

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte al 30 de Setiembre de 2019

### LCR S.A.E.C.A.

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor		
Calificación	Categoría	Tendencia
<b>Programa de Emisión Global PEG G9</b>	<b>pyBBB+</b>	<b>Sensible (-)</b>
Definición de Categoría (Resolución CNV CG N° 01/19)		
BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

*"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

RISK MÉTRICA ha asignado la Calificación de **pyBBB+** con tendencia **Sensible (-)**, a la Solvencia de la empresa LCR S.A.E.C.A. y al Programa de Emisión Global (PEG) G9, con fecha de corte al 30 de Setiembre de 2019, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo de la empresa, considerando su evolución dinámica durante los últimos años:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Suficiente nivel de solvencia patrimonial debido a constantes aumentos de capital, con adecuada política de constitución de reservas y adecuada estructura de fondeo, aunque con tendencia decreciente de dicho indicador durante los últimos años.
Mantenimiento de una adecuada liquidez estructural con adecuado índice de capital de trabajo, registrando una tendencia creciente durante los últimos años, siendo la cartera de créditos de corto plazo, la principal fuente de recursos líquidos de la empresa, representando el 91% de los activos corrientes.
Continuo aumento de la cartera de créditos y los activos de la empresa durante los últimos años, así como en el año 2019 al corte analizado, mediante la implementación de nuevas unidades de negocio, principalmente productos crediticios, lo que ha contribuido a una mayor diversificación de la cartera crediticia.
Elevados niveles de rotación de inventario con razonable rotación de cartera y del activo operacional durante los últimos años, aunque dichos indicadores han registrado una disminución en el 2019, debido a la reducción de las ventas netas.
Mantenimiento de adecuados niveles de Eficiencia Operacional durante los últimos años, con reducción de la estructura de costos en relación al volumen de las operaciones, registrando una disminución del apalancamiento operativo en el año 2019.

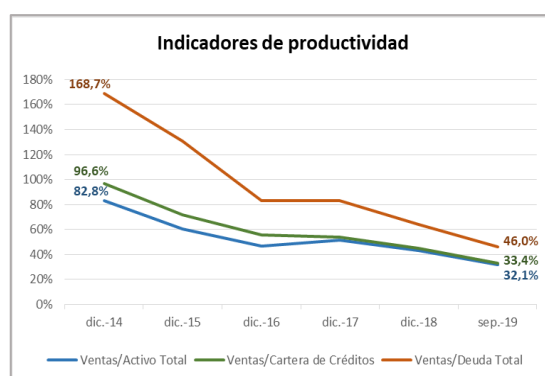
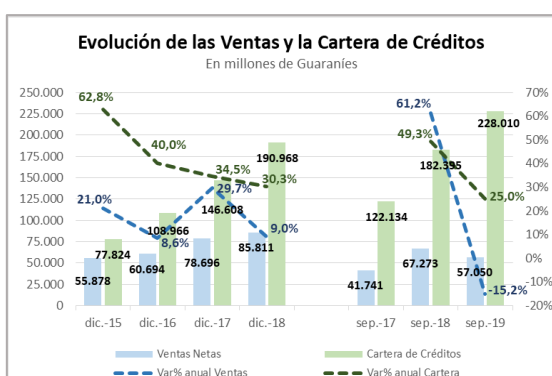
**PRINCIPALES RIESGOS**

Aumento de los niveles de endeudamiento y apalancamiento con tendencia creciente durante los últimos años, registrando un nuevo incremento en el año 2019, con respecto al volumen de las operaciones y al margen operativo.
Disminución del margen de utilidad neta durante los últimos años, debido principalmente al importante aumento de los gastos financieros, los que representaron el 60% del margen operacional (EBITDA) al corte analizado, derivando en la disminución del índice de cobertura de gastos financieros.
Elevados niveles de morosidad de la cartera de créditos y con respecto al patrimonio neto, lo que sumado al aumento de la cartera refinanciada y vendida en el año 2019, refleja un deterioro de la calidad de los activos crediticios.
Si bien las provisiones acumuladas reflejan cierto grado de cobertura y valorización de los activos crediticios, el deterioro y maduración de la cartera vencida registra aún una reducida valoración en el estado de resultados de la empresa.
Alta concentración en segmento de clientes de alto riesgo y vulnerabilidad, compuesto mayormente por funcionarios públicos, lo cual hace sensible a la entidad a los riesgos político y de crédito, aunque este último está mitigado por una mayor diversificación en otros segmentos de clientes con mejor perfil crediticio, a partir de la implementación de nuevas unidades de negocio.
Constantes flujos de caja operativos negativos durante los últimos años, debido principalmente a la reducción de la tasa de cobranzas respecto a la cartera crediticia, con tendencia decreciente en el comparativo trimestral, lo que sumado a las amortizaciones de las obligaciones financieras de corto plazo, ha generado flujos de caja ajustados.
Registración contable basada en la realización total de los ingresos por ventas a crédito, lo que expone a una sobrevaloración de los estados financieros y patrimoniales de la empresa, aunque este riesgo está mitigado por la actualización a valor presente del 20% de la cartera, utilizando el método del Costo Ponderado del Capital (WACC), en forma anual a partir del 2018 hasta completar el 100% de la cartera.

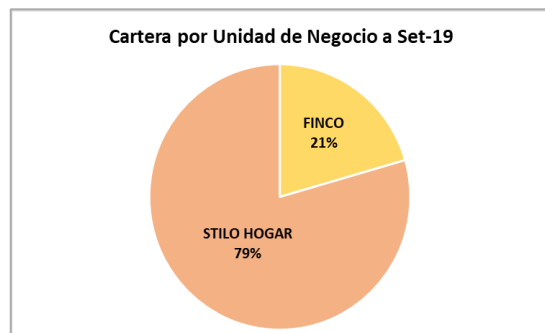
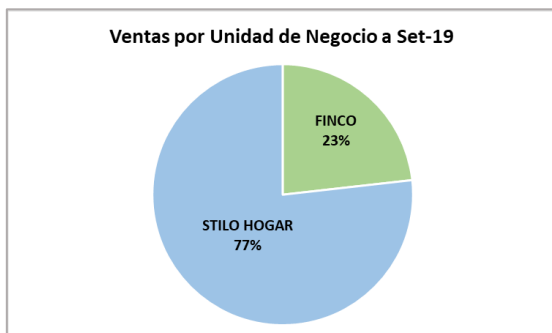
La **Tendencia Sensible (-)** refleja las menores expectativas sobre la situación global de LCR S.A.E.C.A., debido al aumento del endeudamiento y la disminución del margen operativo EBITDA en el 2019, lo que sumado al mayor costo financiero, ha derivado en la reducción del margen de utilidad neta, registrando una marcada tendencia decreciente durante los últimos años. Asimismo, otro factor de riesgo que contribuye con expectativas desfavorables, es el deterioro de la calidad de la cartera crediticia, debido al constante aumento y maduración de la cartera vencida, sumado al considerable incremento de la cartera refinanciada en el 2019.

La Categoría de **pyBBB+** se sigue sustentando en los razonables indicadores de solvencia, liquidez y eficiencia operacional, fortalecidos por una adecuada capacidad de gestión financiera y operativa, lo que ha resultado en un constante crecimiento del negocio durante los últimos años. En contrapartida, el nivel de endeudamiento ha sido mayor que el crecimiento del negocio, lo que ha derivado en un menor desempeño financiero con ajustados flujos de caja, generando una mayor exposición de deterioro de la solvencia patrimonial.

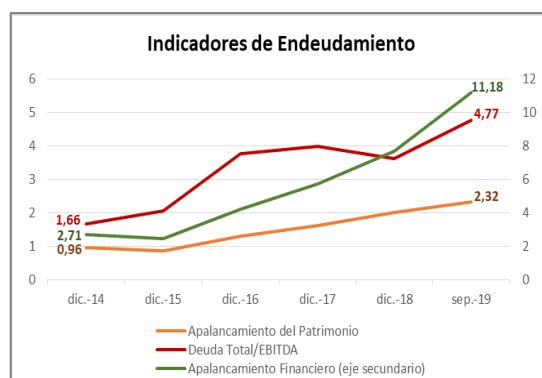
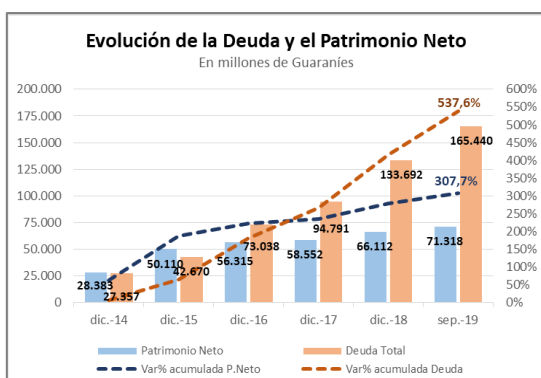
LCR S.A.E.C.A. ha registrado un constante crecimiento del negocio durante los últimos años, lo que se ha evidenciado en el crecimiento de las ventas y la cartera de créditos. En los últimos 5 años, la cartera crediticia se ha incrementado 377%, registrando una tendencia decreciente en las tasas anuales de crecimiento desde 62,8% en Dic15, 40,0% en Dic16, 34,5% en Dic17, 30,3% en Dic18 y 25,0% en Set19. Los ingresos por ventas también han ido aumentando, aunque a tasas menores que la cartera de créditos, registrando una mayor variabilidad en su crecimiento, debido principalmente a la alta exposición de la cartera en un segmento de alta volatilidad y vulnerabilidad, compuesto mayormente por funcionarios públicos cuyo perfil crediticio está más expuesto a las condiciones económicas adversas, aunque el negocio se ha diversificado hacia otros segmentos de clientes menos vulnerables.



A pesar del aumento del negocio y las ventas, los indicadores de productividad de las ventas han ido disminuyendo, reflejando una menor capacidad de generación de ingresos operativos, en relación con el volumen de los activos y la cartera crediticia. Asimismo, las ventas han ido disminuyendo con respecto al endeudamiento, evidenciando una menor capacidad de crecimiento con el apalancamiento del negocio. Esta situación ha sido gestionada mediante una estrategia de diversificación de las ventas, lo que ha sido fundamental para sostener el crecimiento del negocio, a través del producto crediticio FINCO, consistente en préstamos a clientes del sector comercial mayorista y PyMes, quienes poseen un mejor perfil de riesgo. De esta forma, este producto ha representado el 23% de las ventas y el 21% de la cartera en Set19, mientras que la mayor participación sigue siendo de Stilo Hogar, la unidad de negocio a cargo de las ventas de electrodomésticos, las que están dirigidas a los funcionarios públicos.

