercaderías y alquileres.

Respecto a la evolución de sus ingresos, el nivel de ventas en términos consolidados se ha reducido un 33% interanualmente hasta G. 46.679 millones al cierre de junio de 2020, lo que se ha traducido en un menor resultado bruto con respecto al 2019, debido al menor desempeño comercial por los efectos de la pandemia COVID-19. Lo anterior, ha sido acompañado por una reducción de su estructura de gastos, permitiendo aumentar el margen (EBIT) de G. 1.831 millones a G. 3.819 millones. Sin embargo, éste ha sido absorbido por los altos costos financieros (G. 4.627 millones) y los cargos por las diferencias netas cambiarias (G. 1.354 millones), con lo cual ha registrado una pérdida de G. -2.162 millones al cierre de junio de 2020, con indicadores de rentabilidad anualizados ROA y ROE de -6% y -2%, respectivamente (vs. -4% y -1% del periodo anterior).

En cuanto a sus activos totales, al cierre del junio 2020, los mismos se han incrementado interanualmente en 36%, alcanzando G. 196.640 millones y exhibiendo una concentración en el nivel de créditos (28%) e inventarios e importaciones en curso (32%) generando importantes esfuerzos y presiones dentro de su modelo de operaciones ante la coyuntura actual, limitando la pronta liquidez y el cumplimiento de las obligaciones con fondos propios. En el caso del inventario, ha alcanzado un saldo de G. 62.240 millones, lo cual ha elevado su periodo de rotación de inventario y su ciclo operacional, contemplando un mayor tiempo de realización de sus operaciones.

La calidad y estructura de créditos, ha reflejado una cartera total de G. 55.436 millones, que mantiene un importante nivel de créditos vencidos de antigua data por más de G. 12.647 millones, además de una mora temprana considerada normal, otros en gestión de cobro y judicializados, evidenciando una morosidad bruta desde el primer día vencido del 60,6%, al corte de junio, acompañado de mínimas provisiones (G. 556 millones). Al respecto, la empresa prevé negociar la cartera de antigua data de partes relacionadas (incluida la de Toraler S.A.) mediante un acuerdo de largo plazo con sus accionistas.

Finalmente, sus pasivos totales han aumentado en 36% hasta G. 128.091 millones, debido al aumento del stock de deuda con proveedores, bancaria y bursátil (con variaciones de +31%, +51% y +32% cada uno interanualmente), con un nivel de apalancamiento de 1,9 veces, en el que la razón de la deuda financiera neta sobre el Ebitda alcanzó las 14,1 veces, mientras que la cobertura sobre gastos financieros ha bajado a 1,0 veces (vs. 12,9 y 1,2 veces un periodo anterior). No obstante, se registra una menor concentración en el corto plazo que ha pasado desde 68% a 56%. Asimismo, Sallustro ha alcanzado un patrimonio neto de G. 68.548 millones a junio de 2020, debido luego del aumento de su capital integrado desde G. 31.998 millones hasta G. 64.109 millones, mediante la integración de tres inmuebles.

TENDENCIA

La tendencia de la calificación es "Estable", considera las medidas recientemente aplicadas y otras en que se encuentran en curso ante el desempeño de sus operaciones en los últimos periodos y las perspectivas de negocios ajustadas por la pandemia COVID-19, en la búsqueda de una mayor eficiencia y la reconfiguración de su modelo de negocios. Por su parte, toma en cuenta aún el peso de sus gastos, principalmente financieros, y sus efectos sobre los resultados e indicadores de rentabilidad, así como lo relacionado a la administración de la cartera de créditos.

Solventa seguirá monitoreando continuamente su desempeño comercial y financiero, su posición de liquidez, el calce de su flujo operacional y financiero, además de la calidad de sus activos. Asimismo, considerará la evolución de su EBITDA y estructura de gastos, sumado a la implementación de su nuevo modelo operativo y la contención de sus niveles de apalancamiento y cobertura de gastos financieros.

FORTALEZAS

- Amplia trayectoria y experiencia de sus accionistas en el segmento de negocios donde operan, acompañado de un plan de sucesión familiar.
- Estrategias comerciales han contenido el posicionamiento en general y de las marcas representadas en particular.
- Importante cobertura geográfica a través de sus canales retail, mayorista, franquicias y online.
- Know How operativo y comercial de importantes marcas a nivel internacional.
- Adopción de innovaciones tecnológicas apuntado a un mayor conocimiento de los clientes.

RIESGOS

- Sensibilidad del sector comercial antes los efectos el COVID-19 y la baja del consumo, sumado a una elevada competencia formal e informal.
- Exposición a la volatilidad cambiaria considerando su operativa diaria en moneda extranjera.
- Cartera de créditos con altos niveles de incobrabilidad con partidas de antigua data, documentos a cobrar y cheques rechazados en gestión judicial, que contemplan aún una mínima cobertura y esquema de provisiones.
- Continuos requerimientos de capital para calzar su ajustas posición de liquidez e inmovilización de recursos e inventarios.
- Elevado nivel de endeudamiento respecto a su capacidad de generación de resultados operativos, acompañado de una baja cobertura de gastos financieros.
- Limitados niveles de capitalización y fortalecimiento patrimonial debido a los escasos resultados netos obtenidos.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL

Comercializa y representa indumentarias de reconocidas marcas internacionales, con un nuevo enfoque comercial orientado a las ventas online y reducción de costos, teniendo en cuenta la actual coyuntura económica

Sallustro y Cía., con más de 45 años de trayectoria en el mercado nacional, ha sido constituida inicialmente como una entidad jurídica de Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L.). A partir de ello, sus estatutos sociales se modificaron sucesivamente, hasta que en el año 2012 se ha transformado en Sociedad Anónima (S.A.), concentrándose principalmente en la representación, distribución y comercialización de reconocidas marcas internacionales a través del canal mayorista, así como en la administración de franquicias. Posteriormente, Innovare S.A.E.C.A., creada por un proceso de escisión, se encargaba del canal minorista y retail. Esta separación de las empresas del grupo generó gastos y costos adicionales, y a finales del periodo 2018, se ha concretado la fusión por absorción de la firma Sallustro y Cía. S.A. con Innovare.

Al respecto, el proceso de fusión ha evidenciado la consolidación operativa de ambas empresas, en donde si bien se ha registrado la eliminación de gastos administrativos duplicados, también se han ajustado las operaciones vinculadas por ventas intercompany, además de quedar con una gran estructura de créditos vencidos en su cartera, relacionadas principalmente a sus anteriores operaciones en el exterior. Asimismo, a la fecha del presente informe, una nueva modificación del Estatuto Social (en proceso de formalización) aumentará su capital social a G. 68.000 millones, con un capital integrado de G. 64.109 millones al cierre de junio 2020, luego de la integración de reservas acumuladas y nuevos inmuebles.

La actividad principal de la Compañía se orienta a la comercialización de diferentes prendas de vestir, calzados y accesorios, deportivos y casuales, para niños, damas y caballeros, donde ha alcanzado una importante participación de mercado gracias a su amplia cartera de renombradas marcas y a la red de distribución, que le ha permitido mantener una elevada cobertura de sus operaciones a nivel nacional. En ese sentido, Sallustro posee el know how logístico de comprar, importar, y transportar cualquier producto de los puertos del exterior (Asia, USA o Europa) a través de una red de forwarders y su propio equipo logístico, además de los contactos empresariales y personales nacionales y del exterior.

Entre las marcas más representativas y reconocidas que comercializa la empresa de manera exclusiva se encuentran Under Armour, Aldo, Hush Puppies, Topper, Hering y Converse, las cuales representan las principales fuentes de ventas y generan el mayor rendimiento, otorgándole una base o proyecciones dentro de un mercado comercial estable. A pesar del menor dinamismo económico a partir del periodo 2019, la Compañía ha continuado con su plan de nuevas inversiones mediante la incorporación y representación de las marcas GAP, TOMS, Hunter, Dr. Martens, sumándose así a otras de gran reconocimiento.

Los productos comercializados son importados mayormente de Estados Unidos, Canadá, y de los principales socios de la región, Brasil y Argentina. Además, con respecto al proceso de compras a proveedores, a partir del periodo 2019, han realizado una revisión integral del mismo, relacionado a la compra, cantidad, modelos, esquema de abastecimiento, periodos, canal de distribución y modalidad de venta de los productos.

Por su parte, durante el periodo 2020, los lineamientos estratégicos planteados se han definido en función a la nueva coyuntura de mercado, sobre todo luego de la desaceleración económica que ha generado un menor nivel de consumo a nivel nacional durante el ejercicio 2019, sumado al impacto de la pandemia Covid-19 que ha incidido directamente en los mercados mundiales, en la capacidad de pago tanto de empresas como de personas, y en especial en el consumo retail.

