

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte: 31 de MARZO 2017

**BLUE DESIGN S.A.E.**

Programa de Emisión Global PEG USD1			
Calificación anterior (*)		Actualización	
Fecha de corte:	31/Dic/2016	Fecha de corte:	31/Mar/2017
Calificación:	pyE	Calificación:	pyBB-
Tendencia:	--	Tendencia:	Sensible (-)

(\*) Calificación emitida por CARE Calificadora de Riesgo S.R.L. en fecha 01/Jun/17.

Calificación	Definición de Categoría (Resolución CNV N° 1.241/09)
<b>pyBB-</b>	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.

***“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor.”***

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

La calificación asignada al Programa de Emisión Global (PEG) USD1 se sustenta en los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo del emisor:

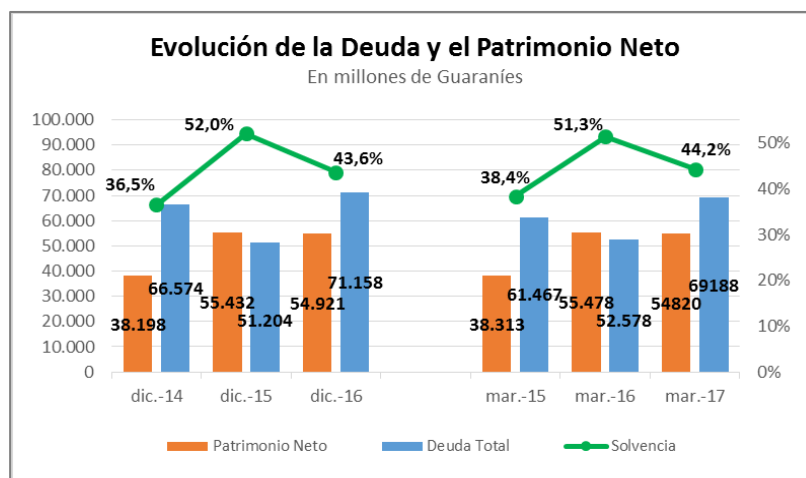
Fortalezas	Debilidades
Buen nivel de solvencia patrimonial.	Aumento de los niveles de endeudamiento y apalancamiento.
Buen nivel de liquidez con adecuado calce financiero.	Disminución de los márgenes de rentabilidad.
Moderna planta industrial con maquinarias y tecnología de punta.	Aumento de mercaderías con disminución de la rotación de inventarios.
Adecuada estructura operacional con aumento de capacidad productiva.	Disminución de la cobertura de obligaciones y gastos financieros.
Desregulaciones regionales con apertura de nuevos mercados.	Alta dependencia de las regulaciones impositivas y de comercio exterior, así como de las coyunturas de los mercados de la región.

La **Tendencia Sensible** refleja las expectativas desfavorables sobre la situación general de BLUE DESIGN S.A.E., considerando el desmejoramiento de los indicadores de endeudamiento y rentabilidad de la empresa, durante el año 2016 y el primer trimestre del año 2017.

RISK MÉTRICA considera que BLUE DESIGN posee una adecuada solvencia patrimonial, producto de constantes aportes de capital de sus principales accionistas. Asimismo, posee adecuados indicadores de liquidez y de capital de trabajo, aunque la mayor parte de esta liquidez está compuesta por los inventarios. Sin embargo, su endeudamiento y apalancamiento han aumentado a niveles que, aunque son todavía razonables para la industria, han presionado sobre la generación de utilidades netas, con la consecuente realización de pérdidas a Diciembre 2016 y a Marzo 2017, por Gs. 2.844 millones y Gs. 101 millones respectivamente.

Durante los últimos años, BLUE DESIGN se ha enfocado en alcanzar una madurez fabril, luego de pasar por varias etapas de ajuste y consolidación. Hasta el año 2013 la empresa funcionaba en una pequeña estación industrial, tercerizando la mayor parte de sus operaciones. En el año 2013 se mudaron a la nueva planta industrial con maquinarias y layouts de punta, única en el rubro con sustentabilidad ecológica, lo cual le valió la Certificación Internacional LEED (Leadership in Energy and Environmental Design).

A partir de la instalación de la nueva fábrica en 2013, BLUE DESIGN se enfocó en aumentar la producción con la consecución de nuevos contratos de exportación, para lo cual requirió mayor inversión y mayor capital operativo, lo que generó un aumento del endeudamiento. Las inversiones y el aumento de los activos totales, fueron financiados principalmente por deuda bancaria, y a finales del año 2015 se incorporó la deuda bursátil con la primera emisión de Bonos. Este mayor endeudamiento hizo que los márgenes de rentabilidad se resintieran, debido principalmente al aumento de los gastos financieros.

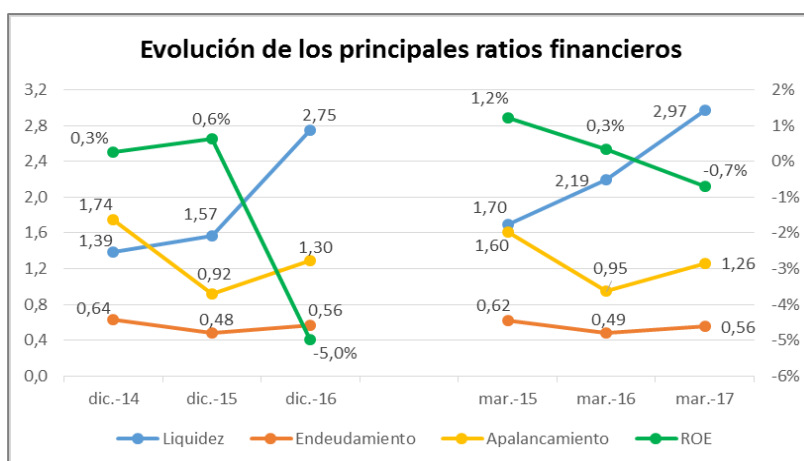


BLUE DESIGN se encuentra en una etapa de ajustes operativos y administrativos. Se han realizado reestructuraciones a nivel operacional, con el objetivo de solucionar las ineficiencias que hicieron que la fábrica no responda como se esperaba durante los últimos años, considerando los altos costos operacionales y la baja rotación de inventarios. Asimismo, otro factor que influyó sobre los niveles de eficiencia operacional, fue el incremento de los costos por depreciaciones, como resultado del aumento de las inversiones en activos fijos.

Esta debilidad operativa y financiera, fue exacerbada por la coyuntura económica de la región (Mercosur), donde se encuentra el principal mercado de BLUE DESIGN, en especial por la devaluación del Real Brasileiro en el 2015, lo que conllevó a la cancelación de importantes contratos con clientes del Brasil.

Además, la restricción arancelaria en Argentina limitó las posibilidades de exportación a clientes de ese país, lo que complicó la tarea de sostener la producción y las ventas. Sin embargo, estas externalidades negativas comenzaron a revertirse a finales del 2016, en especial con el cambio de Gobierno en Argentina, ya que se fueron implementando desregulaciones al comercio exterior, lo que hizo que se incrementen los cupos para las importaciones en ese país.

Actualmente, el mercado de BLUE DESIGN está compuesto por Argentina en un 80%, aunque se espera que las exportaciones al Brasil aumenten a partir del 2017, gracias a nuevos contratos con marcas importantes de ese país como Hering, entre otras. Asimismo, se espera una mayor diversificación extra Mercosur hacia Chile, Perú y México, gracias a nuevos contratos con firmas renombradas como VF, siendo ésta la empresa de indumentarias más grande del mundo, dueña de las marcas Wrangler, Lee y North Face entre otras. Todo esto ha generado un clima comercial muy positivo, que podrá ser aprovechado para incrementar la producción y las ventas.