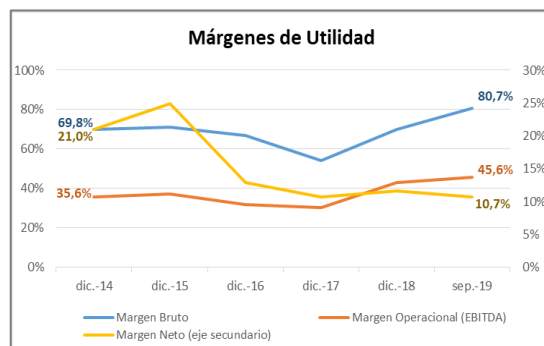
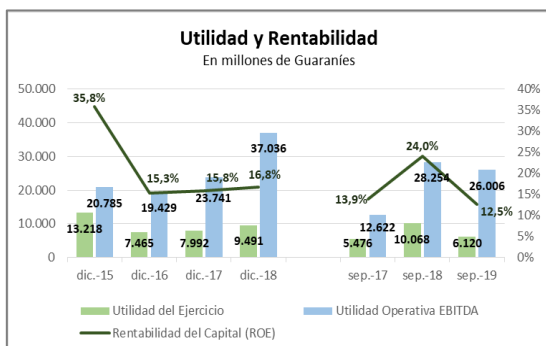


El crecimiento del negocio ha estado financiado principalmente por un mayor endeudamiento. En los últimos 5 años, a la fecha de corte al 30/Set/19, la Deuda Total ha crecido 538% mientras que el Patrimonio Neto ha crecido 308%, lo que ha derivado en el aumento del índice de Apalancamiento desde 0,96 en Dic14 a 2,32 en Set19. En el 2018 la Deuda Total se incrementó 41,0% desde Gs. 94.791 millones en Dic17 a Gs. 133.692 millones en Dic18, registrando un nuevo incremento de 23,7% en el año 2019 alcanzando un saldo de Gs. 165.440 millones en Set19. El incremento del endeudamiento ha derivado en la constante disminución de la solvencia patrimonial, que se redujo desde 50,9% en Dic14 a 33,1% en Dic18 y 30,1% en Set19.



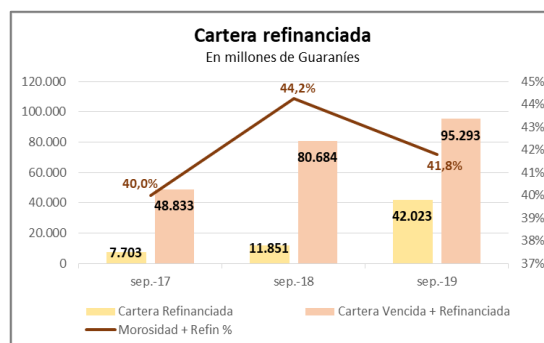
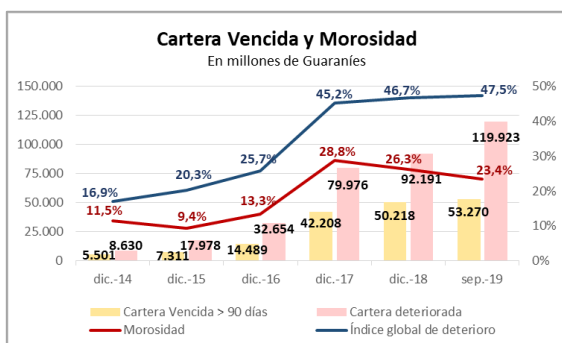
La principal fuente de financiamiento de LCR S.A.E.C.A. ha sido la Deuda Bursátil, cuyo saldo total fue de Gs. 103.181 millones en Set19, representando el 62% de la Deuda Total. Asimismo, la Deuda Bancaria ha ido aumentando en los últimos años, alcanzando un nivel de Gs. 49.951 millones en Set19. Este aumento del endeudamiento financiero, ha derivado en el incremento del costo de fondeo, cuyos Gastos Financieros han consumido el 60% del EBITDA en el año 2019. Esta situación ha generado el incremento del Apalancamiento Financiero desde 2,71 en Dic14 a 11,18 en Set19, mientras que la Cobertura de Gastos Financieros ha ido disminuyendo desde 3,30 en Dic14 a 1,70 en Set19. Asimismo, el ratio de Deuda/EBITDA ha ido aumentando desde 1,66 en Dic14 a 4,77 en Set19.

La Utilidad Operacional (EBITDA) ha ido aumentando durante los últimos años, registrando un incremento de 22% en el 2017 y 56% en el 2018, desde Gs. 23.741 millones en Dic17 a Gs. 37.036 millones en Dic18, aunque en el año 2019 ha disminuido 8% comparado con el mismo periodo del año anterior, desde Gs. 28.254 millones en Set18 a Gs. 26.006 millones en Set19. A pesar del constante aumento del EBITDA, el Margen Neto deducido las provisiones y los gastos financieros, ha ido disminuyendo desde 21,0% en Dic14 a 10,7% en Mar19, debido principalmente al incremento del costo de fondeo, a causa del aumento de la Deuda Financiera y Bursátil durante los últimos años, lo que ha absorbido gran parte de la Utilidad Operacional (EBITDA). Por tanto, la Utilidad del Ejercicio en el año 2019, se ha reducido 39% desde Gs. 10.068 millones en Set18 a Gs. 6.120 millones en Set19, derivando en la disminución del índice de Rentabilidad del Capital (ROE) desde 24,0% en Set18 a 12,5% en Set19, siendo inferior a lo registrado en el ejercicio 2018 de 16,8% en Dic18.

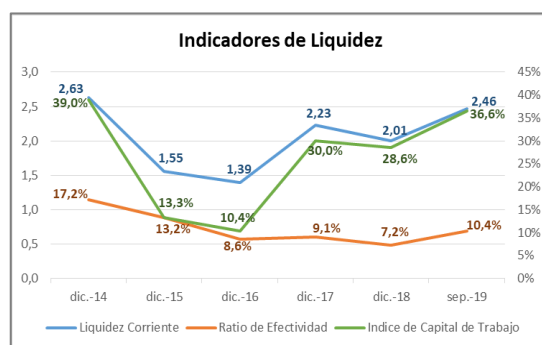
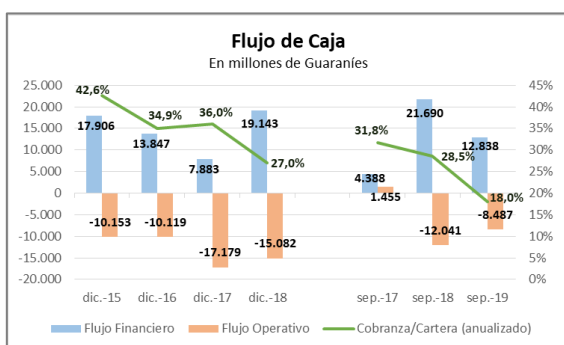


El Margen Operacional se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, registrando un importante incremento en el 2018 subiendo de 30,2% en Dic17 a 43,2% en Dic18, con un nuevo aumento a 45,6% en Set19, siendo éste el nivel más alto de los últimos 5 años, lo que estuvo explicado por el aumento del Margen Bruto que subió de 69,9% en Dic18 a 80,7% en Set19, siendo estos indicadores adecuados para el volumen de las operaciones.

La morosidad permanece en niveles altos, debido principalmente a las dificultades para realizar las cobranzas a través del descuento de salarios de los funcionarios públicos, a causa del blindaje salarial implementado por el Gobierno desde el año 2017, aunque ha ido disminuyendo desde 28,8% en Dic17 a 26,3% en Dic18 y 23,4% en Set19. Sin embargo, debido a que en los últimos años ha aumentado la cartera vendida por incobrable, así como también se ha incrementado la cartera refinanciada, el índice global de Deterioro ha ido aumentando desde 45,2% en Dic17 a 46,7% en Dic18 y 47,5% en Set19. Esto refleja un elevado porcentaje de la cartera crediticia en situación de alto riesgo, debido principalmente al deterioro y maduración de la cartera vencida. Este riesgo actualmente posee una baja cobertura de provisiones de 34,4% en Set19.



El crecimiento del volumen de las operaciones de LCR S.A.E.C.A. en los últimos años, sumado a las amortizaciones de la deuda financiera, ha generado la utilización de mayor capital operativo, lo que ha generado flujos de caja operativos negativos, los cuales han sido cubiertos con flujos de caja financieros, a través de un mayor endeudamiento. Otro factor que ha contribuido con los flujos operativos negativos, ha sido la disminución del recupero de los préstamos, cuyo ratio de Cobros Netos/Cartera de Crédito ha ido disminuyendo desde 42,6% en Dic15 a 27,0% en Dic18 y 18,0% en Set19.



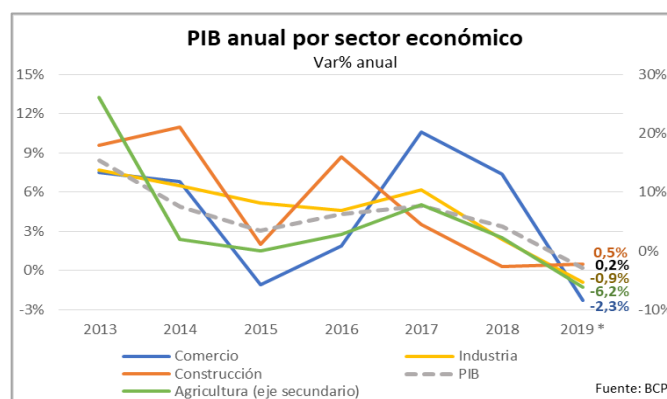
Sin embargo, los indicadores de liquidez se han mantenido en niveles adecuados durante los últimos años. El índice de Liquidez Corriente ha aumentado en el 2019 desde 2,01 en Dic18 a 2,46 en Set19, al igual que el índice de Capital de Trabajo que se ha incrementado desde 28,6% en Dic18 a 36,6% en Set19, siendo estos indicadores adecuados para el giro del negocio. El Ratio de Efectividad, medido por la relación entre Disponibilidades/Pasivo Corriente, también ha aumentado desde 7,2% en Dic18 a 10,4% en Set19. Por tanto, a pesar de registrar flujos de caja ajustados con flujos de caja operativos negativos, la liquidez estructural de la empresa se ha mantenido en niveles adecuados, reflejando un adecuado calce financiero.

LCR S.A.E.C.A. posee al corte analizado, una razonable solvencia patrimonial, considerando el volumen y el ritmo de crecimiento de sus operaciones, aunque la tendencia en los últimos años, ha sido de un mayor aumento del endeudamiento con respecto a la capitalización de la empresa, lo que ha generado como característica dinámica, una disminución persistente del ratio de solvencia y un aumento del apalancamiento del negocio, lo que ha producido por un lado un mayor costo financiero, y por otro lado un flujo de caja más ajustado. La combinación de un mayor endeudamiento con un menor recupero de la cartera crediticia durante los últimos años, ha afectado la generación de utilidades netas, siendo el fortalecimiento de la calidad de la cartera un importante desafío para LCR S.A.E.C.A., lo que será fundamental para la sostenibilidad y el crecimiento del negocio.