Algunas acciones tomadas por la Compañía, con incidencia en su operatividad, han sido las renegociaciones en el plan de pago con los proveedores nacionales e internacionales, en muchos casos solicitando la suspensión de las condiciones de compras mínimas, reducciones en los alquileres de tiendas, reestructuración de las deudas bancarias y medidas de recortes en personal, en tiendas y oficinas centrales, con el objetivo de maximizar el nivel de eficiencia interna ante la crisis económica – sanitaria, que representa un gran desafío para Sallustro, considerando que la demanda de consumo es particularmente sensible a los periodos recesivos del ciclo económico por su efecto en el poder adquisitivo y la capacidad de pago de los consumidores.

Adicionalmente, en lo que respecta a inversiones tecnológicas, la Compañía ha desarrollado e implementado su plataforma e-commerce, innovación sumamente necesaria actualmente para dar continuidad al negocio, teniendo en cuenta la rápida adaptación y necesidad de los consumidores a los nuevos requerimientos del mercado. Igualmente, las inversiones asociadas al sistema de inventario y logística denominado RFID, aplicado por primera vez en Sudamérica por Sallustro, tiene como finalidad el control y conocimiento de todo lo que tenga que ver con sus productos, además de proveer información para crear un negocio inteligente y desarrollar una mejor gestión de inventarios. Asimismo, el Sistema SAP se encuentra en proceso de implementación de manera a aumentar la eficiencia en los procesos.

Los objetivos de la nueva estrategia, para los próximos periodos, consiste en conocer con precisión y anticipación mediante las inversiones e innovaciones implementadas, las preferencias y necesidades de los consumidores en cuanto a los productos que la empresa comercializa en sus diferentes canales de venta (retail, mayorista, franquicias y online), con el

objetivo de incrementar los ingresos por ventas, junto a la disminución de los costos conforme a la recuperación progresiva de la economía.

Respecto a lo mencionado, en el presente ejercicio, la empresa ha decidido la reconfiguración de sus operaciones adoptando un modelo comercial en el que unifica una gran cantidad de sus marcas, excepto Under Armour, Aldo y GAP, bajo la identidad Sallustro, con lo cual reducirá sus costos de alquiler, logística y personal. La estructura ya fue aplicada en un centro comercial del país y se proyecta la misma implementación en otros centros principales. De igual manera, actualmente, Sallustro cuenta con 25 tiendas activas, así como también una amplia red de mayoristas que le permiten llegar a todo el interior del país.

Finalmente, cabe destacar el nivel de compromiso social de la empresa con la comunidad, siguiendo su misión organizacional "misión de servir", en donde la misma apoya acciones sociales de la Fundación Dequeni y Fundación Alianza que tienen por objetivo el desarrollo de las personas con el fin de dar mejores oportunidades de vida a los paraguayos.

POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

Menor escenario económico incide en las ventas, en el mercado en general y de Sallustro en particular, aunque registra un favorable posicionamiento del Grupo en el segmento retail

La comercialización de ropas, calzados y accesorios es sumamente competitiva a nivel nacional e internacional, producto de la existencia y fabricación de una amplia gama de marcas, abarcando todos los segmentos posibles en cuanto a géneros y estilos, que, a su vez, compiten con el contrabando existente y/o pequeñas empresas nacionales. Por otra parte, cabe mencionar el posicionamiento de las diferentes marcas, aun teniendo en cuenta la variabilidad de las tendencias por temporadas, que generan cambios permanentes particularmente en cada país, así como también dentro de la industria en general.

Con todo, el Sallustro opera dentro del mercado como uno de los principales referentes en los segmentos del comercio, mediante la representación de marcas internacionales que se encuentran sólidamente posicionadas en el mercado, además de un plantel de directores que combinan la experiencia con las estrategias, junto con profesionales jóvenes con un conocimiento amplio en cuanto al mercado nacional y sus tendencias. En tal sentido, cuenta con cuatro canales de venta, como retail, mayorista, franquicias y online, acompañados de estrategias de marketing que dan valor a las marcas a través de diferentes compañías y activaciones.

No obstante, al cierre de junio de 2020, la empresa ha presentado menores niveles de ventas y rentabilidad debido a diversos factores externos, locales y regionales. Entre ellos se encuentran el cierre de fronteras y el confinamiento sanitario desde marzo de este año ante la pandemia Covid-19, que luego fue flexibilizándose lentamente, además se ha contemplado la devaluación de la moneda nacional que ha generado mayor contrabando desde los países fronterizos, con su consecuente impacto en los precios finales para el consumidor por el incremento del dólar y aumento del costo de las mercaderías, la elevada competencia formal e informal dentro de la industria, y la actual coyuntura económica que presenta un menor escenario de consumo. Todos estos factores han contribuido y explican el menor desempeño al corte analizado.

Con todo, considerando una industria muy sensible a los periodos recesivos y a la variabilidad de las condiciones económicas, la empresa espera que con el periodo de recuperación de la economía logre los objetivos planteados en términos de crecimiento en ventas, consolidación de sus operaciones dentro del segmento, expansión de los negocios y mayor eficiencia operativa.

ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

Estrategias comerciales y operativas adaptadas a las nuevas necesidades de los consumidores y del mercado, encabezado por directores según el plan de sucesión familiar, con apoyo de consultoría externa

El ciclo financiero del rubro retail (representaciones de marcas internacionales) contempla un período operativo más extenso y variable que otras actividades económicas durante un mismo año, debido a que la compra de mercaderías se realiza con un periodo de anticipación que va entre 6 a 12 meses, teniendo en cuenta que los proveedores del exterior poseen la temporada inversa al periodo de venta nacional. Así, desde los últimos ejercicios se han generado grandes acumulaciones de inventario, producto de proyecciones iniciales de compra que fueron obstaculizadas por recesiones económicas.

En tal sentido, Sallustro ha reorientado sus estrategias comerciales y operativas, a partir de renegociaciones con proveedores, si bien todavía no se exhiben grandes cambios en los márgenes operativos netos. Igualmente, a partir de junio de 2020, ha contratado consultorías de manera a contar con apoyo para el desarrollo del nuevo modelo de negocio.

Sallustro es gestionada por la segunda generación, quienes se encuentran al mando de la empresa y han logrado continuas representaciones de importantes marcas internacionales, las cuales a la fecha siguen vigentes. Asimismo, la plana directiva y ejecutiva cuenta con vasta experiencia y trayectoria en la industria en donde operan, así como también, poseen colaboradores jóvenes con una visión renovada, con dinamismo y conocimiento de las nuevas demandas del mercado.

Su plana directiva contempla un directorio estable a lo largo de los ejercicios analizados, conformado por cinco miembros titulares (Presidente, Vice-Presidente y tres Directores Titulares). Con relación a lo anterior, es importante señalar que casi la totalidad del directorio se encuentra ocupado por integrantes de la familia Sallustro, exceptuando a un Director suplente que había sido incorporado en el año 2016 para encargarse exclusivamente de la organización financiera de la firma.

Por otro lado, el organigrama de la empresa contempla algunos cambios y ajustes respecto al ejercicio 2019, alineándose a las estrategias de alcanzar un mayor nivel de eficiencia, junto a las necesidades de las actualizaciones tecnológicas y el desarrollo e implementación de un nuevo sistema. Asimismo, la plana ejecutiva se encuentra liderada por un Gerente General que informa directamente al Directorio sobre la operatividad de la empresa, además de encargarse del control y supervisión de las gerencias de Innovación y Nuevos Negocios (antes Comercial), de Administración y Finanzas, de Recursos Humanos e Informática. Adicionalmente, cuenta con un Jefe de Control Interno encargado de la revisión del inventario. Además, los directores titulares de la empresa cumplen funciones ejecutivas a través de los cargos que ocupan en la gerencia general y comercial, denotando un acompañamiento constante en áreas operacionales claves.

Con respecto a las políticas de créditos y cobranzas, cuenta con un manual crediticio en el cual se establece la conformación de un comité y departamento de créditos y cobranzas para el análisis, la evaluación y aprobación de los mismos, así como las gestiones de cobranzas y el seguimiento a la cartera de clientes en mora. En dicho documento han definido segmentar por tipo de clientes, diferenciando a los empleados, empresas del grupo, las franquicias, mayoristas y clientes particulares, contando con un límite de aprobación por cada operación de venta. Cabe mencionar, que la cartera de créditos de Sallustro ha contemplado el mantenimiento de operaciones de antigua data, relacionadas a sus anteriores operaciones en el exterior (Toraler S.A.) y un deterioro en los últimos periodos, así como menores ventas de mercaderías debido a la pandemia, sumado a los efectos de esta sobre los flujos de cobranzas a raíz de la desaceleración económica a partir de la restricción de circulación de personas durante la cuarentena total y parcial decretada por el Gobierno Nacional.