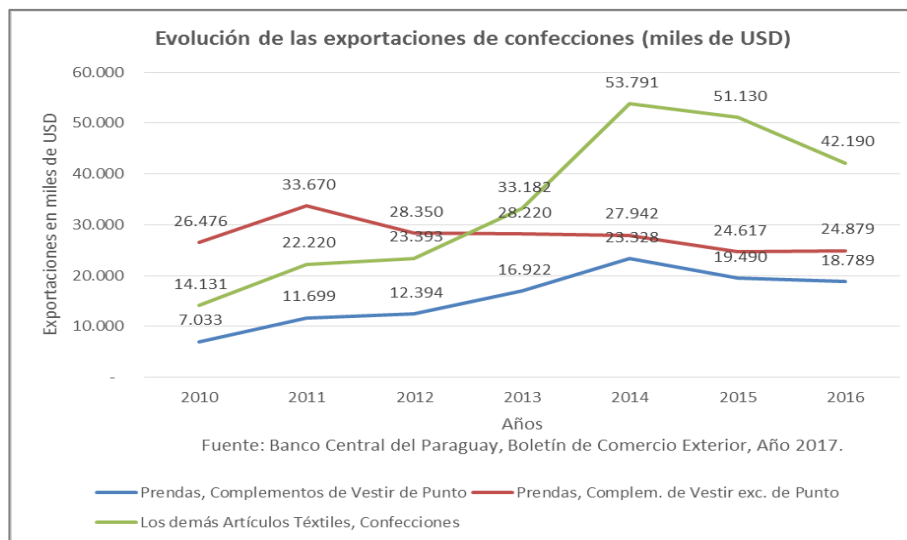


El principal desafío de BLUE DESIGN para el 2017, es disminuir el endeudamiento y reforzar el capital operativo con nuevos aportes de los socios, a fin de mejorar los ratios de endeudamiento y apalancamiento, al mismo tiempo de alinear la estructura operacional de la fábrica, para aumentar la eficiencia y la productividad, con el objetivo final de revertir las pérdidas y mejorar los márgenes de rentabilidad.

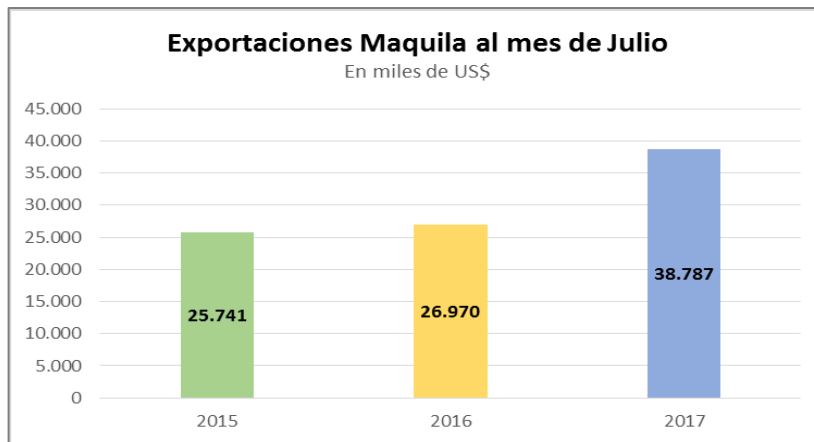
*Los ajustes que se están realizando en la estructura operativa y administrativa, junto con las medidas financieras que se vayan tomando durante el 2017, podrían generar una mejoría en los principales indicadores de desempeño económico y financiero. Sin embargo, a Marzo 2017 las expectativas de corto plazo son todavía desfavorables, debido al debilitamiento de la situación general de la empresa.*

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

Las exportaciones de confecciones se han multiplicado por 3 en los últimos 6 años, desde USD 14 millones a más de USD 42 millones. Es un sector muy competitivo de exportación, que tiene un gran potencial de seguir creciendo en los próximos años, dados los costos de producción que son comparativos muy bajos en el Paraguay.



Las industrias maquiladoras de exportación de confecciones tienen un escenario positivo para la continuidad de su desarrollo en los próximos años, dada la demanda creciente de prendas, así como también el mantenimiento de costos laborales, energéticos y de plantas industriales, comparativamente bajos en el Paraguay. El año 2017 es muy favorable para las exportaciones vía maquila, ya que al mes de Julio han aumentado 43,8% con respecto a Julio 2016. El rubro de Confecciones y Textiles ocupa el 2° lugar con el 30% de las exportaciones totales, seguido del rubro Autopartes que ocupa el 40%.



Fuente: Ministerio de Industria y Comercio

## **CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA**

### **PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN**

BLUE DESIGN inició sus operaciones en el año 1.999. La sociedad tiene como actividad principal la producción, industrialización, comercialización y transformación de materias primas, insumos fabricación y/o la elaboración de prendas de vestir, así como aquellas actividades directa y/o indirectamente relacionadas con éstas. Sus oficinas centrales así como la fábrica se encuentran ubicados en la ciudad de San Lorenzo.

En el año 2.009 la sociedad suscribió un contrato de suministro bajo sistema de maquila de exportación entre Blue Design Holding Inc. y Blue Design S.A., consideradas como Matriz y Maquiladora respectivamente. La Matriz proporciona los insumos, las materias primas y la asistencia técnica, mientras que la Maquiladora elabora y vende los productos terminados. A finales del año 2014 la empresa se convirtió en S.A.E. con el fin de flexibilizar su estructura de fondeo. El capital social e integrado fue de Gs. 44.496 millones a Marzo 2017.

Su principal accionista y CEO es el Sr. Jorge Bunchicoff, quien posee el 25% de las acciones a título personal y el otro 25% a través de la empresa Blondies S.A. de la cual también es el Presidente del Directorio. El otro 50% del capital pertenece a la firma Zelinger Internacional S.A.. La conducción estratégica del negocio así como la dirección ejecutiva están a cargo del Sr. Bunchicoff, lo cual genera dependencia y concentración en la toma de decisiones, aunque la administración se desarrolla en adecuado ambiente de gobierno corporativo, a través de una profesional estructura organizacional.

La Estructura organizacional y administrativa está compuesta por 3 Gerencias principales, que dependen directamente del CEO. Estas Gerencias son la Comercial, de Operaciones y de Administración y Finanzas, las cuales tienen a su cargo la funcionalidad operativa de la empresa. A Marzo 2017 la fábrica contaba con 505 empleados entre funcionarios administrativos y obreros.

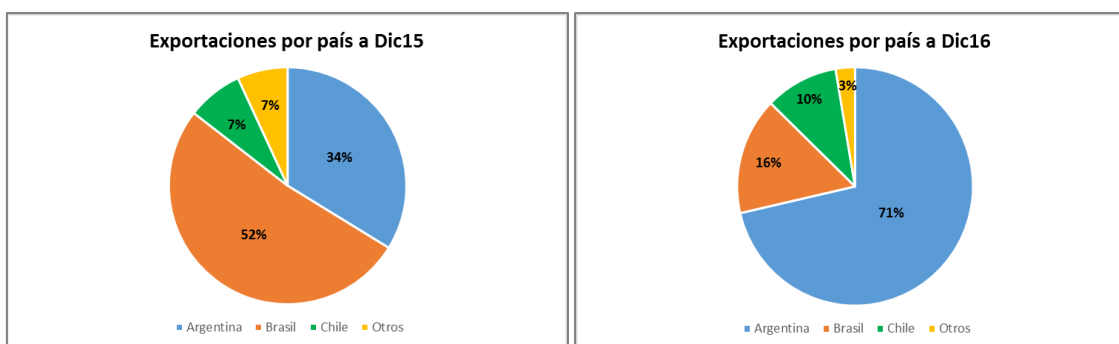
Accionistas	Clase	Cantidad de Acciones	Valor de Acciones	% Particip. en capital
Jorge Bunchicoff	A	11.124	11.124.000.000	25,00%
Blondies S.A.	A	11.124	11.124.000.000	25,00%
Zelinger Internacional S.A.	B	22.248	22.248.000.000	50,00%
<b>TOTAL</b>		<b>44.496</b>	<b>44.496.000.000</b>	<b>100,00%</b>

Uno de los principales desafíos de BLUE DESIGN para el 2017 es incorporar Manuales de Procesos y Políticas, así como también crear Comités que faciliten la toma de decisiones oportunas, a fin de formalizar la gestión y generar un mejor ambiente de gobierno corporativo, con una cultura de calidad y control de riesgos.

### MODELO DE NEGOCIO

BLUE DESIGN es una empresa maquiladora, dedicada al diseño y producción de colecciones completas de jeans y gabardinas. Sus productos son de alta calidad dirigidos mayormente al mercado de la moda de alta costura. Además fabrican prendas intermedias para satisfacer la demanda del mercado masivo de commodities. Su negocio se basa en una relación de alta fidelidad con sus clientes, ya que la calidad de los productos es la principal característica de este segmento del mercado.