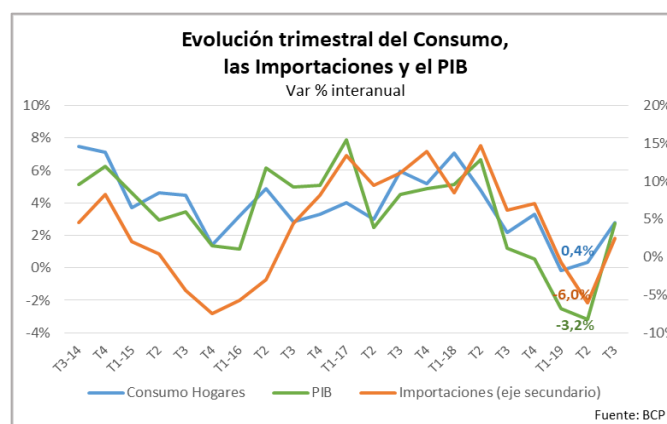
Un importante desafío de LCR S.A.E.C.A para el 2020 será aumentar la capitalización de la empresa, para brindar mayor sustento patrimonial al crecimiento del negocio, y reducir el nivel de endeudamiento. Asimismo, será un desafío la realización de ajustes en el registro de los ingresos financieros, a fin de incorporar el criterio contable del devengamiento gradual de intereses, de conformidad con el flujo de recuperación de los créditos, de forma a que los estados contables puedan reflejar con total fidelidad la situación económica y financiera de la empresa. Asimismo, se debería considerar la necesidad de seguir aumentando las provisiones sobre los créditos incobrables, mediante un régimen de provisiones acorde a la maduración de la cartera morosa, a fin de generar una mayor cobertura de la cartera vencida, con una mejor valoración de los activos crediticios.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

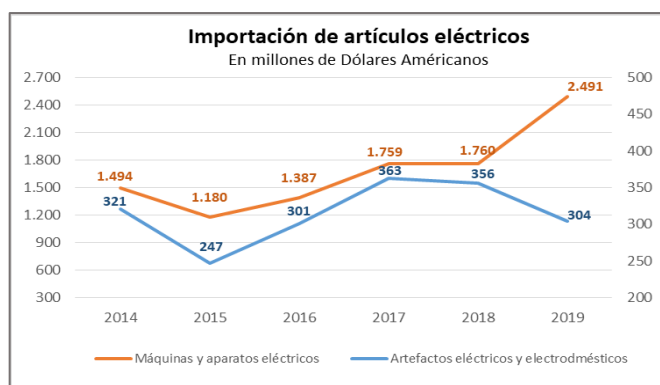
La economía del país se ha ido comportando de manera muy cíclica durante los últimos años. El periodo 2013-2015 fue un ciclo descendente con una marcada desaceleración de la economía, para luego repuntar con una tendencia positiva en los años 2016 y 2017. Sin embargo, a partir del 2018 la economía se ha vuelto a desacelerar, adquiriendo una tendencia decreciente que se agudizó en el primer semestre del 2019, registrando bajas tasas de crecimiento en todos los sectores de la economía. Las estimaciones para el cierre del año 2019 son negativas, con un PIB estimado en un rango entre -1% y 1%. La mala situación del sector agroexportador, ha sido la principal causa para que la economía en general registre esta tendencia contractiva.



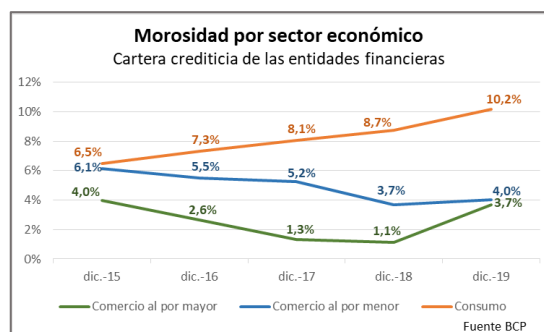
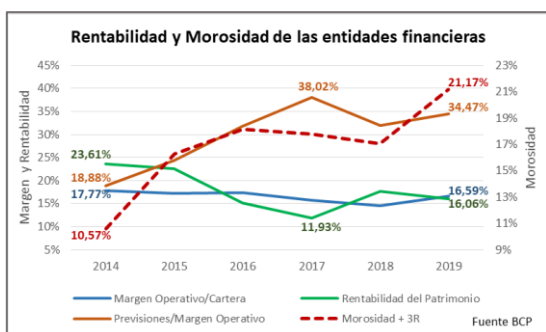
En términos del evolutivo trimestral (var% interanual), a partir del segundo trimestre del 2018 se ha registrado una tendencia decreciente en las tasas interanuales, de los principales sectores de la economía del país. La agricultura y la construcción registraron la mayor contracción, con tasas de -11,4% y -10,0% respectivamente en el segundo trimestre del 2019. El sector de la industria también se resintió, registrando una tasa interanual de -5,6% en el segundo trimestre del 2019. Asimismo, el consumo de hogares ha registrado su menor crecimiento de 0,4% en el segundo trimestre del 2019, así como las importaciones han caído a -6,0%. Sin embargo, en el tercer trimestre del 2019 se ha dado una recuperación de los principales sectores de la economía, lo que ha repercutido favorablemente sobre el consumo, el comercio y las importaciones.



En el periodo 2016-2018, se ha registrado una tendencia positiva en las tasas de crecimiento del PIB y de los principales sectores de la economía, lo que ha repercutido favorablemente en las importaciones y el consumo de los artículos eléctricos y electrodomésticos en general. La importación de máquinas y aparatos eléctricos ha ido aumentando desde US\$ 1.180 millones en Dic15 a US\$ 1.760 millones en Dic18, registrando un importante incremento en el 2019 a US\$ 2.238 millones en Dic19. Sin embargo, los artefactos eléctricos y electrodomésticos han registrado una disminución en el 2019, desde US\$ 356 millones en Dic18 a US\$ 304 millones en Nov19, en concordancia con la recesión económica que afectó a los consumidores durante el 2019.



Con respecto a la situación del mercado crediticio, las entidades financieras (no bancarias) han experimentado un importante aumento de la morosidad y las provisiones, como resultado de la mala situación económica de los últimos años, lo que ha generado un alto riesgo de crédito sistémico, derivando en la disminución de los indicadores de rentabilidad, aunque el margen operativo en relación con la cartera se ha mantenido en niveles razonables. La morosidad del sector consumo ha ido aumentando en los últimos años, desde 6,5% en Dic14 a 10,2% en Dic19, mientras que el comercio al por menor ha ido disminuyendo desde 6,1% en Dic14 a 4,0% en Dic19. La morosidad del comercio al por mayor, ha aumentado en el 2019 desde 1,1% en Dic18 a 3,7% en Dic19.



En la medida que se el sector agrícola se pueda ir recuperando durante el 2020, se podrá generar un repunte del comercio exterior, incluyendo las importaciones de electrodomésticos y otros productos de consumo masivo. Por tanto, se espera un cierre del año 2019 con una economía debilitada, aunque podría darse un inicio de repunte para el último trimestre del año.

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

### PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

LCR S.A.E.C.A. inició sus operaciones en el año 2008, con un capital social de Gs. 100 millones, el cual fue aumentando rápidamente en respuesta al crecimiento del negocio. En el año 2009 su capital aumentó a Gs. 2.000 millones, en el año 2011 aumentó a Gs. 10.000 millones y en el año 2012 aumentó a Gs. 35.000 millones. En el año 2015, luego de ser integrado en su totalidad, el capital social autorizado aumentó a Gs. 100.000 millones. En el 2018 el capital social aumentó a Gs. 120.000 millones. El capital total integrado a Set19 fue de Gs. 56.298 millones, compuesto por acciones ordinarias de voto múltiple por un valor de Gs. 35.924 millones, representando el 63,81% del capital total, y por acciones preferidas sin voto por un valor Gs. 20.374 millones, representando el 36,19% del capital accionario. Las acciones preferidas fueron emitidas en 4 clases A, B, C, y D, siendo ésta última por un monto total autorizado de Gs. 20.000 millones.

El aumento del capital integrado se fue dando en forma de capitalización de resultados y emisión de acciones preferidas. En el 2019 la principal fuente de aumento del capital, fue la emisión de acciones preferidas clase D por un monto total de Gs. 5.374 millones. Asimismo, se capitalizaron utilidades por Gs. 937 millones. La política de distribución de utilidades para los accionistas, responde a una medida prudencial dando prioridad a la capitalización de la empresa, para fortalecer la solvencia patrimonial y sustentar el crecimiento del negocio. De esta forma, en los últimos años la distribución de utilidades se ha mantenido en niveles razonables, registrando una tasa del 37,9% en 2019, inferior a 43,7% en 2018 y 50,1% en 2017.

Variación de capital	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
Capital integrado inicial	13.160	17.611	34.393	45.007	46.507	49.987
Capitalización de resultado	2.611	6.782	8.727	1.500	3.000	937
Integración de nuevo capital	1.840	10.000	7	0	480	5.374
Capitalización de reserva legal	0	0	1.880	0	0	0
<b>Total capital integrado</b>	<b>17.611</b>	<b>34.393</b>	<b>45.007</b>	<b>46.507</b>	<b>49.987</b>	<b>56.298</b>
Distribución de dividendos	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
Utilidad año anterior	3.500	9.168	13.218	7.465	7.992	9.491
Pago de Dividendos	818	2.325	4.314	3.740	3.490	3.598
<b>% Distribución de Dividendos</b>	<b>23,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>32,6%</b>	<b>50,1%</b>	<b>43,7%</b>	<b>37,9%</b>

La propiedad de LCR S.A.E.C.A. está concentrada en sus principales accionistas, quienes poseen el 73,31% de los votos, con una participación del 52,61% del total accionario. El mayor accionista, el Sr. Luis Montanaro posee el 32,09% del poder votante y el 21,34% del total accionario, quien además es el Presidente del Directorio de la empresa. Los principales accionistas poseen vinculaciones con otras empresas como Pasfin S.A.E.C.A., Financiera FINEXPAR S.A.E.C.A., Cobranzas y Pagos SA (COPASA), MCI Capital S.R.L., Bufigroup S.A. y Mercoeste S.A., entre otras compañías.

Accionistas	Cantidad de Acciones	Valor de Acciones	% Particip. en capital	% Particip. en votos
Luis Augusto Montanaro Bedoya	12.013	12.013.000.000	21,34%	32,09%
Guillermo Manuel M. Ehreke Irraz	3.833	3.833.000.000	6,81%	10,39%
Bufigroup S.A.	3.227	3.227.000.000	5,73%	8,86%
Pozo Hondo S.A.	2.909	2.909.000.000	5,17%	6,61%
Paam S.A.	2.658	2.658.000.000	4,72%	7,30%
Markus Ivo Hermann Amann	2.590	2.590.000.000	4,60%	1,62%
Rubén Romero	2.386	2.386.000.000	4,24%	6,45%
<b>Total Principales Accionistas</b>	<b>29.616</b>	<b>29.616.000.000</b>	<b>52,61%</b>	<b>73,31%</b>
<b>Total Acciones Ordinarias</b>	<b>35.924</b>	<b>35.924.000.000</b>	<b>63,81%</b>	<b>100,00%</b>
Acciones Preferidas Clase A	3.000	3.000.000.000	5,33%	0,00%
Acciones Preferidas Clase B	2.000	2.000.000.000	3,55%	0,00%
Acciones Preferidas Clase C	10.000	10.000.000.000	17,76%	0,00%
Acciones Preferidas Clase D	5.374	5.374.000.000	9,55%	0,00%
<b>Total Acciones Preferidas</b>	<b>20.374</b>	<b>20.374.000.000</b>	<b>36,19%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Total Acciones Emitidas</b>	<b>56.298</b>	<b>56.298.000.000</b>	<b>100,00%</b>	

La administración de LCR S.A.E.C.A está conducida por un Directorio compuesto por tres miembros titulares, con amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y comercial, quienes además de dirigir la estrategia del negocio, también participan en diferentes Comités donde realizan tareas ejecutivas y de control. La plana ejecutiva está compuesta por profesionales de amplia experiencia en el rubro, distribuidos en tres Gerencias principales que son Comercial, Administrativa Financiera y de Talento Humano. Además se cuenta con áreas de apoyo como la Superintendencia de Calidad y la Unidad de Business Intelligence. A su vez, cada Unidad de Negocio posee su propio Gerente de Operaciones y Gerente de Análisis.