Con relación al área de tecnología de la información, la empresa cuenta con un sistema de gestión (ERP) especializado en el comercio retail, con todos los módulos necesarios para la gestión integral de las operaciones, y cuyo software se encuentra disponible en todas las sucursales, con el objetivo de obtener reportes actualizados y en línea acerca del stock disponible y las operaciones realizadas, así como también la logística de entregas, el manejo de relaciones de clientes, descuentos, entre otras informaciones de manera eficiente.

En cuanto a la estrategia planteada dentro de un contexto de adaptación debido a la pandemia, Sallustro y Cía. S.A. viene trabajando en un protocolo que reenfoca su operatividad y que apunta con mayor énfasis a la racionalización de la estructura de gastos, mediante la información y datos que proveerá el nuevo sistema y los canales de ventas, así como la implementación de un gobierno corporativo que mantenga la cultura familiar característica de la firma y la combine con una mayor profesionalización de toda su estructura organizativa. A más largo plazo, la compañía posee una visión de crecimiento que incluye la sustitución de deudas bancarias por las del mercado bursátil.

PROPIEDAD

La propiedad es controlada por su fundador y los miembros de la familia Sallustro, encargados de la toma de decisiones estratégicas y de supervisión de la gestión

Cabe señalar que, en el periodo 2018, por escritura pública N° 32 de fecha 16/05, se ha formalizado la fusión por absorción entre Sallustro y Cía. S.A. e Innovare S.A.E.C.A., siendo esta última la absorbida. Con esto, el capital social de la firma quedó fijado en G. 40.000 millones, que se ha sido integrado mediante la capitalización de reservas. Posteriormente, por asamblea extraordinaria de accionistas, según Acta N° 12 de fecha 15/10/2019, ha incorporado inmuebles como aportes por G. 17.388 millones y ha capitalizado nuevamente reservas. En este sentido, cabe señalar que una nueva modificación del Estatuto se encuentra en proceso de formalización, con lo cual su capital social aumentará hasta G. 68.000 millones, con un capital de G. 64.109 millones, duplicando el valor interanual. El mismo se encuentra representado por G. 33.697 millones de acciones ordinarias de voto múltiple (OVM), G. 18.605 millones de acciones ordinarias simple (OS) y G. 11.807 millones de acciones preferidas (P).

Los principales accionistas de la empresa son también los que ocupan cargos directivos, reflejando una importante concentración (79%) de la composición accionaria de la compañía en dos personas correspondientes a la primera generación familiar.

Ellos son: Alberto Sallustro (49%) e Ivonne Callizo de Sallustro (29%). Por otro lado, si bien Sallustro y Cía. S.A. no mantiene participación accionaria en otras empresas, la misma posee vinculación a través de sus accionistas en forma individual, con las siguientes empresas: Grupo 3S S.A., Malecon S.A., Global Tracking S.A., Busa S.R.L., Seven S.A., 7S S.A. y Punto a Punto S.R.L.

Composición Accionaria de SALLUSTRO & CIA. S.A.					
Accionista	Cantidad de Acciones	Clase	Cantidad de Votos	Capital Integrado	%
Alberto Sallustro	317.266	OVM, OS y P	6	31.726.600.000	49,5%
Ivonne Callizo	186.381	OVM, OS y P	6	18.638.100.000	29,1%
Valentina Sallustro	27.489	OS, OVS	1	2.748.900.000	4,3%
Laura Sallustro	27.489	OS, OVS	1	2.748.900.000	4,3%
Alejandro Sallustro	27.489	OS, OVS	1	2.748.900.000	4,3%
Octavio Sallustro	27.489	OS, OVS	1	2.748.900.000	4,3%
Juan Pablo Sallustro	27.489	OS, OVS	1	2.748.900.000	4,3%
TOTAL GENERAL	641.092		17	64.109.200.000	100,0%

Fuente: Sallustro & Cía. S.A. al corte de junio 2020.

SITUACIÓN FINANCIERA

RENTABILIDAD Y MÁRGENES

Menor desempeño del negocio a raíz de la desaceleración económica reduce sus indicadores de rentabilidad, explicado por la disminución de las ventas junto a la importante estructura de gastos operativos y financieros

Durante los últimos dos ejercicios analizados, el desempeño comercial y financiero de la empresa ha sido afectado por una continua desaceleración económica, lo que ha generado un menor nivel de consumo por parte de los clientes, incidiendo esto en la actividad del negocio y su rendimiento, sobre todo considerando la sensibilidad del sector ante un menor escenario económico. En el 2019, el deterioro de la actividad comercial particularmente a nivel local, sumado al proceso de adaptación por la fusión por absorción con Innovare S.A.E.C.A, y luego a partir de marzo de 2020, el impacto de la pandemia Covid-19 han incidido directamente en la capacidad de pago de las personas, así como en la actividad económica y comercial, en especial el consumo en el segmento retail.

Al respecto, el confinamiento sanitario establecida por el Gobierno Nacional inicialmente ha incidido en la capacidad de generación de ventas de Sallustro, producto de las restricciones de circulación de personas durante la cuarentena total. No obstante, a pesar de la incertidumbre económica y sanitaria, Sallustro & Cía ha aplicado estrategias de adaptación a la nueva coyuntura, de manera a dar continuidad al negocio y cumplir con sus obligaciones. Con todo, los ingresos totales registrados a junio de 2020 han sido de G. 46.679 millones, un 33% inferior a un periodo anterior, por los factores antes mencionados.

Asimismo, cabe señalar que una parte importante de dichos ingresos totales corresponde a una nueva unidad de negocios (brokers) que ha sido creada recientemente, a partir de la pandemia, que consiste en realizar ventas a través de brokers internacionales. En ese sentido, ha registrado facturaciones puntuales por exportación por G. 10.111 millones en el segundo trimestre del año, siendo su intermediario, Akstrom Imports, empresa radicada en Canadá, que también forma parte de sus proveedores de mercaderías.

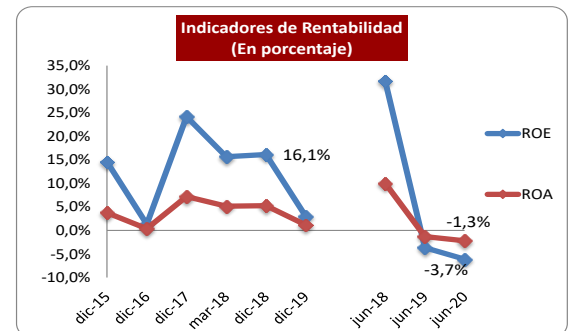
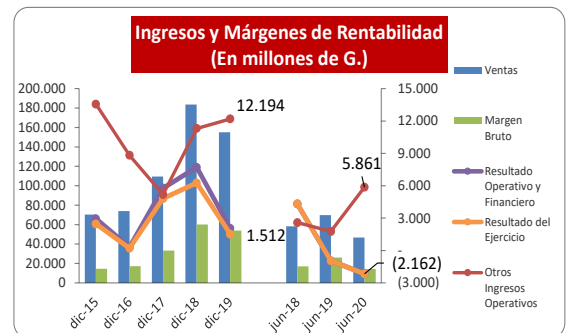
Por su parte, los costos de mercaderías vendidas han reflejado un incremento interanual del 26%, asociado a las continuas exigencias de abastecimiento anticipado de las mercaderías, mientras que, por el contrario, otros ingresos operativos han evolucionado favorablemente durante el mismo periodo, pasando de G. 1.771 millones a G. 5.861 millones, en donde las ganancias por royalties (por representación de marcas) poseen la mayor participación (69%). Con esto, la utilidad bruta ha alcanzado un importe de G. 20.328 millones, valor que ha disminuido en 27% respecto a un periodo anterior, afectado principalmente por los menores ingresos por ventas directas teniendo en cuenta los efectos de la pandemia.

En cuanto a los niveles de gastos operativos, estos se han reducido en 35%, en línea con el menor ingreso por ventas, hasta alcanzar G. 15.798 millones. Aun así, dicha estructura de gastos consume el 77,7% del resultado bruto, compuesta por los gastos de administración (28%) y ventas (72%), en donde estos últimos se han reducido interanualmente en 41%, producto principalmente de acuerdos y renegociaciones en los planes de pago por alquiler, marketing, sueldos y honorarios.

Con todo, el EBITDA alcanzó G. 4.530 millones, luego de un aumento interanual del 25%, que luego de absorber las amortizaciones y depreciaciones disminuye levemente a un nivel EBIT de G. 3.819 millones, que se ha incrementado interanualmente desde G. 1.832 millones. Sin embargo, este resultado es comparativamente inferior al promedio registrado en los últimos años analizados.