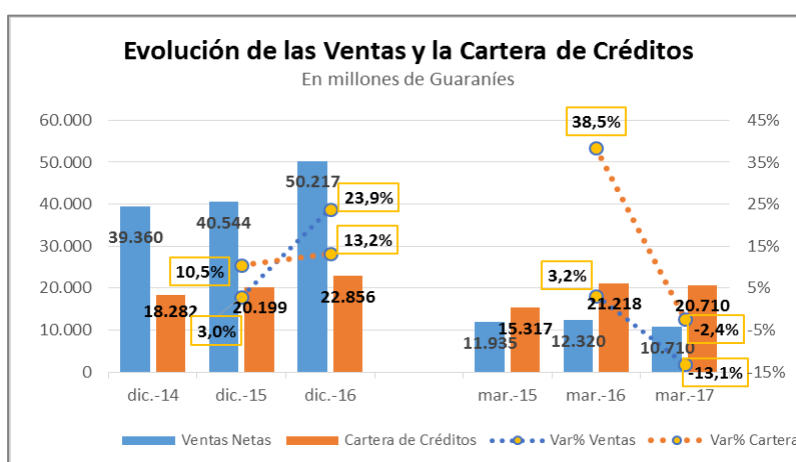
Como resultado de la diversificación hacia nuevos clientes con nuevos productos, y debido al levantamiento de las restricciones de importaciones en Argentina, las exportaciones de BLUE DESIGN han migrado en el 2016 hacia una mayor participación de ese país, subiendo de 34% en Dic15 a 71% en Dic16. Las exportaciones totales en el 2015 fueron de US\$ 6,5 millones, ocupando Brasil el 52% con US\$ 3,4 millones y Argentina el 34% con US\$ 2,2 millones. En el 2016 las exportaciones totales fueron de US\$ 7 millones, ocupando Argentina el 71% con US\$ 4,9 millones y Brasil el 16% con US\$ 1,1 millones.



El Plan Estratégico para el 2017 está basado en consolidar la marca y ampliar la gama de productos, mediante la búsqueda de nuevos mercados con nuevos clientes, lo cual permitirá seguir creciendo con una mayor diversificación. Las exportaciones totales a Marzo 2017 fueron de US\$ 1,7 millones y a Junio 2017 fueron de US\$ 3,9 millones,

ocupando el mercado argentino siempre la mayor participación con 70%. Las principales marcas a las cuales exporta BLUE DESIGN son Wrangler, Lee, Vitamina, Jazmin Chebar, Portsaid, Martina Di Trento, Mistral, entre otras.

Asimismo, las Ventas Netas aumentaron 23,9% en el 2016, de Gs. 40.544 millones en Dic15 a Gs. 50.217 millones en Dic16. Sin embargo, el primer trimestre del 2017 las ventas disminuyeron 13,1% con respecto al primer trimestre del 2016, de Gs. 12.320 millones en Mar16 a Gs. 10.710 millones en Mar17. La Cartera de Créditos aumentó 13,2% en el 2016 de Gs. 20.199 millones en Dic15 a Gs. 22.856 millones en Dic16, mientras que disminuyó 2,4% en el primer trimestre del 2017 comparado con el primer trimestre del 2016, de Gs. 21.218 millones en Mar16 a Gs. 20.710 millones en Mar17.



## ESTRUCTURA OPERACIONAL

BLUE DESIGN se encuentra en una etapa de ajustes operativos y administrativos. Se ha realizado una actualización del Sistema Informático con apoyo de consultorías externas. Asimismo, se ha contratado una Ing. Informática experta en SAP Business 1. Se espera que estas medidas contribuyan a mejorar la estructura operacional, a fin de aumentar la eficiencia y solucionar los problemas recientes, que generaron demoras en la registración y presentación de datos e informes actualizados.

Con respecto a la actividad industrial, en Octubre 2016 se implementó una nueva tecnología para incrementar la capacidad productiva, con el objetivo de aumentar la producción de prendas semanales de 18.000 a 25.000 unidades, de tal forma a cumplir con la demanda de sus productos. Se ha contratado un técnico de México experto en este tipo de industrias, a fin de acompañar la implementación y buscar que se cumplan los resultados esperados. Asimismo, se ha reforzado el Dpto. de Ingeniería con 3 nuevos técnicos paraguayos.

La fábrica está diseñada para la elaboración y producción de 1 millón de prendas al año, con una facturación de US\$ 15 millones. Actualmente, la planta industrial cuenta con

sustentabilidad ecológica única en su tipo en la región. Asimismo, la fábrica cuenta con 9 homologaciones internacionales, lo cual hace posible que sus productos reúnan los requisitos de calidad, para poder exportar a diferentes clientes en distintos países de América, incluyendo EE.UU. y Canadá.

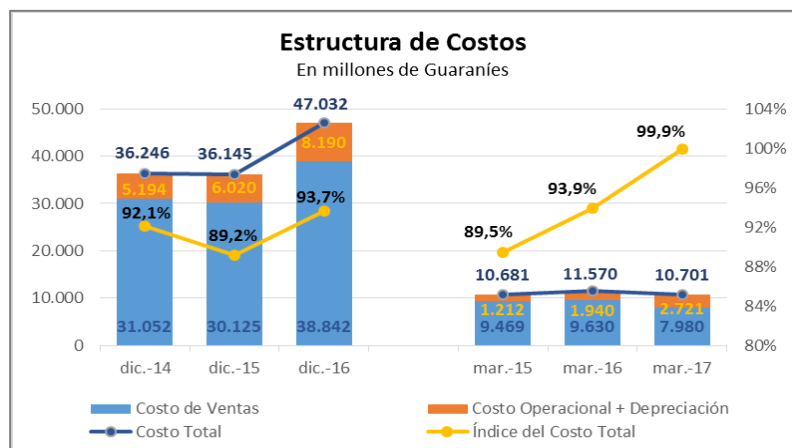
Una de las ventajas de BLUE DESIGN ha sido el bajo costo relativo de producción, el cual se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años. Sin embargo, la estructura operacional ha crecido para sustentar el incremento de 23,9% de las Ventas durante el 2016, lo cual ha generado un aumento tanto en los costos de las mercaderías como en los costos operacionales de la fábrica. *El principal desafío en esta área del negocio para el 2017 es optimizar la estructura operacional, en la medida que se incrementa la capacidad productiva, aumentando los niveles de eficiencia operativa.*

## ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

### GESTIÓN y EFICIENCIA OPERATIVA

La estructura operacional que sustenta la producción de la fábrica, se ha vuelto menos eficiente durante del 2016. El Índice de Costo Operacional, medido en términos de los gastos operacionales totales incluyendo las depreciaciones con respecto a las ventas totales, ha aumentado de 14,8% en Dic15 a 16,3% en Dic16. Igualmente, la participación de los costos de ventas ha aumentado de 74,3% en Dic15 a 77,3% en Dic16

Por tanto, el índice de costos totales de producción ha aumentado de 89,2% en Dic15 a 93,7% en Dic16. Los costos totales aumentaron 30,1% en el 2016, de Gs. 36.145 millones en Dic15 a Gs. 47.032 millones en Dic16. Esto se debió principalmente al aumento de los costos de las mercaderías y al aumento de las depreciaciones de los activos fijos.



A Marzo 2017 el Índice de Costo Operacional ha aumentado a 25,4%, comparado con 15,7% a Marzo 2016. Asimismo, el Índice de Costo Total ha aumentado de 93,9% en Mar16 a 99,9% en Mar17, aunque el Costo Total disminuyó 7,5% de Gs. 11.570 millones en Mar16 a Gs. 10.701 millones en Mar17. Esto se debió a la disminución de las ventas



de 13,1% en el primer trimestre del 2017, con respecto al mismo periodo del año anterior. Los Gastos Administrativos aumentaron 15,7% en el 2016, de Gs. 4.581 millones en Dic15 a Gs. 5.302 millones en Dic16. Asimismo, los Gastos de Ventas aumentaron 21,1% de Gs. 960 millones en Dic15 a Gs. 1.163 millones en Dic16.

Por tanto, el Costo Operacional total aumentó 36% de Gs. 6.020 millones en Dic15 a Gs. 8.190 millones en Dic16. A Marzo 2017, los Gastos Administrativos aumentaron 58,7% de Gs. 1.253 millones en Mar16 a Gs. 1.989 millones en Mar17. Igualmente, el Costo Operacional total aumentó 40,3% de Gs. 1.940 millones en Mar16 a Gs. 2.721 millones en Mar17. Sin embargo, los Gastos de Ventas disminuyeron 25,8% de Gs. 256 millones en Mar16 a Gs. 190 millones en Mar17.