La gestión del negocio está basada en una eficiente estructura administrativa, organizada en áreas bien definidas acorde a su modelo de negocio. La organización funcional responde a las necesidades operativas y financieras de la empresa, la cual se desarrolla mediante la implementación de adecuadas políticas y procedimientos, así como de buenas prácticas de gobierno corporativo, con adecuada segregación de roles. Adicionalmente, la empresa cuenta con la Unidad de Auditoría Interna, la cual se encarga de los controles operativos y administrativos, en base a un Plan anual de trabajo. En el 2019 la empresa se ha mudado a su local propio, con modernas instalaciones incluyendo un depósito de mercaderías, donde se centraliza tanto la gestión corporativa y administrativa, como las operaciones de logística y distribución.

## MODELO DE NEGOCIO

El foco del negocio (core business) de LCR S.A.E.C.A. es la venta a crédito de electrodomésticos, artículos electrónicos y muebles, entre otras mercaderías de consumo masivo. En los últimos años, se han diversificado las operaciones hacia la venta de créditos, sin que éstas estén vinculadas directamente a la comercialización de electrodomésticos y otros bienes, con el objetivo de abarcar otros segmentos de clientes, en respuesta a la restricción de descuento salarial de los funcionarios públicos.

El mercado objetivo está constituido por los funcionarios permanentes del sector público, especialmente los dependientes de la administración central del Estado, como los docentes, policías, militares y personal de blanco. Por este motivo, las principales zonas de influencia comprenden Asunción, Gran Asunción y las cabeceras departamentales, donde existe mayor concentración de empleados públicos y donde la empresa ha logrado posicionarse en los últimos años, a pesar de la alta competencia y las limitaciones propias de este segmento de clientes. Sin embargo, el plan estratégico apunta a dejar de ser una empresa de electrodomésticos en el mediano plazo, para abarcar un portafolio más amplio y variado de productos y servicios financieros, que puedan ser ofrecidos a diferentes segmentos de clientes.

LCR S.A.E.C.A. opera principalmente a través de su marca Stilo Hogar, mediante de la cual realiza la comercialización y post-venta de las mercaderías, cuyas ventas están dirigidas a los funcionarios públicos. El principal canal de venta y distribución se basa en una amplia red de sucursales móviles, la cual está compuesta por más de 20 camiones especialmente adaptados para transportar las mercaderías, bajo un estricto control y monitoreo vía GPS, a fin de optimizar las rutas de distribución y el manejo de la logística. Este esquema de ventas se complementa con vendedores, que recorren y visitan a los clientes en sus propias motocicletas y un Call Center donde se realiza la gestión de telemarketing.

Además, la empresa cuenta con el producto Credi Club a través del cual se ofrecen préstamos en forma de líneas de crédito. En el 2017 se crearon 2 nuevas unidades de negocio FINCO y Electro Hogar, siendo la primera dirigida a las PyMes del rubro comercial mayorista y la segunda a clientes minoristas y consumidores en general. El modelo de negocio se basa en las ventas a créditos de las mercaderías, así como en la venta de créditos en efectivo, con lo cual se genera también un negocio financiero unido a la comercialización de los productos. Por tanto, la fuente de ingresos por ventas se compone de una importante participación de ingresos, en concepto de intereses y gastos cobrados por la financiación de las ventas y los préstamos a los clientes. Los ingresos financieros representan aproximadamente el 60% del total de los ingresos operativos.

Una parte fundamental del esquema del negocio consiste en la cobranza, la cual en el caso de los funcionarios públicos, se realiza mediante el esquema de libranza consistente en el descuento directo de los salarios de los clientes, principalmente a través del servicio proveído por el BNF, así como también a través de las propias Giradurías de las entidades públicas y los Ministerios, con los cuales se han realizado convenios especiales. Estos servicios son implementados mediante acuerdos y contratos por escrito con el BNF y las Instituciones del Estado. Aunque este esquema ofrece una mayor seguridad para el recupero del capital, es susceptible a cambios en regulaciones y políticas del sector público. Asimismo, se dispone de un equipo de Gestores que realizan las cobranzas en forma telefónica y mediante visitas, a los clientes en general.

---

---

## **ESTRUCTURA y GESTIÓN OPERACIONAL**

### **Gestión comercial**

Debido a las dificultades para vender los productos y colocar créditos a los funcionarios públicos, a causa del límite establecido por el Gobierno para realizar los descuentos de salarios, en el 2017 LCR S.A.E.C.A. ha implementado una estrategia comercial de diversificación, mediante la creación de 2 nuevas unidades de negocio, con el fin de aumentar las colocaciones de préstamos y alcanzar otros segmentos de cliente. Estos nuevos negocios son FINCO y Electro Hogar, siendo el primero un producto crediticio dirigido a las PyMes del rubro comercial mayorista, y el segundo un producto de venta de electrodomésticos a clientes minoristas.

El área comercial, cuenta con 60 asesores comerciales, con 4 Supervisores (team leaders) trabajando, 3 coordinadoras y 3 asistentes de coordinación, y un Gerente Comercial a cargo del área. En el 2019 se implementó un esquema de trabajo con una planificación diferente, utilizando el método PDCA (Plan, Do, Check, Action), dando mayor enfoque al control, motivación y capacitación del plantel de Team Leaders y de la fuerza de ventas. Para el 2020 se proyecta un crecimiento del 20% en las ventas, con la misma estructura y cantidad de fuerza comercial (asesores), incorporando tecnología para automatizar los procesos y mejorar la productividad. Los principales Proveedores son NGO, BRITAM, Globo Import Export, ABACEL, entre otros, los cuales son representantes oficiales de las marcas proveídas y que también realizan servicios de post-venta.

### **Gestión de créditos y cobranzas**

LCR S.A.E.C.A. ha ido consolidando su proceso crediticio, con políticas de crédito acorde a las necesidades del negocio y a la medida del perfil de riesgo de sus clientes. El análisis y la aprobación de los créditos se realizan de forma centralizada, con un equipo de analistas y verificadores, mediante políticas y herramientas de evaluación (credit scoring) adaptadas al perfil de riesgo de los clientes. Todas las solicitudes de crédito son preparadas por los comerciales y remitidas en forma física con sus antecedentes al área de Análisis y Sustentabilidad de Negocios. Los datos son procesados de acuerdo a los parámetros establecidos y son inmediatamente aprobados o rechazados, en base a los procedimientos y delimitamientos de la política de crédito.

En los últimos años se han ido realizando ajustes en las políticas y los procesos crediticios, para adaptar los parámetros al perfil de riesgo de los nuevos segmentos de clientes, especialmente a través del producto FINCO dirigido a las PyMes. Asimismo, la empresa forma parte de cámaras y grupos de casas de crédito, donde se comparte información de endeudamiento del mercado, conformando un Buró de Información tanto positiva como negativa de los clientes, sirviendo como un Benchmark referencial para el análisis de riesgo crediticio.

La cobranza de Stilo Hogar se realiza a través de descuentos de salarios, mediante convenios con el Banco Nacional de Fomento (BNF) o directamente de las instituciones públicas donde trabajan sus clientes, lo cual brinda cierta seguridad en el recupero de los créditos y además genera bajos costos operativos. Este esquema permite asegurar la cobranza mensual, toda vez que el cliente posea saldo para el descuento, lo cual además tiene un costo operacional relativamente bajo. El riesgo de no recuperar el crédito es por tanto muy bajo, aunque la demora en el cobro igualmente puede generar altos costos por provisiones y por gestiones judiciales.

La estructura del área de cobranzas consta de 2 equipos de trabajo, 7 colaboradores en cada uno, una buscadora de clientes y fidelización de los datos, y un cobrador externo. Para los casos que no pudieron ser descontados del salario, se generan planillas de los cobros que no ingresaron, estos se procesan y se gestionan, para lo cual se realiza una asignación de clientes vencidos al cierre de cada mes, donde se distribuye la cartera con atrasos en todos sus tramos a los diferentes Gestores. Las principales decisiones se toman en los Comités de Riesgos y de Cobranzas, cuyas deliberaciones constan en sus respectivas Actas. La gestión de cobranza también se enfoca en negociaciones y refinanciamientos de deudas, además de los cobros vía judicial.

Se cuenta con herramientas de gestión como sistemas de mensajería masiva, sistema de llamadas predictivas, y las visitas a los clientes. Asimismo, se cuenta con los sistemas de Informconf, Te Buscamos, BICSA, Infomercio y un programa de gestión de llamadas. Además, se cuenta con los sistemas de pago como Bancard, Aquí Pago, Pago Express, Practipago, entre otros. Actualmente el 55% de las cobranzas se realiza vía débito con Giradurías, el 32% vía débito BNF y el 13% vía medios de pago.

### **Control interno y gestión de riesgos**

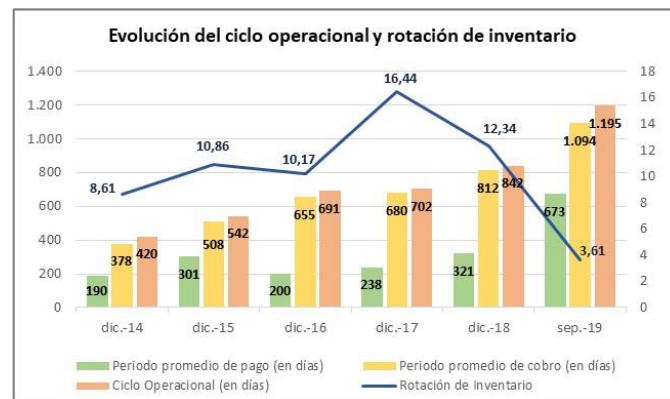
LCR S.A.E.C.A. cuenta con un adecuado ambiente de control interno, compuesto por la unidad de Auditoría Interna y el Comité de Auditoría Interna. Los controles se realizan en base al Plan Anual de Auditoría, el cual es implementado y monitoreado conforme a los delineamientos establecidos por el Directorio y las buenas prácticas del mercado. La gestión de control interno se enfoca tanto en los procesos como en las políticas vigentes, a través de la gestión realizada por las diferentes áreas de la estructura administrativa y operacional. Asimismo, se cuenta con el Comité de Cumplimiento, donde se realiza el seguimiento a los controles del riesgo de lavado de dinero, a través del cumplimiento de los manuales establecidos para el efecto.