Por último, las mayores necesidades de capital de trabajo y de renegociación de deudas, asociadas a mayores inversiones de marcas planificadas inicialmente, junto con un menor nivel de recaudaciones a raíz de la declaración de la pandemia, influenciaron fuertemente en el aumento de los gastos de las deudas bancarias, que alcanzaron G. 4.627 millones, 53% superior a junio 2019. Además, las variaciones cambiarias y la mayor posición del pasivo de la empresa en moneda extranjera, fortalecida frente a las otras divisas, ha arrojado efectos netos deficitarios de diferencia cambiaria (-1.354 millones).

Así, la empresa ha obtenido una pérdida neta por valor de G. 2.162 millones, aumentando casi 3 (tres) veces a lo registrado en junio 2019. Por esta razón, sus indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE han sido de -2,2% y -6,1%, respectivamente (vs. -1,3% y -3,7% cada uno un periodo anterior).



CAPITALIZACIÓN

Fortalecimiento patrimonial a través de la capitalización de reservas e inmuebles, no obstante, los recursos propios se encuentran expuestos a los resultados netos negativos

El abastecimiento de mercaderías genera importantes necesidades de capital para Sallustro, considerando la compra anticipada realizada generalmente a crédito o contra retiro en caso de algunas marcas, para luego proceder a la venta en la próxima temporada correspondiente. En ese sentido, considerando su estructura de obligaciones, la sociedad ha evidenciado un bajo nivel de inyección de capital con recursos propios o capitalización de utilidades a lo largo del periodo analizado.

Si bien, al cierre de diciembre de 2018, se ha registrado un incremento en su posición patrimonial (capital + reservas) hasta G. 46.026 millones (vs. G. 23.073 millones a dic/2017), inherente a la fusión por absorción de Innovare S.A.E.C.A., reflejado en el aumento del capital integrado y sus niveles de reserva. No obstante, ha mantenido aún una acotada relación de solvencia debido a las obligaciones heredadas y por el incremento de las deudas financieras registradas en periodos siguientes. Igualmente, a diciembre 2019, se ha capitalizado un porcentaje de reservas acumuladas (64%) junto a la integración de 3 (tres) inmuebles.

Al cierre de junio de 2020, el Patrimonio Neto (PN) de la empresa ha totalizado G. 68.548 millones, equivalente a 0,3 veces el activo total de empresa y superior en 35% con respecto al mismo corte del año anterior. Lo mencionado, se encuentra en línea con los factores antes mencionados. Asimismo, durante el primer semestre del ejercicio se ha observado un aumento de las reservas hasta G. 6.601 millones, en donde la totalidad del resultado a diciembre 2019 (G. 1.512 millones) ha sido destinado a Otras Reservas, según Acta de Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 07/05/2020.

Cabe señalar que se encuentra en proceso de formalización la modificación de sus Estatutos Sociales, para el aumento de su capital social a G. 68.000 millones, y un capital de G. 64.109 millones, contando aun con un margen permitido (G. 3.891 millones) respecto al crecimiento del capital integrado, sobre todo considerando el alto nivel de endeudamiento bancario producto de la actual coyuntura que ha implicado un cambio en los planes de financiamiento con los que contaba la Compañía, asumiendo importantes gastos bancarios y exponiendo una continua dependencia de recursos de terceros para el crecimiento y maduración de sus operaciones, frente a un menor escenario económico, con su incidencia sobre el consumo.

Respecto a esto, la política de capitalización de utilidades y retiro de dividendos de Sallustro aún se encuentra pendiente de formalización. El destino de las utilidades de cada ejercicio se define mediante Asamblea Ordinaria dependiendo del resultado alcanzado, si bien la distribución de utilidades nunca ha superado el 15% del margen neto.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Importante endeudamiento y apalancamiento a través de terceros, acompañado de una baja cobertura de gastos financieros

El ciclo de negocio asociado al comercio retail y mayorista, donde las compras de mercaderías de las marcas internacionales son realizadas de manera anticipada e importadas por el equipo de logística de la Compañía, así como la distribución minorista y mayorista que demanda grandes gastos como alquileres en los principales centros de comercialización y ventas a crédito respectivamente, requiere de fuertes inversiones de capital operativo. Para esto, han definido en sus planes estratégicos de financiamiento operar en el mercado bursátil, debido al menor costo y mayor plazo para la amortización de vencimientos.

Al respecto, la estrategia de sustitución de deudas bancarias por las del mercado bursátil ha estado obstaculizado por el menor escenario económico que ha incidido sobre el flujo de ingresos, acompañado de una creciente dependencia de recursos de terceros para el desarrollo de sus operaciones. Asimismo, las obligaciones financieras y con proveedores han evidenciado un crecimiento a partir de diciembre 2019, así como su posterior reclasificación de las mismas hacia el largo plazo (las obligaciones con sus proveedores no se reclasificaron a largo plazo), como una prudente medida de contingencia ante la situación sanitaria actual.

Al cierre de junio de 2020, los activos totales han alcanzado G. 196.640 millones, luego de un aumento interanual del 35,8%, financiados en un 65% con recursos de terceros, es decir, con un nivel de pasivos totales de G. 128.091 millones en el mismo periodo, que también ha registrado un incremento de 36,2% desde junio/19 a junio/20 de G. 34.065 millones. Dicho nivel de obligaciones ha alcanzado una relación o indicador de endeudamiento de 0,65 veces, así como apalancamiento de 1,9 veces, con relación a su patrimonio neto de G. 68.548 millones, en donde si bien los valores se han mantenido comparados con el periodo anterior, el aumento del PN por la integración 3 inmuebles explican lo anterior. Ambos indicadores continúan siendo elevados respecto a la capacidad de generación de recursos propios de la empresa, sobre todo durante el primer semestre del 2020, lo que ha reflejado que el endeudamiento de los últimos periodos.

En cuanto a la composición de los pasivos, Sallustro aún mantiene una concentración de sus obligaciones en el corto plazo del 56% (G. 72.348 millones), los cuales han contemplado durante el primer semestre un aumento del 1% respecto a diciembre 2019. En ese sentido, si bien los préstamos financieros se han reclasificado al LP (quedando G. 16.052 millones en el CP), las cuentas a pagar a los proveedores locales y del exterior ha aumentado en 65% durante el primer semestre, a raíz de la renegociación del plan de pagos por la situación actual. Además, los Bonos correspondientes al primer programa de emisión (PEG G1) han disminuido su valor en 54% desde diciembre 2019 a junio 2020, producto de la amortización de casi la totalidad de las series.

Mientras tanto, el pasivo no corriente a junio de 2020 (G. 55.744 millones) se encuentra compuesto en un 62% por préstamos bancarios, mientras que el porcentaje restante (37%) corresponde a la colocación de la segunda emisión (PEG G2) de Bonos destinados a capital operativo junto a otros pasivos. Con todo, el saldo de deuda financiera total interanual ha ascendido a G. 50.535 millones (+51%), mientras que la deuda bursátil a G. 26.242 millones (+76%).

Por otro lado, la disminución de los resultados de la Compañía junto al aumento de las obligaciones ha derivado en un menor índice de cobertura de gastos financieros. A junio de 2020, el ratio ha sido solo de 1,0 veces, su menor valor a lo largo de los periodos analizados, siendo el promedio de 2,4 veces. Así también, la relación de la deuda anualizada y Ebitda se ha incrementado desde 12,9 veces a 14,1 veces, lo que refleja indicadores crediticios más presionados que lo evidenciado históricamente, además de una menor capacidad en términos de amortización de capital e intereses.

Cabe señalar que, con la fusión por absorción a finales del ejercicio 2018, ha quedado sin efecto la co-deudoría de la empresa Sallustro y Cía. S.A., es decir, a la fecha la misma ya no cuenta con ningún tipo de garantía especial en los créditos adquiridos. Finalmente, al cierre del ejercicio evaluado, la Compañía ha utilizado el 93% de sus líneas de créditos disponibles en entidades bancarias y financieras.