## CARTERA DE CRÉDITOS, INVENTARIOS y CICLO OPERACIONAL

La Cartera de Créditos de BLUE DESIGN está compuesta por las cuentas por cobrar de los clientes, quienes adquieren las prendas y realizan los pagos en plazos cortos de hasta 120 días. Por tanto, la gestión de crédito se limita al ciclo promedio de cobro, de acuerdo a los plazos contractuales establecidos para cada cliente. Por este motivo, la exposición al riesgo de crédito es mínima y está limitada por el giro propio del negocio, razón por la cual no se registra morosidad y no se aplican medidas de provisiones y otras políticas de incobrabilidad.

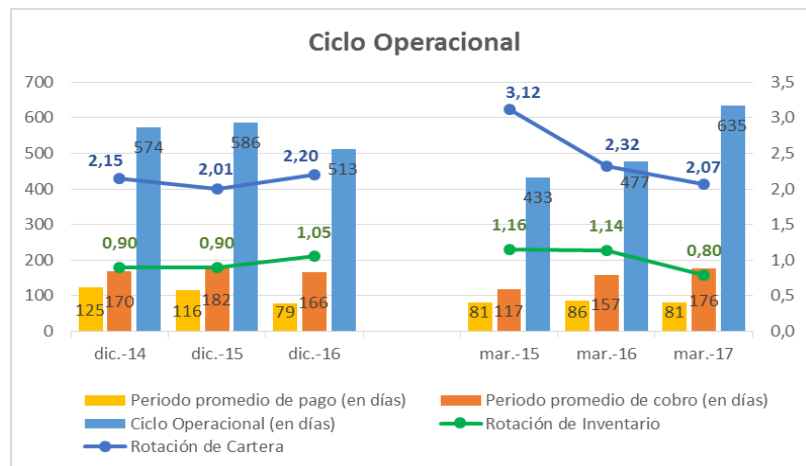
Las cuentas por cobrar de clientes a Marzo 2017 fueron de Gs. 20.710 millones, registrando una reducción del 9,4% con respecto al saldo de Gs. 22.856 millones a Diciembre 2016. El periodo promedio de cobro ha aumentado a 176 días en Mar17 con respecto a 166 días en Dic16. Esto se debió a la disminución del ciclo de rotación de cartera de 2,20 en Dic16 a 2,07 en Mar17.

Con respecto a los ciclos de actividad, la Rotación de Inventario aumentó en el 2016, de 0,90 en Dic15 a 1,05 en Dic16, mientras que la Rotación de Cartera también aumentó de 2,01 en Dic15 a 2,20 en Dic16, lo cual hizo que el Ciclo Operacional disminuya de 586

días en Dic15 a 513 días en Dic16. Esto se debió principalmente al aumento de las ventas en el 2016, aunque los Inventarios también aumentaron 10,5% de Gs. 33.382 millones en Dic15 a 36.889 millones en Dic16.

Sin embargo, a Marzo 2017 la Rotación de Inventario disminuyó a 0,8 debido a las menores ventas durante el primer trimestre del año 2017, con el consecuente incremento de los Inventarios a Gs. 40.125 millones, 8,8% superior al saldo registrado a fines del año 2016. Por este motivo, el ciclo operacional aumentó a 635 días a Marzo 2017.

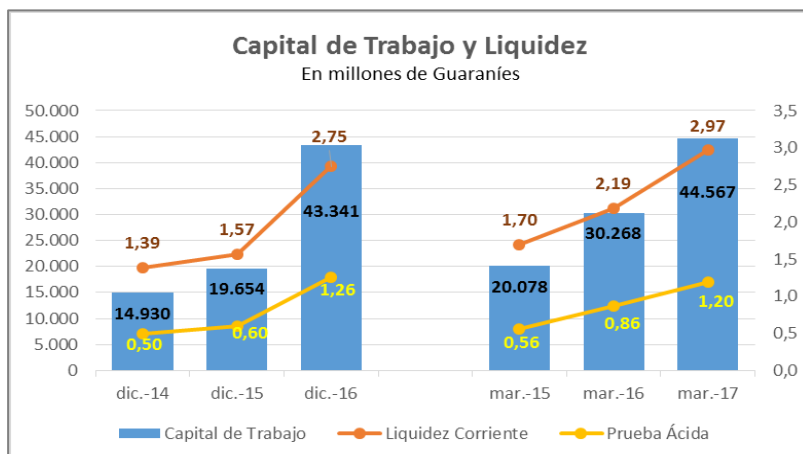
La Rotación de Activos Operacionales también registró un movimiento similar a la Rotación de Inventarios, subiendo de 0,39 en Dic15 a 0,45 en Dic16, con una disminución durante el primer trimestre del año 2017 llegando a 0,38 en Mar17. Esto se debió al aumento de los Activos Operacionales de Gs. 104.573 millones en Dic15 a Gs. 112.255 millones en Dic16. A Marzo 2017 los Activos Operacionales se mantuvieron en Gs. 112.534 millones.



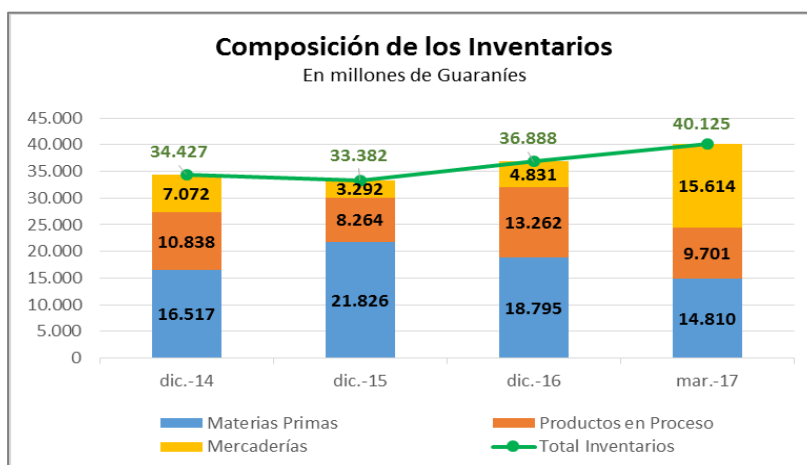
## LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

La Liquidez Corriente ha aumentado en el año 2016, subiendo de 1,57 en Dic15 a 2,75 en Dic16. Asimismo, a Marzo 2017 también aumentó la Liquidez Corriente a 2,97. La Prueba Ácida también registró una mejoría, subiendo de 0,60 en Dic15 a 1,26 en Dic16 y 1,20 en Mar17.

Asimismo, el Capital de Trabajo aumentó 120,5% en el 2016, de Gs. 19.654 millones en Dic15 a Gs. 43.341 en Dic16, llegando a Gs. 44.567 millones en Mar17. Por tanto, el Índice de Capital de Trabajo subió de 18,4% en Dic15 a 34,4% en Dic16 y 35,9% en Mar17. Esto se debió principalmente a la reestructuración de la Deuda, mediante una reducción de la Deuda de Corto Plazo en 28,2%, de 34.508 millones en Dic15 a Gs. 24.780 millones en Dic16, llegando a Gs. 22.666 millones en Mar17.

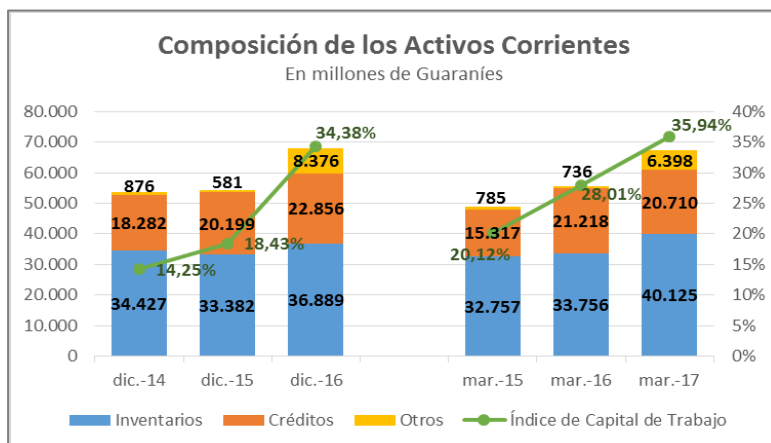


Los Activos Corrientes aumentaron 25,8% en el 2016, de Gs. 54.162 millones en Dic15 a Gs. 68.121 millones en Dic16. A Marzo 2017 la cifra fue de Gs. 67.233 millones, superior a Gs. 55.710 a Marzo 2016. Este aumento estuvo dado por un aumento de 10,5% en los Inventarios y un incremento de 13,2% en las Cuentas por Cobrar. En efecto, la liquidez corriente está compuesta principalmente por los inventarios en un 54,2% en Dic16 y 59,7% en Mar17.