Con respecto al riesgo operacional y tecnológico, se cuenta el Manual de Seguridad Informática y con el Comité de TI, a través de los cuales se realiza el seguimiento a los principales aspectos relacionados con el buen funcionamiento del sistema informático y los procesos.

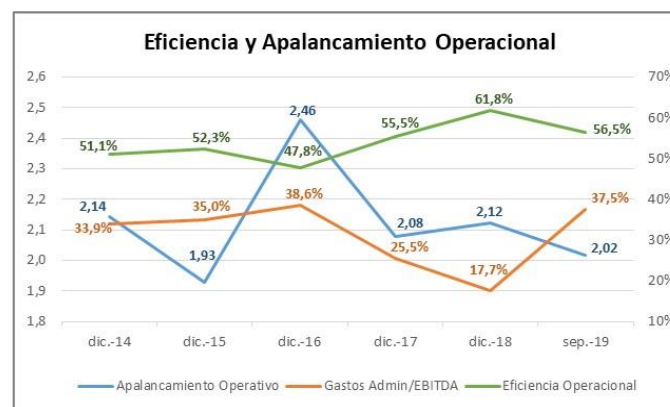
## ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

### GESTIÓN y EFICIENCIA OPERACIONAL

LCR S.A.E.C.A. ha mantenido una alta rotación de inventario durante los últimos años, registrando una reducción en el 2019 desde 12,34 en Dic18 a 3,61 en Set19. Esto último se debió al aumento de los inventarios en 2019 a causa de las menores ventas realizadas. Este indicador denota la rapidez con la que la empresa transforma sus inventarios en ventas, reflejando una menor capacidad de comercialización y venta de sus productos en 2019, derivando en una menor generación de ingresos y recursos líquidos. Esto sumado a la disminución de la rotación de cartera en el año 2019, el ciclo operacional aumentó desde 842 días en Dic18 a 1.195 días en Set19.

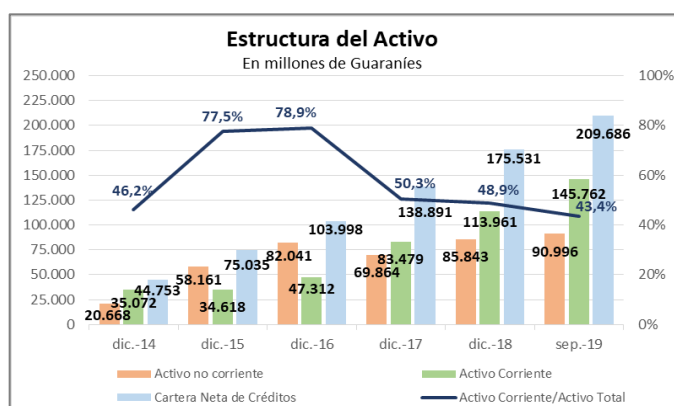


Otro indicador importante sobre la actividad operacional es el Apalancamiento Operativo, el cual se ha mantenido en niveles razonables durante los últimos años, registrando una disminución en 2019 desde 2,12 en Dic18 a 2,02 en Set19. El índice de Eficiencia Operacional también se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, aunque en el 2019 registró una disminución desde 61,8% en Dic18 a 56,5% en Set19, reflejando un aumento relativo en la estructura de costos operacionales, lo que se ha evidenciado en el incremento del ratio Gastos Admin/Margen Operacional, que subió desde 17,7% en Dic18 a 37,5% en Set19.

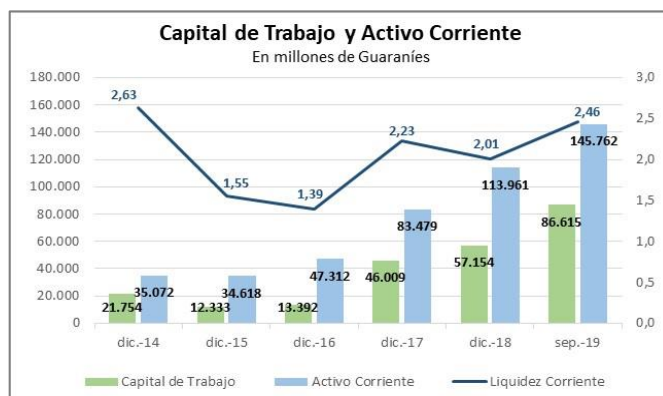


## ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y LIQUIDEZ

Los Activos Totales de LCR S.A.E.C.A. aumentaron 18,5% en el 2019 desde Gs. 199.804 millones en Dic18 a Gs. 236.758 millones en Set19, debido principalmente al incremento de 27,9% de los Activos Corrientes desde Gs. 113.961 millones en Dic18 a Gs. 145.762 millones en Set19. Asimismo, la Cartera Neta de Créditos aumentó 19,5% desde Gs. 175.531 millones en Dic18 a Gs. 209.686 millones en Set19. El ratio de Activo Corriente/Activo Total disminuyó en el 2019 desde 48,9% en Dic18 a 43,4% en Set19, mientras que el ratio de Cartera Neta/Activo Total aumentó desde 64,9% en Dic18 a 69,5% en Set19. La productividad del Activo medida por el ratio de Ventas/Activo Total disminuyó desde 42,9% en Dic18 a 32,1% en Set19.

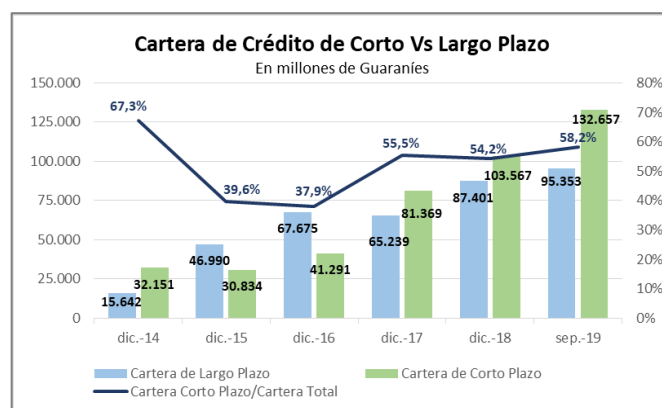


Los indicadores de liquidez de LCR S.A.E.C.A. se han mantenido en niveles adecuados durante los últimos años. El ratio de Liquidez Corriente aumentó en el 2019 desde 2,01 en Dic18 a 2,46 en Set19, mientras que el índice de Capital de Trabajo disminuyó desde 28,6% en Dic18 a 22,7% en Set19, aunque ambos indicadores se mantienen en niveles adecuados para el volumen de las operaciones y el ritmo de crecimiento del negocio. Asimismo, el índice de Efectividad medido por el ratio de Disponible/Pasivo Corriente aumentó en el 2019 desde 7,2% en Dic18 a 10,4% en Set19, debido al incremento de 50,9% de las disponibilidades desde Gs. 4.085 millones en Dic18 a 6.163 millones en Set19.

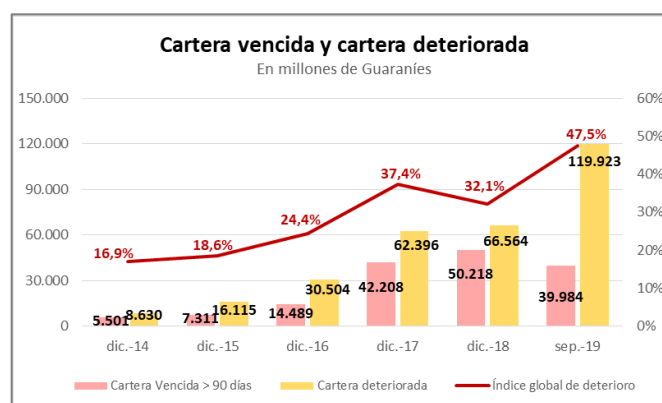


## CARTERA DE CRÉDITOS Y MOROSIDAD

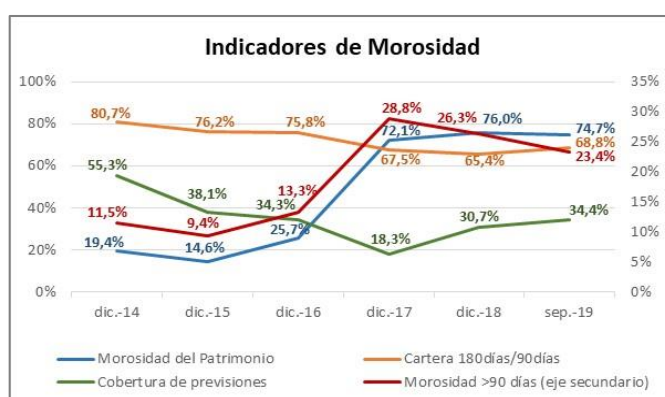
La Cartera total de Créditos aumentó 19,4% en el 2019, desde Gs. 190.968 millones en Dic18 a Gs. 228.010 millones, debido principalmente al aumento de 28,1% de la cartera de corto plazo desde Gs. 103.567 millones en Dic18 a Gs. 132.657 millones en Set19, cuya participación respecto a la cartera total subió desde 54,2% en Dic18 a 58,2% en Set19. La cartera está compuesta mayormente por ventas a crédito de electrodomésticos, a través de la Unidad de Negocio Stilo Hogar representando el 79% de la cartera total en Set19, mientras que los créditos de las Unidades de Negocio Finco y Crediclub, representan el 21% de la cartera total.



Con respecto a la morosidad, la Cartera Vencida >90 días, incluyendo el capital y las cuotas vencidas, registró un incremento de 19,0% en el 2018 con un nuevo incremento de 6,1% en el 2019 desde Gs. 50.218 millones en Dic18 a Gs. 53.270 millones en Set19. Sin embargo, el aumento más importante se dio en la cartera refinanciada, que subió 254,6% en el 2019 desde Gs. 11.851 millones en Set18 a Gs. 42.023 millones en Set19, lo que sumado a la cartera vendida ha generado el aumento de la Cartera Deteriorada de 80,2% desde Gs. 66.564 millones en Dic18 a Gs. 119.923 millones en Set19. Por consiguiente, el índice de deterioro global de la cartera crediticia aumentó en el 2019 desde 32,1% en Dic18 a 47,5% en Dic19, reflejando una menor calidad de los activos crediticios de la empresa.