CALIDAD DE ACTIVOS

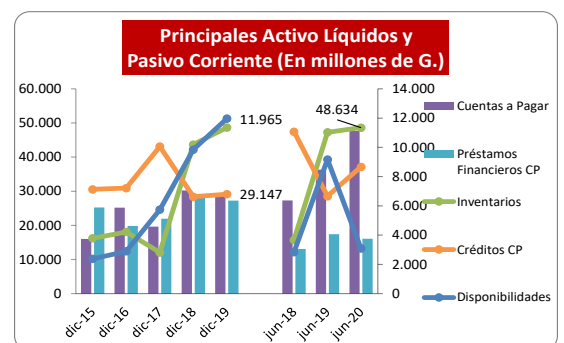
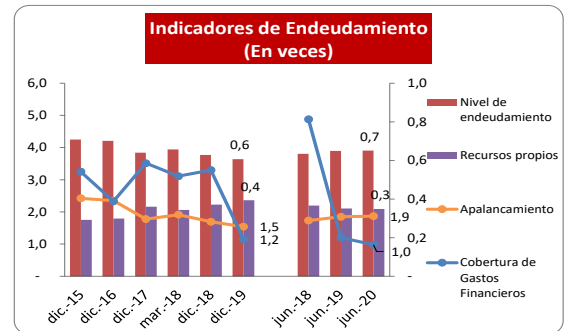
Deterioro de la morosidad a raíz del menor escenario económico, con un elevado nivel de créditos vencidos de antigua data, junto al incremento e importante inmovilización del stock de mercaderías

Los activos totales al corte del segundo trimestre del 2020 han evolucionado hasta G. 196.640 millones, evidenciando un crecimiento interanual del 35,8%, similar al crecimiento de los pasivos (36,2%). Con respecto a la calidad de activos, Sallustro ha concentrado e inmovilizado un importante nivel de créditos e inventarios durante los últimos periodos, lo que refleja la necesidad de un mayor dinamismo en estos rubros de manera a mejorar la eficiencia en la administración de dichos activos, los cuales consumen de forma significativa los fondos propios, teniendo constantemente que recurrir a financiamiento de terceros para cumplir con las obligaciones.

Si bien la Compañía, al operar con mayoristas, empresas del grupo y franquicias otorga un financiamiento importante a sus clientes, sin embargo, en su canal de mayor flujo (retail) las ventas son al contado. No obstante, la cartera bruta, que considera los créditos normales, en gestión de cobro y judicial ha registrado un importante crecimiento desde el año 2018, asociados principalmente a la conciliación de sus operaciones vinculadas con Innovare y a inversiones realizadas anteriormente en el exterior, que se encuentran incobrables a la fecha.

Al corte de junio de 2020, los créditos totales de G. 55.436 millones, representan uno de los rubros con mayor peso (28%) dentro del activo de la sociedad, de los cuales el 67% corresponde a corto plazo y el 33% restante a largo plazo. La cartera de créditos por ventas ha alcanzado un valor de G. 44.110 millones al corte analizado, segmentada en cartera no vencida por G. 17.388 millones y vencida por G. 26.722 millones, siendo la morosidad bruta, a partir del primer día de atraso, de 60,6%, acompañado de un bajo nivel de previsionamiento de solo G. 557 millones. Cabe mencionar que la cartera vencida se encuentra compuesta por cartera en mora normal de G. 7.532 millones, en gestión de cobro de G. 16.567 millones y en gestión de cobro judicial de G. 2.623 millones. Dicha cartera no contempla los recursos que han destinado en el exterior y registrados en concepto de créditos a favor de la empresa Toraler S.A., anteriormente vinculada, que conforman una cartera vencida de antigua data, cuyo importante total asciende a G. 12.647 millones.

Asimismo, como hecho posterior, en lo que respecta a la cartera de créditos, a setiembre de 2020, ha presentado un mayor deterioro considerando el menor volumen de ventas alcanzado con relación a su histórico, a raíz de los efectos de la pandemia que además ha incidido sobre la cadena de pagos y por ende sobre los flujos de cobranzas. En tal sentido, la morosidad bruta ha aumentado hasta 73,2%, siendo la cartera total de G. 51.593 millones, y la cartera vencida de G. 37.773 millones.



millones, siendo la cartera de mora normal de G. 10.057 millones, en gestión de cobro de G. 24.948 millones y en gestión de cobro judicial de G. 2.768 millones.

En lo que concierne al inventario, desde los inicios de la empresa, los niveles operativos han exigido un continuo abastecimiento y renovación del stock de mercaderías realizado a través de los proveedores, para acompañar las demandas en las próximas temporadas, lo cual ha generado una considerable acumulación de inventario, los cuales no han sido liquidados anteriormente, si bien en los últimos años han implementado la apertura de locales outlets, y en las diferentes tiendas Sallustro, tanto en Asunción como en el interior del país. No obstante, al cierre de junio 2020, la empresa ha obtenido, como medida de contingencia ante la pandemia del Covid-19, la suspensión de las condiciones contractuales de compras mínimas de mercaderías de parte de diferentes marcas internacionales.

Con todo, ha registrado un stock de mercaderías existente para la venta por valor de G. 48.634 millones, sumado a las importaciones en curso que han alcanzado G. 13.607 millones, más los anticipos a proveedores para la adquisición de mercaderías de nuevas temporadas por G. 13.922 millones, correspondiendo, en su conjunto, a un 39% del total de activos. Los valores mencionados han evolucionado interanualmente en 3%, 37% y 94% respectivamente, evidenciando una inmovilización y concentración en los bienes de comercialización, principal actividad de la Compañía.

Por último, el crecimiento de los bienes de uso que ha pasado de G. 15.881 millones a G. 35.531 millones (+123%) se ha debido a la inclusión de 3 (tres) inmuebles que han ayudado a mejorar la estructura patrimonial. Por otro lado, el incremento de los activos intangibles en 57% interanual hasta alcanzar G. 6.115 millones se encuentra asociado a la adquisición de los derechos de representación la marca GAP y a la licencia por la implementación del sistema SAP.

LIQUIDEZ Y FONDEO

Mantenimiento de acotados niveles de liquidez incluso luego de la refinanciación de compromisos corrientes a mayores plazos

El menor flujo de cobranzas a raíz de la pandemia ha incidido sobre los niveles de morosidad y esto a su vez, se ha traducido en el mantenimiento de una acotada posición de liquidez para hacer frente a sus compromisos con proveedores en el corto plazo, teniendo en cuenta el importante grado de dependencia de la rotación de inventario, así como también de sus cobranzas para calzar sus operaciones. Al respecto, la Compañía ha reperfilado a no corriente, antes de los efectos de la pandemia, los pasivos financieros, en su mayoría a 12 meses con pago de capitales al vencimiento.

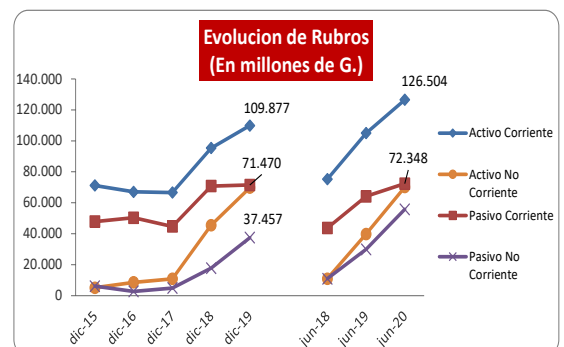
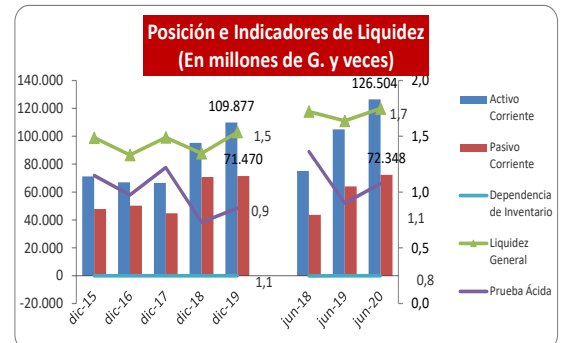
De igual manera, los proveedores locales e internacionales han accedido a las flexibilizaciones de pago, sumado a las cancelaciones de compras de mercaderías han ido en el orden del 38% en el primer trimestre del 2020. En su conjunto, estas medidas permitirían al grupo la implementación de acciones estratégicas internas para dar continuidad al negocio sin descuidar a las marcas individuales, así como planificar el futuro incierto sin mayores presiones, de una manera estructurada y organizada

Al respecto, si bien la estructura de vencimientos de las deudas financieras se concentra en el largo plazo, al corte de junio de 2020, Sallustro ha cumplido favorablemente con los vencimientos correspondientes al pago de capital e intereses de su primera emisión (series 1 al 5), el Programa de Emisión Global G1, reduciendo el saldo de la misma desde G. 12.818 millones (dic./19) hasta G. 5.869 millones (jun./20). Asimismo, el próximo vencimiento (diciembre 2020) se encuentra correctamente provisionado, evidenciando que la prioridad de la Compañía es dar respaldo a los inversionistas del mercado de valores.

Además, considera que, debido de las flexibilizaciones en los pagos de proveedores antes mencionado, en los últimos 12 meses la empresa ha generado flujos de efectivo neto de operación positivos, aunque ajustado, de G. 719 millones, +30% superior interanualmente. Sin embargo, producto de gastos en las actividades de inversión y financiamiento por el vencimiento de bonos, ha resultado en menores niveles de las disponibilidades (G. 3.084 millones a junio de 2020) en comparación a los G. 9.171 millones evidenciados a junio 2019, demostrando esto las continuas necesidades de financiamiento por parte de la Compañía.