Los Inventarios registraron una importante transformación entre sus principales componentes, debido a que el aumento de las ventas durante el 2016 generó un incremento de 60,5% en los Productos en Proceso de Gs. 8.264 millones en Dic15 a Gs. 13.262 millones en Dic16, así como una reducción de 13,9% en las Materias Primas desde Gs. 21.826 millones en Dic15 a Gs. 18.795 millones en Dic16. A Marzo 2017 las Materias Primas volvieron a disminuir 21,2% con respecto al saldo de fin del 2016 a Gs. 14.810 millones. Sin embargo, quedó un importante stock de mercaderías a Marzo 2017 de Gs. 15.614 millones, cuyo saldo está disponible para su venta y distribución de acuerdo a lo proyectado para el 2017.

La Disponibilidad representó el 3% de los Activos Corrientes a Dic16 y sólo el 1,5% a Mar17, con lo cual el Ratio de Efectividad fue de 0,08 a Dic16 y de 0,04 a Mar17. Esta situación genera una necesidad de monitorear estrechamente el calce financiero, sobre todo teniendo en cuenta que el periodo promedio de pago es menor que el periodo promedio de cobro.



Debido a que el giro del negocio produce una estructura de liquidez muy ajustada, el principal desafío de BLUE DESIGN para el 2017 es mantener una estructura flexible de fondeo, y continuar con la estrategia de reestructuración de la deuda financiera de corto plazo, a fin de disponer del capital operativo necesario y la liquidez adecuada.

Estas necesidades financieras tienen una estrecha relación con los mercados a los que sirve BLUE DESIGN. La compañía tiene la capacidad fabril de producir a costo y calidad muy competitivos, sin embargo, la apertura de los grandes mercados del Mercosur está sujeta a definiciones políticas de los gobiernos de Argentina y Brasil, así como a los tipos de cambio reales relativos, que determinan la menor o mayor competitividad real de BLUE DESIGN.

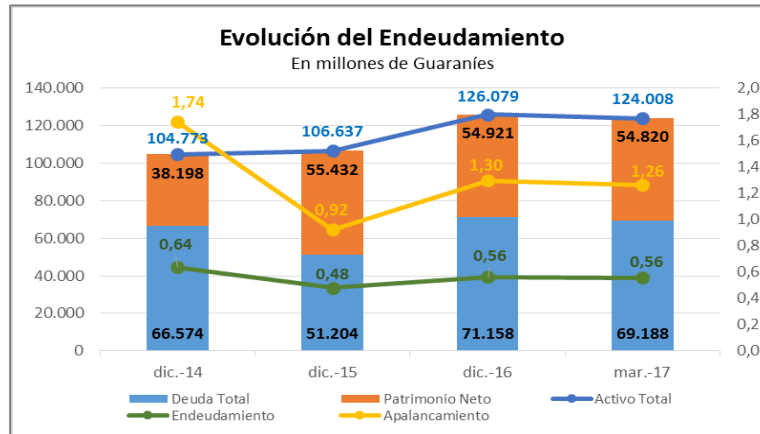
## SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

El indicador de Solvencia medido por el Patrimonio Neto en relación con los Activos Totales, fue de 43,6% en Dic16 y de 44,2% en Marzo 2017, inferior al nivel registrado el año anterior de 52% en Dic15 y 51,3% en Marzo 2016.

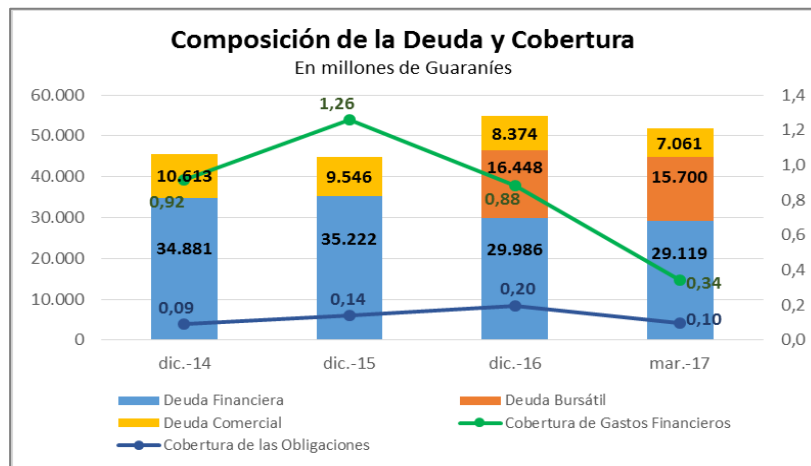
Esta reducción del índice de solvencia, se debió a que los Activos Totales aumentaron 18,2% en el 2016 mientras que los Pasivos Totales aumentaron 39%. La Deuda Total aumentó de Gs. 51.204 millones en Dic15 a Gs. 71.158 millones. A Marzo 2017 la Deuda bajó levemente a Gs. 69.188 millones.

En el 2015 la Deuda Financiera llegó a Gs. 35.222 millones y para el 2016 subió a Gs. 46.434 millones incluyendo la emisión de Bonos, lo cual representó un aumento del 31,8% en la Deuda Financiera Global, y un aumento del índice de Endeudamiento de 0,48

en Dic15 a 0,56 en Dic16. A Marzo 2017, este indicador permaneció en el mismo nivel de 0,56.



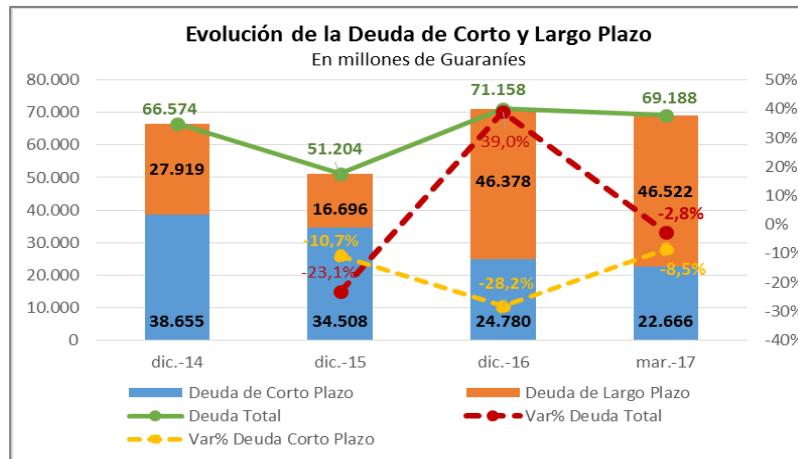
Este aumento del endeudamiento generó el incremento de los gastos financieros, lo cual hizo que el índice del Apalancamiento Financiero registre un importante debilitamiento alcanzando -2,57 en Dic15, con una leve mejoría de -0,20 a Marzo 2017. Asimismo, el indicador de Cobertura de Gastos Financieros disminuyó de 1,26 en Dic15 a 0,88 en Dic16 y 0,34 en Mar17. Igualmente, el indicador de Cobertura de Obligaciones disminuyó de 0,20 en Dic16 a 0,10 en Mar17, siendo este nivel inferior incluso al registrado en Dic15 de 0,14.



El índice de Apalancamiento también sufrió un desmejoramiento, registrando un aumento de 0,92 en Dic15 a 1,30 en Dic16, a pesar del considerable incremento del capital mediante aportes de los socios, el cual subió 61,4% de Gs. 27.568 millones en Dic15 a Gs. 44.499 millones en Dic16. El Apalancamiento registró una leve disminución a 1,26 en Marzo 2017.