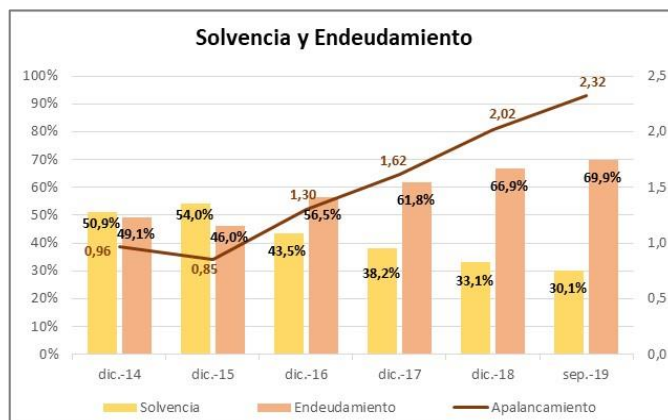
A pesar que el índice de Morosidad de la Cartera ha ido disminuyendo durante los últimos años, desde 28,8% en Dic17 a 26,3% en Dic18 y 23,4% en Set19, la cartera vencida ha ido madurando y se ha ido deteriorando, reflejando una menor contención de la morosidad global. El índice de Morosidad respecto al Patrimonio se ha mantenido en niveles altos durante los últimos años, aunque en el 2019 disminuyó desde 76,0% en Dic18 a 74,7% en Set19, mientras que la cartera vencida más deteriorada >180 días aumentó desde 65,4% en Dic18 a 68,8% en Set19 respecto a la cartera vencida total. Estos elevados indicadores de morosidad, reflejan una alta exposición de los activos y del patrimonio al riesgo de crédito, lo que podría debilitar la solvencia y la capacidad de generación de utilidades en el futuro.



Esta situación de una elevada morosidad de la cartera crediticia, se debió principalmente a las dificultades para el cobro de los préstamos a través del descuento de salarios de los funcionarios públicos, a causa del blindaje establecido por el Gobierno. Sin embargo, el deterioro de la cartera crediticia, está mitigado por la atomización de los créditos y los acuerdos contractuales con las instituciones públicas, así como por una adecuada estructura y gestión de cobranzas, sumado a una suficiente cobertura de provisiones que ha aumentado de 30,7% en Dic18 a 34,4% en Set19.

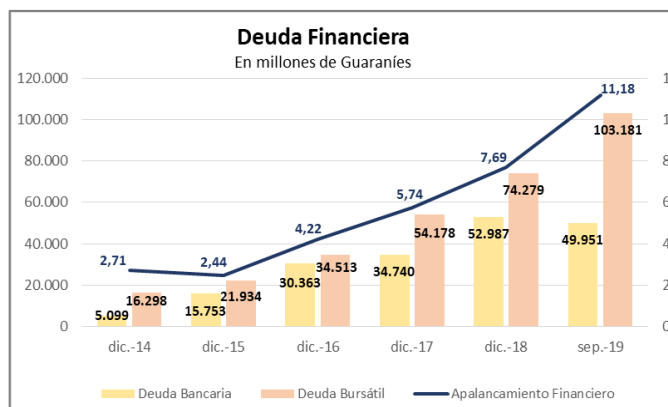
### **SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO**

LCR S.A.E.C.A. posee una suficiente solvencia patrimonial, considerando el volumen de sus operaciones y el ritmo de crecimiento de su negocio, lo que ha estado fortalecido por constantes aportes de capital, complementado con un adecuado nivel de reservas. El índice de Solvencia, medido por el ratio de Patrimonio Neto/Activos Totales ha ido disminuyendo durante los últimos años, desde 54,0% en Dic15 a 33,1% en Dic18 y 30,1% en Set19, reflejando una menor cobertura de los activos operacionales solventados con recursos propios. Asimismo, el índice de Apalancamiento ha ido subiendo desde 0,85 en Dic15 a 2,02 en Dic18 y 2,32 en Set19, debido al mayor endeudamiento de la empresa para financiar el crecimiento del negocio.

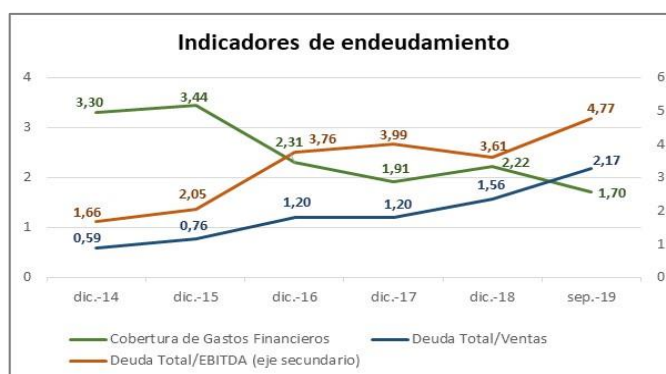


La reducción del índice de Solvencia se debió principalmente al incremento de la Deuda Total de la empresa, en forma más que proporcional al aumento acumulado del Patrimonio Neto, cuyos indicadores de endeudamiento han ido aumentando en los últimos años, aunque siguen siendo razonables para el giro del negocio. Sin embargo, esta tendencia del endeudamiento, podría afectar la capacidad futura de generar adecuados márgenes de rentabilidad, lo cual también podría tener su impacto en el flujo de caja futuro.

La Deuda Total de LCR S.A.E.C.A. aumentó 41,0% en el 2018 y 23,7% en el 2019 desde Gs. 133.692 millones en Dic18 a Gs. 165.440 millones en Set19, debido principalmente al incremento de 20,3% de la Deuda Financiera desde Gs. 127.266 millones en Dic18 a Gs. 153.132 millones en Set19. Esto último generó el aumento del apalancamiento financiero desde 7,69 en Dic18 a 11,18 en Set19, así como también el incremento del costo financiero cuyo indicador medido por el ratio de Gastos Financieros/EBITDA aumentó desde 45,1% en Dic18 a 58,8% en Set19. La Deuda Bancaria disminuyó 5,7% en el 2019 desde Gs. 52.987 millones en Dic18 a Gs. 49.951 millones en Set19, mientras que la Deuda Bursátil aumentó 38,9% desde Gs. 74.279 millones en Dic18 a Gs. 103.181 millones en Set19, como resultado de las emisiones realizadas en el marco del Programa de Emisión Global PEG G8.



El mayor endeudamiento durante los últimos años, principalmente mediante deuda financiera, ha generado el incremento del costo de fondeo, derivando en la disminución del índice de Cobertura de gastos financieros desde 3,44 en Dic15 a 2,22 en Dic18 y 1,70 en Set19. Asimismo, otros indicadores de endeudamiento han aumentado, como el ratio de Deuda Total/EBITDA que ha subido desde 2,05 en Dic15 a 3,61 en Dic18 y 4,77 en Set19, así como el ratio de Deuda Total/Ventas que ha aumentado desde 0,76 en Dic15 a 1,56 en Dic18 y 2,17 en Set19. El incremento de estos indicadores de endeudamiento, reflejan la menor capacidad de generación de rentabilidad, por cada unidad adicional de deuda que va adquiriendo la empresa.

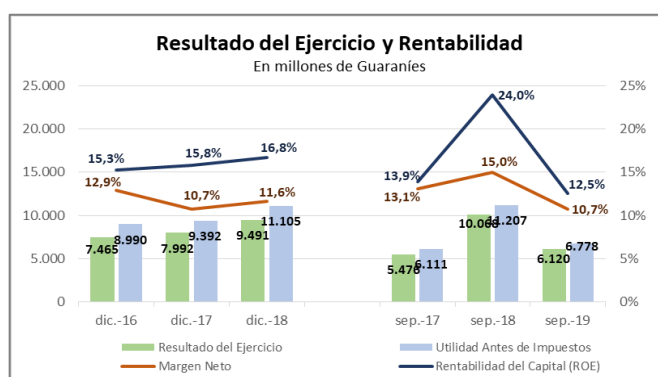


## RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

El Margen Operacional se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, con tendencia creciente desde 30,2% en Dic17 a 43,2% en Dic18 y 45,6% en Set19, lo que ha estado explicado por el constante incremento del Margen Bruto desde 54,4% en Dic17 a 69,9% en Dic18 y 82,3% en Set19. En el comparativo trimestral, la Utilidad Operacional (EBITDA) disminuyó 8,0% en el 2019 desde Gs. 28.254 millones en Set18 a Gs. 26.066 millones en Set19, mientras que la Utilidad Bruta aumentó 4,1% desde Gs. 44.223 millones en Set18 a Gs. 46.056 millones en Set19. Sin embargo, a pesar de los elevados márgenes brutos y operacionales, el margen neto ha ido disminuyendo durante los últimos años, desde 24,9% en Dic15 a 10,7% en Set19, debido principalmente al efecto de las provisiones y los costos financieros.



El incremento de los costos por provisiones y de los gastos financieros, ha ido absorbiendo una mayor parte del margen operacional durante los últimos años, derivando en la disminución del margen neto y de la rentabilidad del capital. El ROE ha ido disminuyendo desde 35,8% en Dic15 a 16,8% en Dic18 y 12,5% en Set19. En términos comparativos trimestrales, el Resultado del Ejercicio disminuyó 39,2% en el 2019 desde Gs. 10.068 millones en Set18 a Gs. 6.120 millones en Set19, así como también la Utilidad Antes de Impuestos disminuyó 39,5% desde Gs. 11.207 millones en Set18 a Gs. 6.778 millones en Set19.



Finalmente, el principal desafío de LCR S.A.E.C.A. para el año 2020, será seguir conteniendo la morosidad y mejorar la calidad de la cartera crediticia, de tal forma a que el mayor endeudamiento pueda influir positivamente sobre la utilidad operacional y la rentabilidad futura del capital. Para ello será fundamental seguir diversificando la cartera de créditos en otro tipo de segmento de clientes, mediante sus nuevas unidades de negocios. Si bien el mayor endeudamiento ha sustentado el crecimiento del negocio, ha ido generando la disminución del desempeño financiero, debido al mayor costo de fondeo, lo que sumado a los flujos de caja operativos negativos, ha derivado en el constante aumento del apalancamiento del negocio, como principal fuente de capital operativo y de repago de la deuda.

La tendencia creciente del endeudamiento de LCR S.A.E.C.A., por un lado, y de la morosidad global de su cartera, por otro, en conjunto con una tendencia decreciente de la solvencia y flujos de caja ajustados, configuran los principales factores de riesgo para la empresa, para lo cual será fundamental seguir aumentando los niveles de capitalización, a fin de sustentar el crecimiento del negocio y la solvencia patrimonial. Asimismo, un desafío adicional será ajustar la registración contable, para incorporar el devengamiento de ingresos generados por intereses de su cartera de créditos, así como también implementar un régimen de provisiones sobre los riesgos de crédito, más acorde con la situación de maduración y deterioro de la cartera vencida.

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2019-2027

LCR S.A.E.C.A. proyecta un flujo de caja basado en la generación de ingresos operativos, producto de un crecimiento gradual de las ventas. De esta forma, está previsto que el flujo operativo sea la principal fuente de financiamiento a partir del año 2022, aunque los primeros 3 años se espera continuar con los flujos de caja operativos negativos.