Con todo, los activos corrientes han alcanzado G. 126.504 millones al cierre del periodo evaluado, representando el 64% del total de activos de la empresa.

El indicador general de liquidez de la compañía al cierre de junio de 2020 ha sido de 1,7 veces, lo que refleja una leve mejoría en su posición (1,6 veces a junio 2019) a partir del mayor crecimiento de los activos de corto plazo, principalmente en cuanto a créditos e inventarios se refiere. Por su lado, el indicador de prueba ácida, que discrimina el inventario de los activos corrientes, ha disminuido hasta 1,1 veces, considerando la elevada participación de los bienes de intercambio entre



los activos corrientes. Estos indicadores solo consideran el pasivo corriente, no así la importante estructura de gastos que mantiene la empresa, que presiona sobre su posición de liquidez.

Finalmente, Sallustro y Cía. S.A. seguirá captando recursos de terceros a largo plazo en el mercado bursátil debido a su limitada liquidez para cumplir con las operaciones del día a día.

GESTIÓN Y ACTIVIDAD

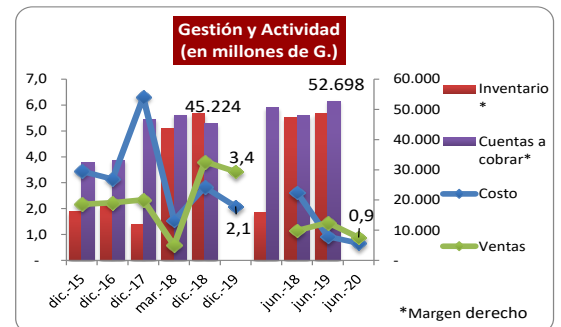
Menor nivel de ventas debido a la coyuntura económica ha incidido sobre los indicadores de gestión y actividad

Durante el periodo 2019, el mercado doméstico nacional se ha visto afectado por una recesión económica que ha disminuido los niveles de consumo de las familias, afectando al comercio retail. Lo anterior ha incidido en la gestión y actividad de Sallustro, considerando los esfuerzos concentrados en disminuir los efectos de la fusión por absorción a Innovare, que, si bien representa una acción de eficiencia, ha demandado costos de adaptación y la necesidad de diluir los créditos vinculados del grupo dentro de un contexto de ralentización económica.

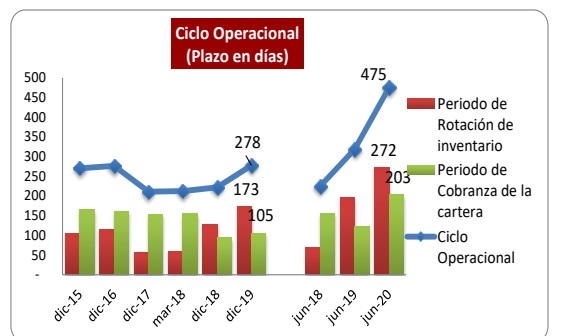
A lo anterior, se ha sumado la pandemia del Covid-19 a finales del primer trimestre del año 2020, situación que ha afectado tanto a los mercados mundiales como al nacional, así como también los efectos de las medidas restrictivas de circulación de personas dictadas por el Gobierno durante la cuarentena total. Posteriormente, otros factores externos como la devaluación de las monedas de los países fronterizos sumados al fortalecimiento de la divisa norteamericana frente a las otras, ha intensificado la entrada de mercaderías de contrabando y ha afectado fuertemente a la industria nacional, disminuyendo el comercio y aumentando los costos de las mercaderías importadas.

Todo lo mencionado, ha requerido cambios dinámicos en las estrategias y la operativa corriente de Sallustro, de manera a dar continuidad al negocio dentro de una incertidumbre sanitaria – económica. Dentro de los mismos se encuentran nuevas unidades de negocio, canales de ventas, su plataforma e-commerce, además de las inversiones en tecnología, lo que a su vez les ha permitido generar más información de manera a conocer la demanda actual de los consumidores en los diferentes productos (ropas, zapatos, accesorios) que comercializa la empresa.

Al respecto, al corte analizado, Sallustro ha registrado una menor performance en su actividad comercial en términos consolidados, en donde el nivel de ventas totales ha alcanzado un valor de G. 46.679 millones, un 33% inferior al mismo corte de junio de 2019. Por otro lado, la cartera total de créditos de la compañía ha ascendido a G. 55.436 millones a junio 2020, lo cual representa una gran inmovilización teniendo en cuenta la variación negativa interanual (-33%) de las ventas, además del deterioro de la morosidad que afecta a los niveles de liquidez. Con todo, la rotación de cartera ha arrojado un indicador reducido de 0,9 veces, traducido en un periodo de cobranza de la cartera que ha alcanzado los 203 días (vs. 124 días un periodo anterior), expresando el plazo necesario para hacer efectivas sus operaciones.



Con relación a lo anterior, si bien el ciclo financiero del rubro retail (representaciones de marcas internacionales) tiene un ciclo de días más extenso que otras actividades, ya que considera la compra anticipada (entre seis y doce meses) de las colecciones con los proveedores, al corte analizado ha superado el promedio (entre 140 y 160 días) existente en condiciones favorables en la industria en general. Asimismo, el nivel de existencias de mercaderías ha alcanzado un saldo de G. 48.634 millones sin considerar las importaciones en curso, superior en 3% junio de 2018, exhibiendo un volumen considerable con menor rotación del mismo que ha incrementado el ciclo operacional de 318 días (2019) a 475 días (2020), lo cual refleja el desafío de una mayor rapidez en cuanto a la rotación de inventarios y cobro de créditos, que permitan reducir la incidencia de bienes de cambio dentro de su activo corriente, aumentar los recursos propios para el cumplimiento de sus obligaciones de manera holgada, y disminuir sus costos de financiamiento con terceros.



A pesar de que el costo de las mercaderías ha disminuido 26% interanualmente, los ingresos por ventas se han reducido en mayor proporción (-33%). Debido a ello, el índice de rotación de inventario ha registrado un valor de 0,7 veces, en comparación al valor registrado en junio de 2019, que ha sido de 0,9 veces, con lo cual, al corte analizado, el periodo de rotación de inventario ha pasado de 195 días a 272 días, su máximo valor durante todo su histórico analizado.

FLUJO DE CAJA. PERIODO OCT./DIC.2020 Y 2021-2025

La empresa ha realizado la actualización de las proyecciones de flujo de caja correspondiente al resto el ejercicio 2020 (oct./dic.) y de los periodos anuales 2021/2025, con unas expectativas de ingresos por ventas y cobranzas para el último

trimestre de G. 33.057 millones, creciendo con mayor fuerza en el último mes del año, pero registrando menores niveles que años anteriores teniendo en cuenta el menor escenario económico en los últimos meses a raíz de la pandemia COVID-19.

Con respecto a la evolución de las ventas y cobranzas, ha proyectado un crecimiento y un salto puntual del 40% con respecto al ejercicio 2020, proyección muy optimista considerando aún el complejo escenario en el sector consumo y una lenta recuperación de la actividad económica durante el próximo año, más teniendo en cuenta la incertidumbre actual respecto a la pandemia Covid-19. Para los siguientes años, ha previsto un aumento moderado del 2% para el 2022, para luego mantenerse durante los tres últimos años una evolución en el orden del 3% anual de aumento en las ventas.

En cuanto a los egresos, para lo que resta del 2020 se registra un aumento importante considerando los pagos previstos para los proveedores en setiembre del mismo año, teniendo en cuenta su vencimiento en el corto plazo, generando un ajustado calce debido a la poca realización de las ventas. Luego, han previsto una reducción en los próximos dos ejercicios, lo que permitiría registrar un crecimiento gradual del calce operativo en el periodo (2021-2025), escenario muy optimista y dependiente de la realización de los créditos, aumento de ventas y una contención en los costos, sobre todo considerando el deterioro de créditos y la elevada cartera incobrable.

Por su parte, en cuanto al flujo financiero, el mismo expone un resultado negativo para la proyección del total de actividades del último trimestre del 2020, debido a que no se han considerado ingresos de nuevos préstamos financieros en el corto plazo para dar cobertura parcial al descalce operativo durante el ejercicio, complementado sólo por los G. 10.000 millones de la emisión pendiente (serie 3) de bonos bajo el Programa de Emisión Global G2, con los que la empresa prevé la sustitución gradual de deudas bancarias de corto plazo. Para los periodos posteriores, solo se prevén aumentos en los ingresos por préstamos bancarios y nuevas emisiones de bonos en el 2021 y 2024, impactando negativamente en el flujo el pago del capital e intereses de los préstamos que fueron reestructurados al pasivo no corriente y bonos que poseen vencimientos en dichos periodos, por lo que ambas situaciones repercuten en un flujo financiero negativo para últimos cuatro ejercicios proyectados.