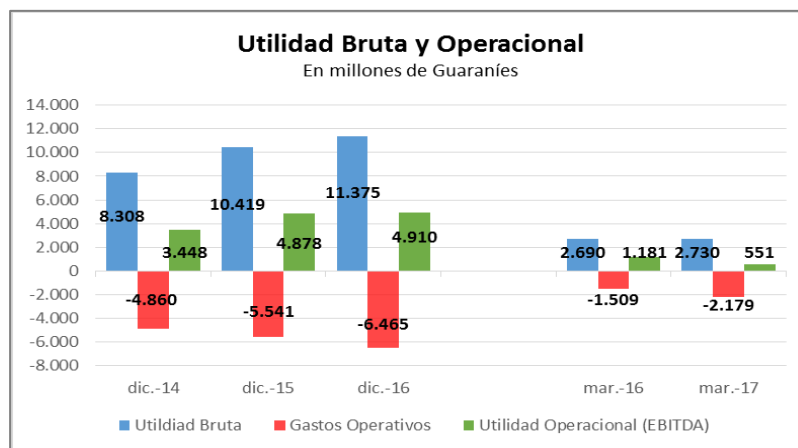
La Deuda de Corto Plazo disminuyó 28,2% en el 2016, de Gs. 34.508 millones en Dic15 a Gs. 24.780 millones en Dic16, cuyo saldo volvió a disminuir 8,5% a Gs. 22.666 millones en

Mar17. La Deuda de Largo Plazo aumentó 177,8% en el 2016, de Gs. 16.696 millones en Dic15 a Gs. 46.378 millones en Dic16 y se mantuvo en Gs. 46.522 millones en Mar17. El aumento de la Deuda de Largo Plazo se dio a través del incremento de la deuda financiera, que subió de 46,4% de Gs. 12.881 millones en Dic15 a Gs. 18.859 millones en Dic16, cuyo saldo se mantuvo en Gs. 18.426 millones en Mar17, así como por la emisión de bonos cuyo saldo fue de Gs. 16.448 millones en Dic16 y de Gs. 15.700 millones en Mar17.



## RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

En los últimos 3 años, BLUE DESIGN ha podido generar utilidades brutas mediante el aumento de las ventas netas. La Utilidad Bruta ha aumentado 9,2% en el 2016, de Gs. 10.419 millones en Dic15 a Gs. 11.375 millones en Dic16, aunque el mayor incremento se dio en el 2015 en 25,4% de Gs. 8.308 millones en Dic14.



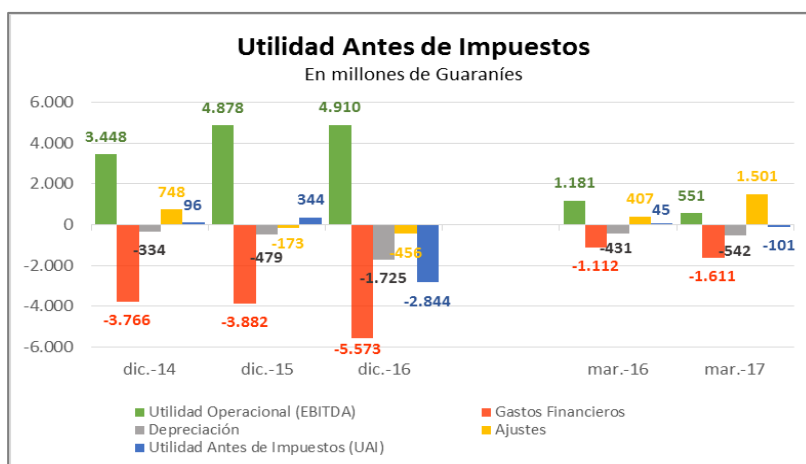
Este menor crecimiento de la Utilidad Bruta se debió al aumento de los Gastos Operativos, los cuales subieron 16,7% en el 2016, de Gs. 5.541 millones en Dic15 a Gs. 6.465 millones en Dic16. En el primer trimestre del año 2017, la Utilidad Bruta fue similar a la obtenida en el mismo periodo del año anterior. La Utilidad Bruta subió levemente

1,5% de Gs. 2.690 millones en Mar16 a Gs. 2.730 millones en Mar17. Sin embargo, los Gastos Operativos subieron 44,4% de Gs. 1.509 millones en Mar16 a Gs. 2.179 en Mar17.

Debido al aumento de los Gastos Operativos (gastos de ventas + gastos de administración), la Utilidad Operacional (EBITDA) no ha crecido en el 2016 cerrando en Gs. 4.910 millones comparado con Gs. 4.878 millones en Dic15. A Marzo 2017, el EBITDA ha disminuido 53,3% con respecto al año anterior, de Gs. 1.181 millones en Mar16 a Gs. 551 millones en Mar17.

El aumento del costo de la estructura operacional durante el 2016, estuvo acompañado por el incremento de los Gastos Financieros y la Depreciación. Los Gastos Financieros aumentaron 43,6% de Gs. 3.882 millones en Dic15 a Gs. 5.573 millones en Dic16. Además, la Depreciación de los activos fijos aumentó 260% de Gs. 470 millones en Dic15 a Gs. 1.725 millones en Dic16. Este aumento de los Costos Operacionales, sumado a las Ajustes y Gastos No Operativos de Gs. 456 millones en Dic16, influyó para que la Utilidad Antes de Impuestos (UAI) cierre con resultado negativo de Gs. 2.844 millones en Dic16.

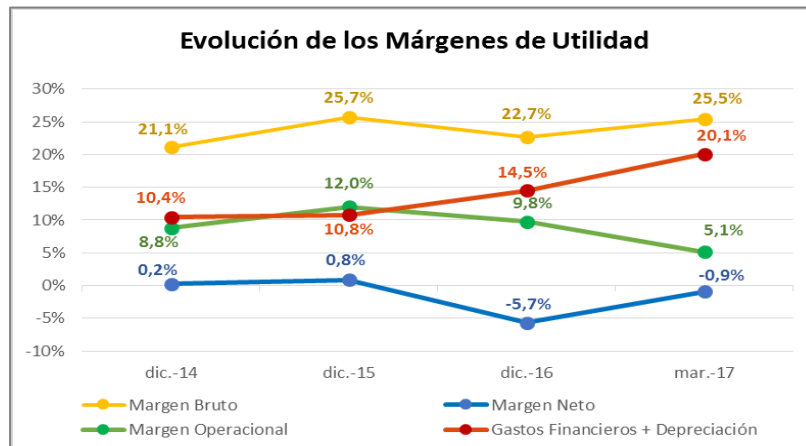
Igualmente la UAI a Marzo 2017 fue negativa por Gs. 101 millones. Sin embargo, la Utilidad Ordinaria antes de los ajustes fue negativa por Gs. 1.602 millones. El factor que influyó en el primer trimestre del 2017, fue el ajuste por tipo de cambio que registró un ingreso por Gs. 1.501 millones, lo que hizo que la UAI no resulte en una pérdida muy significativa.



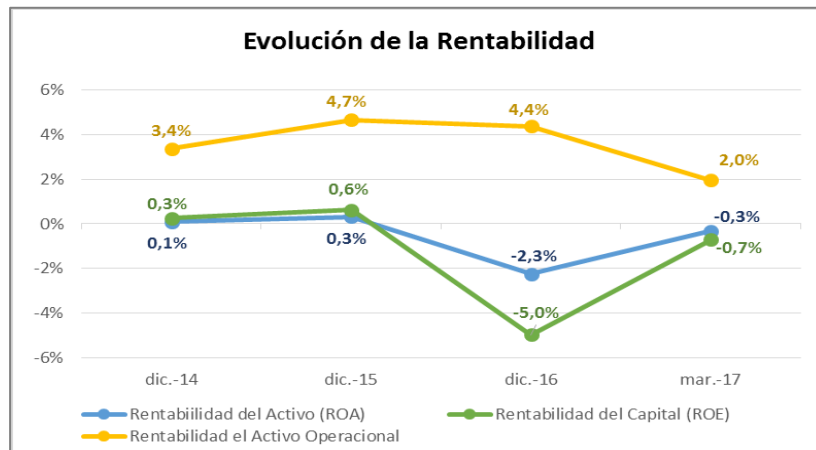
El Margen Bruto se mantuvo en niveles razonables durante los últimos años, aunque en el 2016 disminuyó a 22,7% de un nivel de 25,7% registrado al cierre del 2015, volviendo a subir en Marzo 2017 a 25,5%. Esta disminución durante el 2016 se debió al aumento de los Costos de las Mercaderías en 28,9% de Gs. 30.125 millones en Dic15 a Gs. 38.842 millones en Dic16.

Sin embargo, el Margen Operacional ha venido disminuyendo desde un nivel de 12% en Dic14 a 9,8% en Dic16 y 5,1% en Mar17. Igualmente, el Margen Neto ha disminuido

inclusive registrando cifras negativas de -5,7% en Dic16 y -0,9% en Mar17. Este deterioro de los resultados se debió al mayor fondeo y la mayor inversión en los activos operacionales, lo cual generó un aumento tanto en los Gastos Operativos como en los Gastos Financieros y la Depreciación. En efecto, el peso de los Gastos Financieros más la Depreciación con respecto a las Ventas Netas, se ha duplicado de 10,8% en Dic15 a 20,1% en Mar17.