FLUJO DE CAJA (en millones de Gs.)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos	60.714	82.428	100.545	124.549	145.287	168.229	184.757	203.087	214.830
Egresos Operativos	-76.301	-89.468	-102.105	-118.761	-135.330	-148.606	-162.914	-171.700	-181.981
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>-15.588</b>	<b>-7.039</b>	<b>-1.560</b>	<b>5.788</b>	<b>9.956</b>	<b>19.624</b>	<b>21.843</b>	<b>31.387</b>	<b>32.849</b>
Financiamiento Bancario y Bursátil	22.313	18.405	12.000	15.000	7.000	-15.000	-10.000	-25.000	-20.000
<b>Total Ingresos Financieros</b>	<b>22.313</b>	<b>18.405</b>	<b>12.000</b>	<b>15.000</b>	<b>7.000</b>	<b>-15.000</b>	<b>-10.000</b>	<b>-25.000</b>	<b>-20.000</b>
Amortización de Deuda (capital)	-12.650	-9.500	-11.000	-13.500	-11.000	0	-5.000	0	0
Retiro de Utilidades - Acciones Ordinarias	-766	-902	-861	-1.045	-1.180	-1.437	-1.609	-1.808	-1.882
Retiro de Utilidades - Acciones Preferidas	-2.740	-2.550	-2.150	-2.150	-2.050	-1.950	-1.950	-1.950	-1.950
<b>Total Egresos Financieros</b>	<b>-16.156</b>	<b>-12.952</b>	<b>-14.011</b>	<b>-16.695</b>	<b>-14.230</b>	<b>-3.387</b>	<b>-8.559</b>	<b>-3.758</b>	<b>-3.832</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>6.157</b>	<b>5.453</b>	<b>-2.011</b>	<b>-1.695</b>	<b>-7.230</b>	<b>-18.387</b>	<b>-18.559</b>	<b>-28.758</b>	<b>-23.832</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>-9.431</b>	<b>-1.587</b>	<b>-3.571</b>	<b>4.093</b>	<b>2.726</b>	<b>1.237</b>	<b>3.284</b>	<b>2.628</b>	<b>9.017</b>
Saldo Inicial	1.443	-7.988	-9.575	-13.146	-9.053	-6.327	-5.091	-1.807	822
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>-7.988</b>	<b>-9.575</b>	<b>-13.146</b>	<b>-9.053</b>	<b>-6.327</b>	<b>-5.091</b>	<b>-1.807</b>	<b>822</b>	<b>9.838</b>
Proyección de Ventas	97.500	116.640	134.136	154.256	177.395	195.134	214.648	225.380	236.649
Crecimiento proyectado	15%	20%	15%	15%	15%	10%	10%	5%	5%

Se espera un flujo financiero positivo durante los primeros 2 años, a fin de cubrir el flujo operativo negativo, aunque a partir del año 2021, se proyectan flujos financieros negativos, a consecuencia de la reducción de las deudas financieras y el aumento de los egresos en concepto de pagos y amortizaciones de capital e intereses. Finalmente, se espera que el flujo neto de caja sea negativo durante los primeros años del periodo proyectado, resultando en un flujo acumulado negativo durante los próximos años.

Este flujo de caja muy ajustado, deberá ser compensado con un plan de fondeo y capitalización de la empresa, que sea adecuado para sustentar el crecimiento del esperado del negocio. El flujo de caja final posee una alta dependencia del flujo operativo, lo que responde a la política de la empresa de ir disminuyendo sus niveles de endeudamiento, con el objetivo de balancear su estructura de fondeo con su estructura operacional, a fin de optimizar el uso de los recursos financieros y sostener los buenos márgenes de utilidad bruta y operacional, manteniendo adecuados niveles de liquidez.

## CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G9</b>	
Aprobación	Acta de Directorio N° 555 del 23/Dic/19
Denominación	G9
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 60.000.000.000.- (Guaraníes Sesenta Mil Millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
Plazo de emisión	Entre 1 y 10 años según el complemento de Prospecto de cada serie
Tasa de interés	A ser definida para cada serie
Garantía	Garantía Común
Pago de capital e interés	A través del Agente de Pago designado por BVPASA
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Forma de emisión	Se emitirá un Título Global para cada serie
Series	Serán establecidas por el Directorio de la sociedad
Destino de los fondos	Mínimo de 40% y máximo de 60% para capital operativo y mínimo 40% y máximo 60% para sustitución de deuda de corto plazo
Agente intermediario	PUENTE Casa de Bolsa SA

Este Programa de Emisión, junto con todas las emisiones vigentes, sumado a la deuda financiera total, fueron considerados para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de LCR S.A.E.C.A., de acuerdo a la situación financiera actual de la empresa y al Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto que tendrá esta nueva emisión de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del nuevo endeudamiento en la sostenibilidad del negocio.

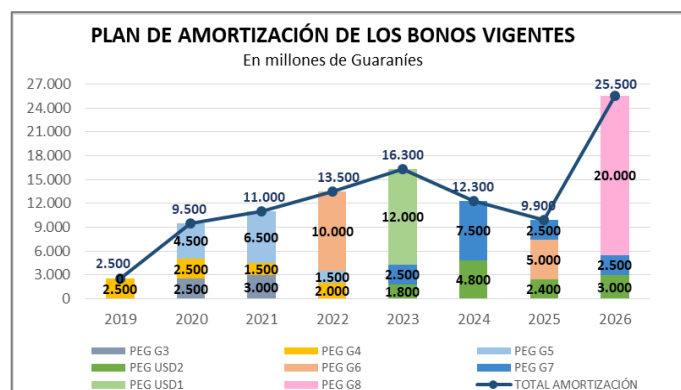
Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que LCR S.A.E.C.A. cuenta con ajustado margen para seguir apalancando el negocio, considerando que los gastos financieros han adquirido un peso relevante en la estructura de costos, lo que podría afectar la liquidez y la capacidad de generación de futuras utilidades operativas. Esto último sumado al deterioro de la calidad de cartera crediticia, ha generado una mayor exposición al riesgo de disminución de la solvencia de la empresa. Por tanto, será un factor clave ir aumentando el capital de la empresa, mediante nuevas emisiones de acciones preferidas, en la medida que se incremente el endeudamiento, lo que deberá ir acompañado del crecimiento de las ventas con mayor calidad de cartera. Esta equilibrada relación entre la estructura financiera y operativa del negocio, está basada en la generación de un adecuado flujo de caja operativo, lo cual está previsto en la proyección del Flujo de Caja elaborado por la empresa.

## ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

Desde su inscripción como emisor de deuda en la Comisión Nacional de Valores en el año 2011, LCR S.A.E.C.A. ha sido un activo participante del mercado de capitales. La empresa ha emitido y colocado un total de 8 Programas de Emisión de Bonos en Guaraníes y 2 Programas en Dólares Americanos. El último PEG G8 por Gs. 40.000 millones fue emitido en el 2019 en 3 series por Gs. 20.000 millones, quedando un saldo de Gs. 20.000 millones. Al corte analizado, el saldo total del capital de la Deuda Bursátil fue de Gs. 100.500 millones. El primer Programa emitido PEG G1 por Gs. 3.000 millones ya fue amortizado en su totalidad, al igual que el PEG G2 emitido por Gs. 10.000 millones y los Fideicomisos de Titularización FSH01 por Gs. 3.850 millones y FSH02 por Gs. 5.000 millones .

TÍTULOS DE DEUDA	Año de Emisión	Monto Emitido y colocado	Pagado	Saldo
PEG G1	2.012	3.000.000.000	3.000.000.000	0
PEG G2	2.012	10.000.000.000	10.000.000.000	0
FSH01	2.013	3.850.000.000	3.850.000.000	0
FSH02	2.014	5.000.000.000	5.000.000.000	0
PEG G3	2.014	10.000.000.000	4.500.000.000	5.500.000.000
PEG G4	2.015	10.000.000.000	1.500.000.000	8.500.000.000
PEG G5	2.016	15.000.000.000	2.500.000.000	12.500.000.000
PEG G6	2.017	15.000.000.000	0	15.000.000.000
PEG G7	2.018	15.000.000.000	0	15.000.000.000
PEG G8	2.018	20.000.000.000	0	20.000.000.000
PEG USD1	2.017	12.000.000.000	0	12.000.000.000
PEG USD2	2.018	12.000.000.000	0	12.000.000.000
<b>TOTAL DEUDA</b>		<b>130.850.000.000</b>	<b>30.350.000.000</b>	<b>100.500.000.000</b>

Con respecto al flujo de pago de los bonos, se proyecta ir amortizando el capital en los montos y plazos establecidos, con lo cual se podrá evaluar la necesidad de nuevas emisiones en el mediano plazo, a fin de seguir apalancando el crecimiento del negocio.



**RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS**

LCR S.A.E.C.A.										
PRINCIPALES RATIOS	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
<b>CARTERA</b>										
Cartera de Créditos	47.793	77.824	108.966	146.608	190.968	30,3%	122.134	182.395	228.010	25,0%
Previsiones	-3.040	-2.789	-4.968	-7.717	-15.437	100,0%	-6.196	-13.545	-18.324	35,3%
Cartera Neta de Créditos	44.753	75.035	103.998	138.891	175.531	26,4%	115.938	168.850	209.686	24,2%
Cartera Neta/Activo Total	80,29%	80,87%	80,40%	90,58%	87,85%	-3,0%	79,27%	84,99%	88,57%	4,2%
Cartera vencida >90 días	5.501	7.311	14.489	42.208	50.218	19,0%	41.130	68.833	53.270	-22,6%
Morosidad >90 días	11,5%	9,4%	13,3%	28,8%	26,3%	-8,7%	33,7%	37,7%	23,4%	-38,1%
Índice de Cobertura	55,3%	38,1%	34,3%	18,3%	30,7%	68,0%	15,1%	19,7%	34,4%	74,8%
<b>LIQUIDEZ</b>										
Liquidez Corriente	2,63	1,55	1,39	2,23	2,01	-10,0%	1,45	2,05	2,46	20,0%
Prueba Ácida	2,50	1,50	1,31	2,18	1,96	-10,2%	1,42	2,02	2,36	16,6%
Ratio de Efectividad	17,2%	13,2%	8,6%	9,1%	7,2%	-20,9%	17,6%	22,0%	10,4%	-52,5%
Capital de Trabajo	21.754	12.333	13.392	46.009	57.154	24,2%	22.199	58.714	86.615	47,5%
Índice de Capital de Trabajo	39,0%	13,3%	10,4%	30,0%	28,6%	-4,7%	15,2%	29,6%	36,6%	23,8%
<b>GESTIÓN</b>										
Rotación de Inventario	8,61	10,86	10,17	16,44	12,34	-24,9%	8,91	17,50	3,61	-79,4%
Rotación de Cartera	0,97	0,72	0,56	0,54	0,45	-16,3%	0,46	0,49	0,33	-32,2%
Ciclo Operacional (en días)	424	535	705	696	849	21,8%	842	763	1195	56,6%
Periodo promedio de cobro (en días)	378	508	655	680	812	19,4%	801	742	1094	47,4%
Periodo promedio de pago (en días)	190	301	200	238	321	34,6%	233	123	673	448,3%
Apalancamiento Operativo	2,14	1,93	2,46	2,08	2,12	2,2%	2,36	2,07	2,02	-2,5%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>										
Solvencia	50,9%	54,0%	43,5%	38,2%	33,1%	-13,3%	39,6%	33,2%	30,1%	-9,4%
Endeudamiento	49,1%	46,0%	56,5%	61,8%	66,9%	8,2%	60,4%	66,8%	69,9%	4,7%
Apalancamiento	0,96	0,85	1,30	1,62	2,02	24,9%	1,53	2,01	2,32	15,5%
Apalancamiento Financiero	2,71	2,44	4,22	5,74	7,69	33,9%	4,69	5,74	11,18	94,8%
Cobertura de Gastos Financieros	3,02	3,42	1,97	1,66	1,69	2,1%	1,34	2,28	1,49	-34,4%
Deuda Total/EBITDA	1,66	2,05	3,76	3,99	3,61	-9,6%	5,25	3,52	4,77	35,5%
Deuda Total/Ventas	0,59	0,76	1,20	1,20	1,56	29,3%	1,59	1,48	2,17	47,1%
Cobertura de las Obligaciones	123,5%	93,3%	57,3%	63,4%	65,2%	2,9%	34,4%	67,6%	58,6%	-13,3%
Gastos Financieros/EBITDA	30,3%	29,0%	43,3%	52,4%	45,1%	-13,8%	67,2%	33,2%	58,8%	77,0%
<b>RENTABILIDAD</b>										
Rentabilidad del Activo (ROA)	16,4%	14,2%	5,8%	5,2%	4,8%	-8,9%	5,0%	6,8%	3,4%	-49,0%
Rentabilidad del Capital (ROE)	47,7%	35,8%	15,3%	15,8%	17,0%	7,7%	13,9%	24,0%	12,5%	-47,8%
Margen Bruto	69,8%	71,1%	67,0%	54,4%	69,9%	28,6%	64,1%	65,7%	80,7%	22,8%
Margen Operacional (EBITDA)	35,6%	37,2%	32,0%	30,2%	43,2%	43,1%	30,2%	42,0%	45,6%	8,5%
Margen Neto	21,0%	24,9%	12,9%	10,7%	11,6%	8,9%	13,1%	15,0%	10,7%	-28,3%
Ventas Netas/Activo Total	82,8%	60,2%	46,9%	51,3%	42,9%	-16,3%	38,1%	45,1%	32,1%	-28,8%
Eficiencia Operacional	51,1%	52,3%	47,8%	55,5%	61,8%	11,3%	47,2%	63,9%	56,5%	-11,6%
Gastos de Administración/EBITDA	33,9%	35,0%	38,6%	25,5%	17,7%	-30,8%	31,3%	16,5%	37,5%	127,2%
Costo de Mercaderías/Ventas	30,2%	28,9%	33,0%	45,6%	30,1%	-34,0%	35,9%	34,3%	19,3%	-43,8%

## CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

LCR S.A.E.C.A.										
En millones de Guaraníes										
BALANCE	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
Disponibilidades	2.287	2.948	2.912	3.408	4.085	19,9%	8.602	12.230	6.163	-49,6%
Créditos	32.151	30.834	41.291	81.369	103.567	27,3%	59.419	99.783	132.657	32,9%
Previsiones	-1.620	-1.398	-2.170	-4.215	-4.408	4,6%	-3.384	-5.619	-4.986	-11,3%
Inventarios	1.780	1.189	2.752	1.618	2.570	58,8%	1.734	1.778	6.336	256,4%
Otros créditos	474	1.045	2.527	1.299	8.147	527,2%	4.767	6.254	5.592	-10,6%
<b>Activo Corriente</b>	<b>35.072</b>	<b>34.618</b>	<b>47.312</b>	<b>84.379</b>	<b>113.961</b>	<b>35,1%</b>	<b>71.138</b>	<b>114.426</b>	<b>145.762</b>	<b>27,4%</b>
Créditos	15.642	46.990	67.675	65.239	87.401	34,0%	62.715	82.612	95.353	15,4%
Previsiones	-1.420	-1.391	-2.798	-3.502	-11.029	214,9%	-2.812	-7.926	-13.338	68,3%
Bienes de uso	4.563	5.162	9.774	5.040	4.567	-9,4%	11.055	5.044	5.516	9,4%
Inversiones	1.353	6.578	6.365	2.260	2.542	12,5%	2.040	2.430	555	-77,2%
Otros créditos	530	822	1.025	827	2.362	185,6%	2.117	2.091	2.910	39,2%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>20.668</b>	<b>58.161</b>	<b>82.041</b>	<b>69.864</b>	<b>85.843</b>	<b>22,9%</b>	<b>75.115</b>	<b>84.251</b>	<b>90.996</b>	<b>8,0%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>55.740</b>	<b>92.779</b>	<b>129.353</b>	<b>153.343</b>	<b>199.804</b>	<b>30,3%</b>	<b>146.253</b>	<b>198.677</b>	<b>236.758</b>	<b>19,2%</b>
Deuda Comercial	3.414	1.440	5.019	2.478	2.924	18,0%	2.711	5.285	3.435	-35,0%
Deuda Financiera	3.581	12.878	23.885	29.709	40.968	37,9%	40.969	39.299	36.669	-6,7%
Deuda Bursátil	4.798	4.934	2.513	2.777	9.896	256,4%	2.517	7.380	10.642	44,2%
Otros pasivos	1.525	3.033	2.503	2.506	3.019	20,5%	2.742	3.748	8.401	124,1%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>13.318</b>	<b>22.285</b>	<b>33.920</b>	<b>37.470</b>	<b>56.807</b>	<b>51,6%</b>	<b>48.939</b>	<b>55.712</b>	<b>59.147</b>	<b>6,2%</b>
Deuda Financiera	1.518	2.875	6.478	5.031	12.019	138,9%	5.445	9.629	13.282	37,9%
Deuda Bursátil	11.500	17.000	32.000	51.401	64.383	25,3%	33.000	66.703	92.539	38,7%
Otros pasivos	1.021	509	639	889	483	-45,7%	996	588	472	-19,7%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>14.039</b>	<b>20.384</b>	<b>39.117</b>	<b>57.321</b>	<b>76.885</b>	<b>34,1%</b>	<b>39.441</b>	<b>76.920</b>	<b>106.293</b>	<b>38,2%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>27.357</b>	<b>42.669</b>	<b>73.037</b>	<b>94.791</b>	<b>133.692</b>	<b>41,0%</b>	<b>88.380</b>	<b>132.632</b>	<b>165.440</b>	<b>24,7%</b>
Capital	17.611	34.393	45.007	46.507	49.987	7,5%	46.507	49.983	56.298	12,6%
Reservas	1.604	2.498	3.665	4.018	5.734	42,7%	5.856	5.092	8.712	71,1%
Resultado del Ejercicio	9.168	13.218	7.465	7.992	9.491	18,8%	5.476	10.068	6.120	-39,2%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>28.383</b>	<b>50.110</b>	<b>56.316</b>	<b>58.552</b>	<b>66.112</b>	<b>12,9%</b>	<b>57.873</b>	<b>66.045</b>	<b>71.318</b>	<b>8,0%</b>
RESULTADO	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
Ventas Netas	46.162	55.877	60.693	78.696	85.811	9,0%	41.741	67.273	57.050	-15,2%
Costo de Mercaderías	-13.947	-16.129	-20.045	-35.923	-25.844	-28,1%	-14.991	-23.050	-10.994	-52,3%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>32.215</b>	<b>39.748</b>	<b>40.648</b>	<b>42.773</b>	<b>59.967</b>	<b>40,2%</b>	<b>26.750</b>	<b>44.223</b>	<b>46.056</b>	<b>4,1%</b>
Gastos de Ventas	-10.196	-11.685	-13.721	-12.974	-16.392	26,3%	-10.174	-11.306	-10.297	-8,9%
Gastos de Administración	-5.573	-7.278	-7.498	-6.058	-6.539	7,9%	-3.954	-4.663	-9.753	109,2%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>16.446</b>	<b>20.785</b>	<b>19.429</b>	<b>23.741</b>	<b>37.036</b>	<b>56,0%</b>	<b>12.622</b>	<b>28.254</b>	<b>26.006</b>	<b>-8,0%</b>
Previsiones	-1.236	54	-2.623	-2.785	-8.340	199,5%	-1.070	-6.550	-2.887	-55,9%
Depreciacion	-177	-211	-270	-360	-436	21,1%	-204	-329	-294	-10,6%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>15.033</b>	<b>20.628</b>	<b>16.536</b>	<b>20.596</b>	<b>28.260</b>	<b>37,2%</b>	<b>11.348</b>	<b>21.375</b>	<b>22.825</b>	<b>6,8%</b>
Gastos Financieros	-4.978	-6.037	-8.405	-12.429	-16.708	34,4%	-8.477	-9.388	-15.291	62,9%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>10.055</b>	<b>14.591</b>	<b>8.131</b>	<b>8.167</b>	<b>11.552</b>	<b>41,4%</b>	<b>2.871</b>	<b>11.987</b>	<b>7.534</b>	<b>-37,1%</b>
Ingresos/Egresos Extraordinarios	860	1.140	886	1.294	423	-67,3%	3.393	-24	1.206	-5125,0%
Ajustes de cambio	-7	-91	-27	-69	-870	1160,9%	-153	-756	-1.962	159,5%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>10.908</b>	<b>15.640</b>	<b>8.990</b>	<b>9.392</b>	<b>11.105</b>	<b>18,2%</b>	<b>6.111</b>	<b>11.207</b>	<b>6.778</b>	<b>-39,5%</b>
Impuesto a la Renta	-1.200	-1.726	-1.132	-980	-1.114	13,7%	-635	-1.139	-658	-42,2%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>9.708</b>	<b>13.914</b>	<b>7.858</b>	<b>8.412</b>	<b>9.991</b>	<b>18,8%</b>	<b>5.476</b>	<b>10.068</b>	<b>6.120</b>	<b>-39,2%</b>
Reserva Legal	-540	-696	-393	-420	-500	19,0%	0	0	0	---
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>9.168</b>	<b>13.218</b>	<b>7.465</b>	<b>7.992</b>	<b>9.491</b>	<b>18,8%</b>	<b>5.476</b>	<b>10.068</b>	<b>6.120</b>	<b>-39,2%</b>

La emisión de la Calificación de Solvencia de la empresa LCR S.A.E.C.A. y del Programa de Emisión Global PEG G9, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 06/19.

Corte de calificación:	30 de Setiembre de 2019
Fecha de calificación:	02 de Marzo de 2020
Fecha de Autorización:	24 de Abril de 2020 según Certificado N° 33
Fecha de publicación:	05 de Mayo de 2020
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 021-201-321 Cel 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

LCR S.A.E.C.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programa de Emisión Global G9</b>	<b>pyBBB+</b>	<b>Sensible (-)</b>
<small>BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.</small>		

***"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 LCR S.A.E.C.A.**

- 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 LCR S.A.E.C.A., 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 Diciembre de 2018 por la firma Gestión Empresarial y en el Balance y Estado de Resultados al 30 de Setiembre de 2019 proveídos por LCR S.A.E.C.A.
- 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.

<p>Aprobado por: <b>Comité de Calificación</b> Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos</p>	<p>Elaborado por: <b>C.P. Sandybelle Avalos</b> Analista de Riesgos</p>
---	---