Cabe destacar que se prevén inversiones en mejoras de las tiendas, que se encuentran en línea con la decisión estratégica de unir casi todas sus marcas bajo la identidad Sallustro, con el objetivo de reducir costos de alquileres, logística y personal. Así también, la entidad posee un gradual crecimiento correspondiente a las nuevas marcas con las que opera desde el ejercicio analizado.

Por último, la empresa ha considerado un saldo inicial de Bancos (G. 7.244 millones) correspondiente al cierre de setiembre 2020, previendo la cancelación de la última serie de la emisión del PEG G1 (ex Innovare). Con todo, el flujo de caja para el presente ejercicio y para los próximos, se encuentran altamente relacionado a las ventas y cobranzas, por lo que la continuidad del menor escenario económico actual conllevaría un continuo estrés en el flujo de caja. En este sentido, Solventa considera que menores ventas podrían contemplar un descalce al cierre del presente ejercicio, en caso de no obtener mayores ingresos operativos y financieros. Es decir, bajo un escenario de estrés, en caso no de poder emitir y colocar el saldo de G. 10.000 millones durante el presente ejercicio, cerraría el año con un saldo negativo de G. 4.818 millones, sobre todo considerando los importantes compromisos calendarizados por gastos operativos y obligaciones financieras.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO DE SALLUSTRO & CÍA.						
En millones de G.						
RUBROS	2020 (*)	2021	2022	2023	2024	2025
Cobros a Clientes	33.057	155.221	157.996	163.009	167.899	172.936
Otros Ingresos Operativos	-	6.700	8.375	10.050	10.151	10.252
INGRESOS OPERATIVOS	33.057	161.921	166.371	173.059	178.050	183.188
Pago a Proveedores	18.104	68.381	64.411	66.478	69.460	70.766
Gastos Operativos	13.095	46.917	47.856	49.291	50.277	51.283
EGRESOS OPERATIVOS	31.199	115.298	112.267	115.769	119.737	122.049
FLUJO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	1.858	46.623	54.104	57.290	58.313	61.139
Inversiones	269	2.243	2.467	2.714	2.985	3.284
FLUJO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (3)	269	2.243	2.467	2.714	2.985	3.284
Ingresos por préstamos	-	6.000	-	-	-	-
Otros Ingresos Financieros	288	1.154	1.154	1.442	13.946	-
Ingresos por emisión de bonos	10.000	1.500	-	-	10.000	-
INGRESOS FINANCIEROS	10.288	8.654	1.154	1.442	23.946	-
Egresos por pago de préstamos	10.213	44.677	24.872	6.797	-	-
Egresos por pagos de bonos	3.726	3.743	13.757	12.528	1.250	11.337
EGRESOS FINANCIEROS	13.939	48.420	38.629	19.325	1.250	11.337
CALCE FINANCIERO (4)	- 3.651	- 39.766	- 37.475	- 17.883	- 22.696	- 11.337
SALDO INICIAL	7.244	5.182	9.796	23.958	60.651	138.675
INCREMENTO ANUAL	- 2.062	4.614	14.162	36.693	78.024	46.518
SALDO FINAL	5.182	9.796	23.958	60.651	138.675	185.193

Nota: (*) Corresponde a los últimos tres meses del ejercicio 2020

SALLUSTRO & CÍA. S.A.									
Resumen Estadístico de la Situación Patrimonial, Económico-Financiera									
(En millones de guaraníes, números de veces y porcentaje)									
BALANCE GENERAL	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-18	jun-19	jun-20	Variación (%)
Disponibilidades	2.378	2.894	5.741	9.849	11.965	2.832	9.171	3.084	-66,4%
Créditos CP	30.553	30.925	43.107	28.397	29.147	47.457	28.555	37.149	30,1%
Inventarios	16.199	18.074	12.070	43.690	48.661	15.731	47.271	48.634	2,9%
Importaciones en Curso	0	3.474	221	7.957	7.388	2.533	9.904	13.607	37,4%
Anticipos y Gastos Pagados por Adel.	22.022	11.657	5.466	5.429	9.254	6.648	10.093	20.390	102,0%
Activo Corriente	71.151	67.024	66.604	95.322	109.877	75.201	104.993	126.504	20,5%
Créditos LP	2.521	2.991	3.607	20.285	17.692	3.762	21.286	18.288	-14,1%
Inversiones	0	0	0	6.972	13.001	0	418	13.001	3010,1%
Propiedad, Planta y Equipos	2.190	5.256	7.046	15.881	35.531	6.778	15.968	35.239	120,7%
Activos Intangibles	397	361	222	2.386	3.536	386	2.163	3.607	66,8%
Activo No Corriente	5.108	8.608	10.875	45.524	69.761	10.927	39.835	70.135	76,1%
Activo Total	76.260	75.632	77.479	140.846	179.638	86.128	144.828	196.640	35,8%
Cuentas a Pagar	16.006	25.166	19.603	30.209	28.825	27.307	36.337	47.626	31,1%
Préstamos Financieros CP	25.232	19.808	21.944	28.998	27.231	13.065	17.402	16.052	-7,8%
Bonos emitidos CP	2.545	1.563	0	7.053	12.818	0	6.828	5.869	-14,0%
Provisiones	495	1.410	1.602	3.156	1.946	1.847	2.482	2.151	-13,4%
Otros Pasivos	3.570	2.356	1.556	1.350	650	1.450	1.050	650	-38,1%
Pasivo Corriente	47.847	50.302	44.705	70.766	71.470	43.670	64.098	72.348	1,2%
Préstamos Financieros LP	4.573	2.747	4.604	3.932	16.350	10.211	16.038	34.483	115,0%
Bonos emitidos LP	1.563	0	0	13.085	20.267	0	13.085	20.373	55,7%
Otros Pasivos LP	0	0	280	775	840	730	806	887	10,0%
Pasivo No Corriente	6.136	2.747	4.884	17.792	37.457	10.941	29.928	55.744	86,3%
Pasivo Total	53.984	53.050	49.589	88.558	108.927	54.611	94.026	128.091	36,2%
Capital	19.274	19.274	19.274	31.998	64.109	19.274	31.998	64.109	100,4%
Reservas	534	3.099	3.799	14.027	5.089	7.926	19.289	6.601	-65,8%
Resultados Acumulados	0	0	0	0	0	0	467	0	---
Patrimonio Neto	22.276	22.583	27.890	52.288	70.711	31.517	50.801	68.548	34,9%
ESTADO DE RESULTADOS									
Ventas	70.370	73.850	109.415	183.603	155.161	58.264	69.805	46.679	-33%
Costo de Mercaderías	55.853	56.707	76.074	123.490	101.357	41.265	43.692	32.212	-26%
Margen Bruto	14.518	17.143	33.341	60.113	53.804	16.999	26.113	14.467	-45%
Otros Ingresos Operativos	13.565	8.822	5.193	11.310	12.194	2.587	1.771	5.861	231%
Resultado Bruto	28.083	25.965	38.534	71.423	65.998	19.586	27.884	20.328	-27%
Gastos Administrativos	4.229	3.835	4.019	8.939	13.828	2.978	4.735	4.347	-8%
Gastos de Venta	11.797	11.577	21.245	38.944	36.896	9.049	19.511	11.451	-41%
Gastos Operativos	16.026	15.412	25.265	47.883	50.724	12.027	24.247	15.798	-35%
EBITDA	12.057	10.553	13.269	23.541	15.274	7.559	3.637	4.530	25%
Depreciaciones y Amortizaciones	659	751	1.127	4.114	0	711	1.806	711	-61%
EBIT	11.398	9.802	12.142	19.427	15.274	6.848	1.832	3.819	108%
Gastos Financieros	3.709	4.532	3.777	7.133	13.222	1.549	3.026	4.627	53%
Pérdida por Diferencia de Cambio	4.745	4.960	2.587	4.584	0	981	242	-1.354	-661%
Resultado Operativo y Financiero	2.944	310	5.778	7.710	2.052	4.318	(953)	(2.162)	-327%
Ingresos (Egresos) No Operativos	66	-	51	48	113	-	-	-	---
Resultado del Ejercicio	2.468	209	4.817	6.262	1.512	4.318	(953)	(2.162)	127%
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS									
SOLVENCIA Y LEVERAGE									Diferencia
Apalancamiento	2,4	2,3	1,8	1,7	1,5	1,7	1,9	1,9	0,02
Cobertura de Gastos Financieros	3,3	2,3	3,5	3,3	1,2	4,9	1,2	1,0	-0,22
Capacidad de Cobertura de Pasivo*	4,5	5,0	3,7	3,8	7,1	3,6	12,9	14,1	1,21
GESTIÓN									
Periodo de Rotación de Inventario (días)	104	115	57	127	173	69	195	272	77
Periodo de Rotación de Cartera (días)	166	162	154	94	105	156	124	203	79
Ciclo Operacional (días)	270	276	211	222	278	225	318	475	157
RENTABILIDAD									
Rentabilidad del Activo (ROA)*	3,8%	0,4%	7,2%	5,3%	1,2%	10,0%	-1,3%	-2,2%	-0,9%
Rentabilidad del Capital (ROE)*	14,5%	1,3%	24,2%	16,1%	3,0%	31,7%	-3,7%	-6,1%	-2,4%
Margen Bruto	20,6%	23,2%	30,5%	32,7%	34,7%	29,2%	37,4%	31,0%	-6,4%
Eficiencia Operativa	110,4%	89,9%	75,8%	79,7%	94,3%	70,8%	92,9%	109,2%	16,3%
Margen Operativo (EBIT)	16,2%	13,3%	11,1%	10,6%	9,8%	11,8%	2,6%	8,2%	5,6%
LIQUIDEZ									
Liquidez General	1,5	1,3	1,5	1,3	1,5	1,7	1,6	1,7	0,11
Prueba Ácida	1,1	1,0	1,2	0,7	0,9	1,4	0,9	1,1	0,18
Dependencia de Inventario	1,3	1,3	0,6	1,2	1,1	0,0	1,0	0,8	-0,14
Capital de Trabajo	23.304	16.722	21.899	24.555	38.407	31.532	40.895	54.157	13.262