Esta disminución de los márgenes de utilidad y los resultados negativos obtenidos durante el 2016 y el primer trimestre del 2017, han repercutido sobre los Índices de Rentabilidad. El ROE fue de -5% en Dic15 y de -0,7% en Mar17, mientras que el ROA fue de -2,3% en Dic16 y -0,3% en Mar17.



*El principal desafío de BLUE DESIGN para el 2017 es aumentar los ingresos por ventas y optimizar la estructura operacional, para que los gastos operativos y financieros no resulten en una carga muy pesada para la empresa, a fin de mejorar el desempeño y mantener el endeudamiento y la solvencia en niveles adecuados.*



## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2017-2021

BLUE DESIGN proyecta para los próximos 5 años, un flujo de caja basado en la generación de ingresos operativos, como resultado de un crecimiento gradual de las ventas. De esta forma, está previsto que el flujo operativo sea la principal fuente de financiamiento durante los próximos años, a fin de cubrir los requerimientos de capital operativo.

FLUJO DE CAJA	En Dólares Americanos				
	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos operativos	11.311.287	13.781.200	16.352.060	18.927.543	22.012.215
Egresos Operativos	-9.801.332	-12.463.300	-14.345.008	-16.290.340	-18.748.866
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>1.509.954</b>	<b>1.317.900</b>	<b>2.007.052</b>	<b>2.637.203</b>	<b>3.263.349</b>
Financiamiento	-1.092.610	-2.268.744	-2.724.940	-3.272.001	-1.713.000
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>417.344</b>	<b>-950.844</b>	<b>-717.888</b>	<b>-634.797</b>	<b>1.550.349</b>
Saldo Inicial	181.050	598.394	-352.450	-1.070.339	-1.705.136
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>598.394</b>	<b>-352.450</b>	<b>-1.070.339</b>	<b>-1.705.136</b>	<b>-154.787</b>
Proyección de Ventas	10.500.000	13.000.000	15.500.000	18.000.000	21.000.000
Proyección del Margen Bruto	20,0%	24,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Proyección del EBITDA	8,2%	14,3%	17,8%	18,9%	19,8%

Se proyecta alcanzar una madurez fabril hacia una plena utilización de la capacidad instalada, con una producción total de aproximadamente 1 millón de prendas al año. Esta proyección de una mayor venta genera una expectativa de mayores ingresos operativos, con lo cual se espera que el Margen Bruto también pueda aumentar y estabilizarse en niveles superiores a 25% anual. Al respecto, se espera que la coyuntura económica en la región y las Políticas Arancelarias en Argentina, sigan permitiendo un escenario favorable para las exportaciones de las prendas de BLUE DESIGN. *El principal riesgo que enfrenta BLUE DESIGN se deriva de la varianza del tipo de cambio real con los mercados a los que atiende, así como a las políticas de comercio exterior que pueden dar mayor o menor apertura a estos mercados.*

Igualmente, se proyecta lograr una estructura de costos más ajustada a la capacidad productiva, con lo cual se espera que se pueda mantener un razonable Margen Operacional que arroje un EBITDA promedio cercano al 20% anual. Esa proyección podrá lograrse mediante una mayor eficiencia de la estructura operacional y administrativa, así como por un aumento en la rotación de los inventarios y un mejoramiento en la gestión de marketing y comercialización de las mercaderías, hacia una mayor diversificación de productos y de mercados.

*Finalmente, de acuerdo al Flujo Proyectado, se espera una mayor dependencia del flujo operativo, mediante una estrategia de ir disminuyendo los niveles de endeudamiento, en especial el endeudamiento financiero, con la posibilidad de realizar rescates anticipados de los Bonos emitidos, a fin de disminuir la carga financiera y mejorar la rentabilidad. Esto será posible si se logra optimizar las inversiones y el uso de los recursos financieros, al mismo tiempo que se busca una mayor eficiencia y productividad de la estructura operativa.*

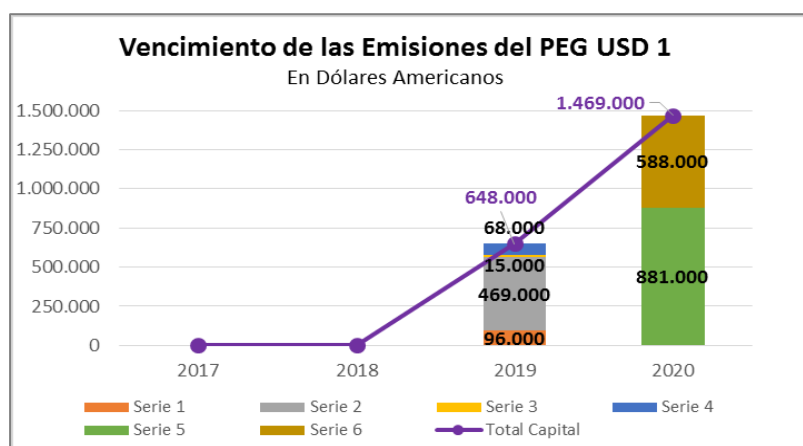
## CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO

Este Informe de Calificación se refiere al **Programa de Emisión Global PEG USD1**, que fuera emitido por BLUE DESIGN S.A.E. y registrado en la Comisión Nacional de Valores según Resolución N° 66 E/15 Acta de Directorio N° 071 de fecha 12 de Noviembre de 2015. El monto total del Programa fue por USD 5.000.000 (Dólares Americanos Cinco Millones) con plazo máximo de hasta 7 años con cortes de US\$ 1.000. El Agente Emisor fue Valores Casa de Bolsa y la Garantía ofrecida fue "a sola Firma".

La reestructuración de la deuda financiera de corto plazo, mediante la emisión de Bonos de largo plazo para disminuir la deuda de corto plazo, generó una mejoría en la liquidez corriente de la empresa, aunque también significó una mayor carga financiera, lo cual afectó la estructura de costos, repercutiendo negativamente sobre los resultados financieros, con un desmejoramiento de la solvencia y el endeudamiento.

La emisión del PEG USD 1 fue realizada en 6 Series con un monto total de US\$ 2.117.000, con un devengamiento total de intereses por US\$ 863.803,77. Ha quedado un saldo remanente de US\$ 2.883.000 que no fue emitido, cuyo plazo de máximo de emisión venció el 10 de Febrero de 2017.

EMISION DEL PEG USD 1						
Serie	Capital	Fecha emisión	Fecha vto.	Plazo (días)	Tasa	Interés
Serie 1	96.000	26/11/2015	25/02/2019	1.187	9,50%	29.658,74
Serie 2	469.000	26/11/2015	27/05/2019	1.278	9,60%	157.645,68
Serie 3	15.000	26/11/2015	26/08/2019	1.369	9,70%	5.457,25
Serie 4	68.000	26/11/2015	25/11/2019	1.460	9,75%	26.520,00
Serie 5	881.000	26/11/2015	25/03/2020	1.581	9,80%	373.973,64
Serie 6	588.000	26/11/2015	27/07/2020	1.705	9,85%	270.548,47
	<b>2.117.000</b>					<b>863.803,77</b>



**CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO**

<b>BLUE DESIGN S.A.E.</b>							
En millones de Guaraníes							
<b>BALANCE</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>Var%</b>	<b>mar-16</b>	<b>mar-17</b>	<b>Var%</b>
Disponibilidades	737	386	2.061	433,9%	541	995	83,9%
Créditos	18.282	20.199	22.856	13,2%	21.218	20.710	-2,4%
Inventarios	34.427	33.382	36.889	10,5%	33.756	40.125	18,9%
Otros	139	195	6.315	3138,5%	195	5.403	2670,8%
<b>Activo Corriente</b>	<b>53.585</b>	<b>54.162</b>	<b>68.121</b>	<b>25,8%</b>	<b>55.710</b>	<b>67.233</b>	<b>20,7%</b>
Bienes de uso	49.662	50.992	52.510	3,0%	49.621	51.519	3,8%
Otros	1.526	1.483	5.448	267,4%	2.725	5.256	92,9%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>51.188</b>	<b>52.475</b>	<b>57.958</b>	<b>10,4%</b>	<b>52.346</b>	<b>56.775</b>	<b>8,5%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>104.773</b>	<b>106.637</b>	<b>126.079</b>	<b>18,2%</b>	<b>108.056</b>	<b>124.008</b>	<b>14,8%</b>
Deuda Comercial	10.613	9.546	8.374	-12,3%	9.052	7.061	-22,0%
Deuda Financiera	19.640	22.341	11.127	-50,2%	13.941	10.693	-23,3%
Otros	8.402	2.621	5.279	101,4%	2.449	4.912	100,6%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>38.655</b>	<b>34.508</b>	<b>24.780</b>	<b>-28,2%</b>	<b>25.442</b>	<b>22.666</b>	<b>-10,9%</b>
Deuda Financiera	15.241	12.881	18.859	46,4%	6.657	18.426	176,8%
Deuda Bursátil	0	0	16.448	--	12.126	15.700	29,5%
Otros	12.678	3.815	11.071	190,2%	8.353	12.396	48,4%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>27.919</b>	<b>16.696</b>	<b>46.378</b>	<b>177,8%</b>	<b>27.136</b>	<b>46.522</b>	<b>71,4%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>66.574</b>	<b>51.204</b>	<b>71.158</b>	<b>39,0%</b>	<b>52.578</b>	<b>69.188</b>	<b>31,6%</b>
Capital	21.536	27.568	44.499	61,4%	27.568	44.499	61,4%
Aporte irrevocable	6.034	16.931	0	--	16.931	0	--
Reservas	10.369	10.387	12.720	22,5%	10.388	12.720	22,4%
Resultado acumulado	167	260	546	110,0%	546	-2.298	-520,9%
Resultado del Ejercicio	92	286	-2.844	-1094,4%	45	-101	-324,4%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>38.198</b>	<b>55.432</b>	<b>54.921</b>	<b>-0,9%</b>	<b>55.478</b>	<b>54.820</b>	<b>-1,2%</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>Var%</b>	<b>mar-16</b>	<b>mar-17</b>	<b>Var%</b>
Ventas Netas	39.360	40.544	50.217	23,9%	12.320	10.710	-13,1%
Costo de Mercaderías	-31.052	-30.125	-38.842	28,9%	-9.630	-7.980	-17,1%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>8.308</b>	<b>10.419</b>	<b>11.375</b>	<b>9,2%</b>	<b>2.690</b>	<b>2.730</b>	<b>1,5%</b>
Gastos de Ventas	-1.562	-960	-1.163	21,1%	-256	-190	-25,8%
Gastos de Administración	-3.298	-4.581	-5.302	15,7%	-1.253	-1.989	58,7%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>3.448</b>	<b>4.878</b>	<b>4.910</b>	<b>0,7%</b>	<b>1.181</b>	<b>551</b>	<b>-53,3%</b>
Depreciación	-334	-479	-1.725	260,1%	-431	-542	25,8%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>3.114</b>	<b>4.399</b>	<b>3.185</b>	<b>-27,6%</b>	<b>750</b>	<b>9</b>	<b>-98,8%</b>
Gastos Financieros	-3.766	-3.882	-5.573	43,6%	-1.112	-1.611	44,9%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>-652</b>	<b>517</b>	<b>-2.388</b>	<b>-561,9%</b>	<b>-362</b>	<b>-1.602</b>	<b>342,5%</b>
Ingresos no operativos	2.278	1.135	3.582	215,6%	0	0	--
Egresos no operativos	-37	0	-856	--	0	0	--
Ajustes de cambio	-1.493	-1.308	-3.182	143,3%	407	1.501	268,8%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>96</b>	<b>344</b>	<b>-2.844</b>	<b>-926,7%</b>	<b>45</b>	<b>-101</b>	<b>-324,4%</b>
Impuestos	-4	-58	0	-100,0%	0	0	--
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>92</b>	<b>286</b>	<b>-2.844</b>	<b>-1094,4%</b>	<b>45</b>	<b>-101</b>	<b>-324,4%</b>

**PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS**

<b>RATIOS</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>Var%</b>	<b>mar-16</b>	<b>mar-17</b>	<b>Var%</b>
<b>LIQUIDEZ</b>							
Liquidez Corriente	1,39	1,57	2,75	75,1%	2,19	2,97	35,5%
Prueba Ácida	0,50	0,60	1,26	109,3%	0,86	1,20	38,6%
Ratio de Efectividad	0,02	0,01	0,08	643,5%	0,02	0,04	106,4%
Capital de Trabajo	14.930	19.654	43.341	120,5%	30.268	44.567	47,2%
Indice de Capital de Trabajo	14,2%	18,4%	34,4%	86,5%	28,0%	35,9%	28,3%
<b>GESTIÓN</b>							
Rotación de Inventario	0,90	0,90	1,05	16,7%	1,14	0,80	-30,3%
Rotación de Cartera	2,15	2,01	2,20	9,5%	2,32	2,07	-10,9%
Ciclo Operacional (en días)	574	586	513	-12,5%	477	635	33,2%
Periodo promedio de cobro (en días)	170	182	166	-8,6%	157	176	12,3%
Periodo promedio de pago (en días)	125	116	79	-32,0%	86	81	-5,9%
Rotación de Activos Operacionales	0,38	0,39	0,45	15,4%	0,47	0,38	-19,1%
Indice de Activos Operacionales	97,7%	98,1%	89,0%	-9,2%	96,8%	90,6%	-6,4%
Apalancamiento Operativo	2,67	2,37	3,57	50,8%	3,59	303,33	8357,2%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>							
Endeudamiento	0,64	0,48	0,56	17,5%	0,49	0,56	14,7%
Apalancamiento	1,74	0,92	1,30	40,3%	0,95	1,26	33,2%
Solvencia	36,5%	52,0%	43,6%	-16,2%	51,3%	44,2%	-13,9%
Apalancamiento Financiero	88,97	24,60	-2,57	-110,5%	32,46	-0,20	-100,6%
Cobertura de Gastos Financieros	0,92	1,26	0,88	-29,9%	1,06	0,34	-67,8%
Cobertura de las Obligaciones	0,09	0,14	0,20	40,2%	0,19	0,10	-47,6%
<b>RENTABILIDAD</b>							
ROA	0,1%	0,3%	-2,3%	-799,3%	0,2%	-0,3%	-295,6%
ROE	0,3%	0,6%	-5,0%	-893,0%	0,3%	-0,7%	-315,3%
Margen Bruto	21,1%	25,7%	22,7%	-11,9%	21,8%	25,5%	16,7%
Margen Neto	0,2%	0,8%	-5,7%	-767,5%	0,4%	-0,9%	-358,2%
Margen Operacional	8,8%	12,0%	9,8%	-18,7%	9,6%	5,1%	-46,3%
Rentabilidad del Activo Operacional	3,4%	4,7%	4,4%	-6,2%	4,5%	2,0%	-56,6%
Indice de Costo Operacional	13,2%	14,8%	16,3%	9,8%	15,7%	25,4%	61,3%
Indice de Costo de Ventas	78,9%	74,3%	77,3%	4,1%	78,2%	74,5%	-4,7%
Indice de Ventas	37,6%	38,0%	39,8%	4,8%	45,6%	34,5%	-24,3%
Eficiencia	12,3%	13,7%	12,9%	-5,8%	12,2%	20,3%	66,1%

La publicación de la Calificación de Riesgos de BLUE DESIGN S.A.E. para su Programa de Emisión Global USD1, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

Corte de calificación:	31 de Marzo de 2017
Fecha de actualización:	16 de Agosto de 2017
Fecha de publicación:	16 de Agosto de 2017
Fecha de Autorización del PEG USD 1:	12 de Noviembre de 2015 Según Resolución CNV N° 66 E/15
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 441-320 Cel 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

BLUE DESIGN S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programa de Emisión Global PEG USD1	pyBB-	Sensible (-)
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.		

***“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor.”***

Mayor información sobre esta calificación en:

[www.riskmetrica.com.py](http://www.riskmetrica.com.py)

**Información general sobre la calificación de BLUE DESIGN S.A.E.**

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Empresas Emisoras y/o Emisiones de Acciones y Deudas, el cual está disponible en nuestra página web.
- 2) Esta calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de BLUE DESIGN S.A.E., por lo cual RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Financieros auditados al 31 de Marzo 2017 por la firma PKF Controller Contadores & Auditores.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: Comité de Calificación de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: Lic. Graciela Núñez Analista de Riesgos
--	--