Fuente: Estados Contables anuales de 2015/2019 y trimestrales de junio de 2018/2019/2020.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2

Sallustro y Cía. S.A. ha aprobado la emisión de títulos de deuda bajo el Programa de Emisión Global G2 de acuerdo con lo establecido en la sesión de Directorio N° 265, de fecha 1 de julio del 2019. El monto máximo establecido dentro de dicho programa es de G. 30.000 millones, así como un plazo de vencimiento dentro de un rango de 365 días a 2.555 días.

El programa será emitido en series, con términos y condiciones individuales que estarán definidos en los prospectos complementarios, como las tasas de intereses, pagos de capital más intereses, entre otros. El destino de los fondos comprende entre un mínimo de 45% y un máximo de 55% para la expansión de la empresa, incluyendo, pero no limitando, apertura y ampliación de tiendas o depósitos existentes y compra de mercaderías, y el porcentaje restante dentro del mismo rango para la sustitución de deuda a corto plazo. El referido programa no considera la posibilidad de rescate anticipado y no cuenta con resguardos ni garantías especiales.

Cabe señalar que, el monto total a emitir de G. 30.000 millones sumado al saldo vigente a la fecha del programa G1, no supera el 100% del Patrimonio Neto, cuyo valor asciende a G. 68.548 millones, siendo la relación entre los mismos es del 38% al cierre de junio de 2020.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2		
Características	Detalle	
EMISOR	SALLUSTRO & Cia S.A.	
ACTA DE APROBACION DEL DIRECTORIO	N° 265, de fecha 1 de julio de 2019	
DENOMINACION DEL PROGRAMA	G2	
MONEDA Y MONTO DEL PROGRAMA	Gs. 30.000.000.000	
MONEDA Y MONTO COLOCADO	Gs. 20.000.000.000	
MONEDA Y SALDO A EMITIR	Gs. 10.000.000.000	
	Emisiones	Monto
Serie 1	Gs. 10.000.000.000	17/10/2022
Serie 2	Gs. 10.000.000.000	07/12/2023
PLAZOS DE VENCIMIENTO	Se podran emitir con plazos de 365 dias a 2.555 dias (entre 1 y 7 años)	
DESTINO DE FONDOS	Para expansión de la empresa, incluyendo pero no limitando, la apertura de tiendas, ampliación de tiendas o depósitos ya existentes y compra de mercaderías; como también para sustitución de deuda de corto plazo.	
RESCATE ANTICIPADO	Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 1013/11	
GARANTIA	Común	
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Regional Casa de Bolsa S.A.	
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Regional Casa de Bolsa S.A.	

Fuente: Prospecto del Programa de Emision Global G2

RESUMEN DE EMISIONES EMITIDAS Y COLOCADAS

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

Asimismo, en julio/2019 la entidad ha emitido nuevamente títulos de deuda bajo el Programa de Emision Global G2. El monto máximo establecido dentro de dicho programa es de G. 30.000 millones (quedando pendiente de colocación G. 10.000 millones), con plazos de vencimiento dentro de un rango de 365 días a 2.555 días.

En este sentido, cabe resaltar que, en lo que resta del ejercicio 2020, se tiene previsto el vencimiento de la serie N° 6 (dic./20) del PEG G1 por un total de G. 3.000 millones, mientras que, para el largo plazo (2022 y 2023), se registran vencimientos trimestrales de las series N° 1 y 2 de G. 10.000 millones respectivamente del PEG G2, con tasas de intereses del 12% y 13%.

ESTADO DE EMISIONES PENDIENTES DE SALLUSTRO & CIA S.A.						
(al 30 de junio de 2020)						
Sistema de Negociacion	Series	Colocaciones	Vigente	Period. Interés	Vencimiento	Estado
G1	6	3.000.000.000	3.000.000.000	Trimestral vencido	17/12/2020	Pendiente
G2	1	10.000.000.000	10.000.000.000	Trimestral vencido	17/10/2022	Pendiente
G2	2	10.000.000.000	10.000.000.000	Trimestral vencido	07/12/2023	Pendiente
TOTAL VIGENTE		23.000.000.000	23.000.000.000			

ANEXO I

NOTA: El Informe ha sido preparado con base a los Estados Financieros anuales correspondientes a los periodos 2015/2019 y trimestrales de los cortes de junio de 2018/2020, así como sobre el flujo de caja proyectado, además de otras informaciones relacionadas a la estructura de la emisión, que permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, así como de los antecedentes e informaciones cualitativas relacionadas a la gestión de la emisora, siendo representativas y suficientes para la evaluación de la emisión.

La emisión prevista de bonos bajo el Programa de Emisión Global G2 de Sallustro & Cía. S.A. se ha sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud con lo que establece la Ley N° 3899/09 y Resolución CG CNV N° 6/19 de la Comisión Nacional de Valores, así como de los procedimientos normales de calificación.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados Contables y Financieros anuales y trimestrales que abarcan los periodos 2015/2019 y trimestrales de los cortes de junio 2018, 2019 y 2020.
2. Estados contables trimestrales de septiembre de 2020.
3. Política Comercial y canales de negocios, así como la comercialización de una amplia variedad de marcas.
4. Composición total de la cartera de créditos por tipo de clientes y productos, con fecha de emisión y vencimiento al corte de junio de 2020.
5. Estructura de Financiamiento, con detalles de sus pasivos.
6. Composición y participación accionaria de la Emisora, y grado 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. Prospecto del Programa de Emisión Global G2.
10. Flujo de Caja Proyectado para los Periodo Oct.2020-2025.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados financieros históricos, con el propósito de evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. Canales de distribución y comercialización por tipo de marcas.
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de sus desempeños, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
6. Entorno económico y del segmento de mercado.
7. Análisis de las características de la emisión de bonos, y valoración de los eventuales resguardos y garantías.
8. Flujo de caja proyectado coincidente con los tiempos de emisión, a fin de evaluar la calidad de sus proyecciones y el escenario previsto para los próximos años.

LIMITANTES DEL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

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

Publicación de la calificación de riesgos del Programa de Emisión Global G2 de **SALLUSTRO & CÍA. S.A.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV CG N° 6/19.

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª CALIFICACIÓN	FECHA DE 1ª ACTUALIZACIÓN
	SET./2019	AGO./2020
P.E.G. G2	pyBB+	pyBB+
TENDENCIA	FUERTE (+)	SENSIBLE (-)

Fecha de 2ª actualización: 13 de noviembre de 2020.

Fecha de publicación: 17 de noviembre de 2020.

Corte de calificación: 30 de junio de 2020.

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

Calificadora: **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**
 Edificio San Bernardo 2º Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |
 Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@solventa.com.py

SALLUSTRO & CÍA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G2	pyBB	ESTABLE
<p>Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.</p> <p>Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

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

El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la 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 CNV CG N° 6/19 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Más información sobre el proceso de esta calificación en:

www.solventa.com.py

Elaborado por:

Econ. María Inés Álvarez
Analista de Riesgos